

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 7. května 2014

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 3. situační zprávy

V. Tomšík (v diskuzi o rovnovážné reálné úrokové sazbě): Odkazuje se na svoje vyjádření na přípravných schůzkách ohledně rovnovážné reálné sazby. V horizontu jednoho či dvou let se inflace v prognóze blíží inflačnímu cíli, dochází k ekonomickému oživení, po dlouhé době také narůstá národohospodářská produktivita, tj. zdá se, že se za dva roky ekonomika přiblíží svému rovnovážnému stavu. 3M PRIBOR ale ve všech scénářích prognózy dosahuje pouze hodnot okolo 1 až 1,2 %. Ekonomika se tedy nepřiblíží k reálné rovnovážné sazbě 1 %, ale spíše k reálné sazbě poblíž -1 %. Na problematiku rovnovážné reálné sazby upozorňuje i stanovisko poradce, za které děkuje. Táže se, v jakém horizontu či zda vůbec lze počítat s návratem k reálné úrokové sazbě poblíž 1 %. Pokud má ekonomika stále konvergenční potenciál, a při dosažení rovnovážného stavu ostatních veličin dosahují reálné sazby hodnot okolo -1 %, tak je pak zřejmě někde v modelu či našich úvahách chyba.

L. Lízal (v diskuzi o rovnovážné reálné úrokové sazbě): Připojuje se k dotazu o rovnovážné reálné úrokové sazbě.

J. Rusnok (v diskuzi o rovnovážné reálné úrokové sazbě): Ocenil stanovisko poradce a rovněž žádá SMS o vyjádření k rovnovážné úrovni reálných úrokových sazeb, což se mu jeví jako klíčová záležitost.

Odpověď Sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Je třeba rozlišit mezi skutečnými a rovnovážnými reálnými sazbami. Domácí skutečné reálné sazby zůstávají po delší dobu nízké především proto, že zahraniční reálné sazby se na celém horizontu nacházejí pod svým rovnovážným stavem. Kdyby domácí nominální i reálné sazby rostly výše, tak by došlo k posílení kurzu, což by nebylo konzistentní s plněním našeho inflačního cíle. O výši reálné rovnovážné sazby lze hovořit především v delším horizontu. Za předpokladu, že domácí ekonomika poroste tempem 3,3 %, které je prognózováno pro rok 2015, tak rovnovážná nominální sazba na úrovni na 3 %, což odpovídá 1% sazbě reálné, není tak vysoká. Metody odhadu rovnovážné sazby ve stanovisku poradce jsou vždy ovlivněny tím, jaké jsou aktuální sazby ve světě, což je do značné míry dáno cyklickým vývojem. S využitím těchto metod není možno rozlišit, jaká část sazby reflektuje, že světová ekonomika se nachází v recesi, a jaká je tedy úroková sazba, která by měla platit v okamžiku, když ekonomiky porostou svým dlouhodobým tempem.

Poradce B. Vašíček: Ale ony ekonomiky aktuálně nerostou, a proto ve většině zemí jsou skutečné reálné sazby záporné, což mimochodem neplatí pro Českou Republiku. Z tohoto pohledu lze interpretovat naši měnovou politiku, např. ve srovnání s Bank of England, jako relativně restriktivní.

Odpověď SMS: Sazby nejsou záporné jen z ex-post pohledu při zvážení aktuální míry inflace. Naopak při ex-ante pohledu do budoucna máme na celém horizontu prognózy reálné úrokové sazby záporné. Dotaz V. Tomšíka lze ale spíše interpretovat tak, že by mělo docházet k rychlejšímu návratu reálných úrokových sazeb ke kladným hodnotám, pokud předpokládáme, že jejich rovnovážná úroveň je 1 %, tj. proč je na konci horizontu prognózy nominální sazba 1 % při celková inflaci poblíž 2 %, což odpovídá reálné sazbě -1 %.

V. Tomšík (v diskuzi o rovnovážné reálné úrokové sazbě): Česká ekonomika by měla mít kladné reálné úrokové sazby i z důvodu obnovení kanálu konvergence.

Odpověď SMS: Problém je v tom, že v rámci cyklu hraje velkou roli výhled zahraničí, kde tržní předpoklad naznačuje, že ekonomika eurozóny ještě nebude na konci roku 2015 a částečně ani v roce 2016 natolik robustní, aby si mohla dovolit být na svých rovnovážných sazbách. SMS připomíná, že v souvislosti s minulou diskuzí SMS začala částečně přejímat i výhledy Concensus Forecast na rok 2016. Eurozóna tak bude stále ještě potřebovat měnovou stimulaci a ta se přenáší přes úrokový diferenciál do prognózy pro českou ekonomiku.

Poradce B. Vašíček: Táže se, zda lze skutečně očekávat, že růst české ekonomiky bude na rozdíl od eurozóny natolik robustní.

Odpověď SMS: S ohledem na to, že prognóza růstu HDP pro rok 2015 je 3,3 %, tak patrně ano. Tato je samozřejmě podmíněno realizací fiskálního impulzu. Pokud by k jeho realizaci nedošlo, tak růst české ekonomiky natolik robustní nebude. Prognóza ale v každém případě implikuje uzavření mezery produkce do konce roku 2015. Pokud bude mezera produkce uzavřena a inflace se bude nacházet nad cílem, tak je nasnadě otázka V. Tomšíka ohledně toho, že by se sazby mohly nacházet poblíž své rovnovážné úrovně. Růst mezd se na konci roku 2015 rovněž nachází ve svém rovnovážném stavu, i když můžeme mít o hodnotě tohoto růstu pochybnosti. Toto odráží skutečnost, že měnová politika měla ambici dodat výrazné měnové uvolnění a dochází rovněž k oživení zahraniční poptávky a výraznému fiskálnímu impulsu.

K. Janáček (v diskuzi o rovnovážné reálné úrokové sazbě): S ohledem na data, která jsou k dispozici, je zřejmé, že prognóza počítá s obnovením konvergence v letošním roce.

V. Tomšík (v diskuzi o rovnovážné reálné úrokové sazbě): Diskuzi lze tedy shrnout tak, že platí model i jeho rovnovážný stav, odchylky souvisí pouze s vývojem v eurozóně, kde nejsou patrné žádné inflační tlaky a ani růst sazeb, a s ohledem na úrokový diferenciál tak nemůže růst ani PRIBOR.

Odpověď SMS: Ano. Prognóza je silně ovlivněna rovněž fiskálním vývojem. Fiskální impulz byl za minulý rok přehodnocen na -1 %, bez tohoto přehodnocení by byl impuls nulový. V letošním roce je očekávaný fiskální impulz pozitivní.

J. Rusnok (v diskuzi o průsaku kurzu a další strategii měnové politiky): Ve srovnání s minulou prognózou nejistoty přibývají. Inflační rizika jsou jak na horizontu prognózy, tak implicitně i za ním, obousměrná, i když aktuálně spíše převažují rizika protiinflační. Je tedy patrná jistá nekonzistence mezi komunikačním doporučením SMS, že rizika prognózy jsou vyrovnaná, ale

návrhem intenzivně zdůrazňovat u kurzového závazku slovo „přinejmenším“. Žádá o komentář k míře průsaku kurzu do cenového vývoje, kde je stanovisko poradce poměrně skeptické.

L. Lízal (v diskuzi o průsaku kurzu a další strategii měnové politiky): Přidává se k dotazu na velikost průsaku cen, jak naznačoval poradce, tj. zda platí předchozí hypotéza, že při pohybu podél nulové hranice sazeb, bude průsak větší než ve standardní situaci. Zdá se, že s ohledem na ekonomickou situaci je tomu spíše naopak.

M. Singer (v diskuzi o průsaku kurzu a další strategii měnové politiky): Ocenil stanovisko poradce, kterému patrně věří více než optimismu SMS. Žádá rovněž o zodpovězení prvních třech otázek ze stanoviska poradce a rovněž o vyjasnění, kdy dojde k plnému prosáknutí kurzu do inflace a dalších nominálních veličin.

Odpověď SMS: SMS by se ráda vymezila vůči tvrzení, že průsak kurzu již skončil. V prvních šesti měsících probíhá přímý kurzový kanál. Z grafu v prezentaci s rozkladem inflačních tlaků je patrné, že v prvním kroku prognóza předpokládá průsak skrze dovozní ceny, který není soustředěný do prvního čtvrtletí, ale je rozložen v čase. V některých cenových okruzích už průsak skončil, např. u pohonných hmot. Zde je třeba vzít rovněž v úvahu kurz USD/EUR a skutečnost, že euro vůči dolaru posílilo. Pohonné hmoty jsou rovněž předmětem spotřebních daní, takže průsak nemůže být jedna ku jedné. Jiným příkladem jsou ale ceny rekreací, kde by se průsak měl dříve či později projevit, což bylo koneckonců velmi medializováno v okamžiku oslabení kurzu. Tento průsak zatím viditelný nebyl a je možné, že k němu dojde v rámci „last minutes“ na konci 2.Q 2014. I v tomto případě jde stále o přímý průsak přes dovozní ceny. Zatím v případě průsaku k žádnému překvapení nedošlo. Překvapením je doposud pouze o 0,2 p.b. nižší vývoj regulovaných cen, které ale kurzovým průsakem primárně ovlivňovány nejsou. Nelze tedy v tuto chvíli tvrdit, že průsak se vyvíjí jinak, než bylo očekáváno. Existuje stále nejistota o sekundárních efektech, kdy prostřednictvím oživení ekonomiky a následného rychlejšího růstu mezd dojde ke vzniku dodatečných inflačních tlaků, které umožní stabilizovat inflaci poblíž cíle. Prognóza říká, že tyto tlaky se začnou velmi jemně objevovat až ve 3.Q 2014 a následně na přelomu let 2014 a 2015. Můžeme samozřejmě pochybovat, zda k tomu dojde, ale na základě aktuálních dat o tomto zatím nic říci nelze.

P. Řežábek (v diskuzi o průsaku kurzu a další strategii měnové politiky): Jako námět k budoucímu jednání uvádí, že výhled inflace se v situační zprávě posunuje dále směrem dolů, zatímco scénář využívání kurzu počítal původně s hodnotou inflace 3,2 % při kurzu 27 CZK/EUR. Pokládá si otázku, zda úroveň inflace lehce nad 2 % bude dostatečná pro opuštění tohoto režimu.

M. Singer (v diskuzi o průsaku kurzu a další strategii měnové politiky): Domnívá se, že z argumentace SMS se vytrácí, že původním záměrem bylo při ukončení kurzového režimu dostat inflaci do bezpečné vzdálenosti od cíle. Protože komunikace navíc slouží jako určitá „forward guidance“, tak rovněž příliš nesouhlasí s komunikačním doporučením SMS. Kategoricky pak nesouhlasí s interpretací, že by intervence dle základního i citlivostním scénáři měly být ukončeny již v 1.Q 2015. Při zahájení intervenčního režimu bylo zřetelně deklarováno, že inflace na hranici 3% nebude důvodem pro znepokojení. Proto nerozumí, že při aktuálně predikované inflaci poblíž 2 %, která je navíc do značné míry implikována samotným modelem, SMS nechce

poskytnout „forward-guidance“ ani na tři čtvrtletí dopředu, když na počátku se poskytovala na šest čtvrtletí. Pokud lze věřit scénářům v situační zprávě, pak není jediný důvod ukončovat intervence v 1.Q 2015, a to bez ohledu na skutečnost, zda kurz bude 27 nebo 27,4 CZK/EUR. Komunikace, kterou byl stabilizován trh a jeho očekávání, se v situační zprávě pomalu vytrácí. Nerozumí tomu, proč by nebylo již teď možno říci, že ve 1.Q 2015 intervence ukončena nebude.

Odpoověď SMS: SMS považuje rizika za vyrovnaná vůči základnímu scénáři prognózy, který se sám posouvá (oproti minulé prognóze inflace i měnových veličin) směrem níže, resp. směrem k potřebě více uvolněných měnových podmínek. To pochopitelně vyvolává pochyby, zda exit bude při všech předpokladech prognózy v 1.Q 2015 možný, protože onen pomyslný „papiňák nebude dostatečně natlakován“. SMS sama na přípravných schůzkách s bankovní radou navrhovala, zda neposunout exit v základním scénáři do 2. či 3.Q 2015. Nakonec bylo dohodnuto ponechat exit v základním scénáři na 1.Q 2015 a udělat citlivostní scénáře s exitem pozdějším a kurzem 27,4 CZK/EUR. Tyto scénáře vyznívají tak, že exit v 1.Q 2015 definitivně zamítnout nelze. Proto není vhodné se komunikačně zavazovat na dobu delší než do 1.Q 2015, i když SMS vnímá rostoucí pravděpodobnost, že exit přijde později. Pokud by například byl kurzový závazek posunut do 3.Q 2015 a mezitím by došlo k nějakému proinflačnímu překvapení, tak bude komplikované tento závazek nedodržet, protože „forward-guidance“ o kurzu bude vnímána jako závazek nepodmíněný. Je tedy vhodné komunikovat, že kurzový závazek platí přinejmenším do 1.Q 2015, ale také to, že pravděpodobnost jeho pozdějšího ukončení se zvyšuje. Takto dojde k verbální podpoře pozdějšího exitu, aniž by padl konkrétní závazek, že v 1.Q 2015 k ukončení intervenčního režimu nedojde.

M. Singer (v diskuzi o průsaku kurzu a další strategii měnové politiky): Tím se ale zkracuje vpředhlednost („forwardness“) tohoto závazku. Dodává, že pokud by na přípravných schůzkách viděl simulace s kurzem 27,4 CZK/EUR z tohoto pohledu, tak by se vůči nim vymezoval podstatně silněji. I když bude komunikováno, že horizont ukončení intervenčního režimu se posouvá za 1.Q 2015, tak stále existuje velký prostor pro absorpci inflačních překvapení. To platí zvláště s ohledem na skutečnost, že výhled pro rok 2016 je zcela determinován modelem. Aktuálně se hranice vpředhlednosti závazku již nachází před horizontem, na němž normální měnová politika ovlivňuje ekonomiku.

V. Tomšík (v diskuzi o průsaku kurzu a další strategii měnové politiky): Bude mít technické doplnění. Diskuze probíhá o horizontu kratším než 12 měsíců, tj. o horizontu kratším než na jakém je normálně měnová politika schopna ovlivnit inflaci. Otázka pak zní, zda může na tomto horizontu dojít k nějakému proinflačnímu překvapení, které by donutilo měnovou politiku naplnit svůj původní závazek, tj. opustit režim využívání kurzu v únoru 2015. Vyjadřuje názor, že takové proinflační faktory patrně nejsou.

Odpoověď SMS: Prvním takovým proinflačním faktorem mohou být ceny potravin, protože světové ceny zemědělských komodit v poslední době poměrně zřetelně narostly a nelze vyloučit další pokračování tohoto trendu. Druhým proinflačním faktorem mohou být regulované ceny. Prognóza již zohledňuje, že na energetických burzách došlo k dodatečnému poklesu ceny silové elektřiny. Toto skutečnosti ale byly do prognózy zapracovány dříve než v minulých letech, aby nedošlo ke skokovému posunu u prognózy regulovaných cen až na podzim. Není ale jisté, že skutečně v tomto rozsahu dojde k poklesu cen elektřiny pro konečné zákazníky. Konečně, pokud se

kurz udrží na hladině 27,4 CZK/EUR, tak to bude implikovat o něco více proinflační impuls, než předpokládá základní scénář.

M. Singer (v diskuzi o průsaku kurzu a další strategii měnové politiky): Smyslem jeho předchozí poznámky nebyla potřeba vysvětlení techniky inflace, ale upozornění na naprosto patrnou nekonzistenci mezi minulou a dnešní měnověpolitickou strategií. Pokud bylo původně řečeno, že je akceptovatelná inflace okolo 3 %, ba dokonce bylo přímo záměrem ji vytvořit, pak není příliš pochopitelné, že dnes SMS hovoří o riziku inflace „až“ 2,6 %. Komunikace je teď nástrojem, který ovlivňuje investiční chování agentů. Posun kurzového závazku dále do budoucnosti zvyšuje ochotu investovat nyní a neodkládat investice na později.

Odpověď SMS: Kurzový nástroj má ale rychlejší transmissi než 12 měsíců.

M. Singer (v diskuzi o průsaku kurzu a další strategii měnové politiky): Tato argumentace by platila, pokud by došlo k posunu hladiny kurzu. V tuto chvíli ale stále probíhá transmise minulého kurzového rozhodnutí.

Odpověď SMS: Cílem bylo říci, že vliv oslabeného kurzu aktuálně kulminuje. Z komunikačního hlediska byl kladen důraz na skutečnost, že kurz není novým cílem, ale novým nástrojem pro dosažení stávajícího inflačního cíle. Skutečnost, že v simulaci z podzimu 2013 inflace dosáhla horní hranice tolerančního pásma, byla souběhem tehdejších výhledů regulovaných cen spolu s endogenním působením měnové politiky.

M. Singer (v diskuzi o průsaku kurzu a další strategii měnové politiky): S touto interpretací naprosto nesouhlasí. Šlo o vůli většiny bankovní rady úmyslně přestřelit inflační cíl a ujistit se tak, že kurzový nástroj bude fungovat, když už je třeba přistoupit k jeho využití. Dnešní komunikační doporučení de-facto implikuje, že se tato vůle vytrácí, což osobně v bankovní radě nepozoruje. Připomíná, že SMS původně navrhovala oslabit kurz pouze na hodnotu 26,5 CZK/EUR.

Odpověď SMS: Upřesňuje, že návrh intervenční hladiny 26,5 CZK/EUR padl loni v létě, kdy bankovní rada se ještě rozhodla neinterventovat.

M. Singer (v diskuzi o průsaku kurzu a další strategii měnové politiky): SMS si uvědomila, že intervence mohou být bankovní radou schváleny jen s tímto přestřelením, což nakonec bylo úmyslné rozhodnutí bankovní rady a bylo to také takto komunikováno.

Odpověď SMS: Pokud by byl teď posunut exit, stále jde o modifikaci inflace v rámci horní poloviny tolerančního pásma.

L. Lízal (v diskuzi o průsaku kurzu a další strategii měnové politiky): Původní scénář používání kurzu předpokládal, že se inflace dostane k horní hranici tolerančního pásma a k cíli se bude blížit seshora. Táže se, zda SMS testovala, jaký by musel být kurz, aby se původní scénář naplnil.

Odpověď SMS: Pokud trváme na přestřelení inflace směrem k 3 %, tak jedinou možností je posunout cílovou hranici kurzu na 28 CZK/EUR.

J. Rusnok (v diskuzi o průsaku kurzu a další strategii měnové politiky): Situaci hodnotí podobně jako M. Singer. V nové prognóze dochází k různým drobným odchylkám od minulé prognózy, a

na jejich základě je těžké formulovat nějaké robustní závěry. Bankovní rada bude muset učinit na uzavřeném jednání nějaké rozhodnutí.

Scénář s endogenním kurzem předpokládá pro 2.Q 2014 úroveň kurzu 27,5 CZK/EUR, což se blíží dnešní realitě. Jaká je tedy interpretace tohoto scénáře?

Odpověď SMS: Jde o scénář, který ukazuje, jaká by byla žádoucí intervenční kurzová hladina, kdyby se s využitím analytických nástrojů z podzimu 2013 rozhodovalo dnes. Na základě tohoto scénáře by byla doporučena intervenční hladina kurzu 27,50 CZK/EUR. Protože se aktuální tržní hladina této hodnotě blíží, dopadají citlivostní scénáře tak, že při udržení kurzu na 27,40 CZK/EUR se inflace dostává do horní poloviny tolerančního pásma a exit by v 1. či 2.Q 2015 mohl začít. S ohledem na skutečnost, že již bylo rozhodnuto o intervenční hladině na úrovni 27 CZK/EUR a bylo zřetelně komunikováno, že hladina bude měněna jen při dramatické změně ekonomické situace, není vhodné ji aktuálně měnit.

J. Rusnok (v diskuzi o průsaku kurzu a další strategii měnové politiky): Toto vysvětlení je sice akceptovatelné, ale není možno ignorovat, že i když kurz dosahuje 27,50 CZK/EUR, ostatní předpoklady původního intervenčního scénáře zcela splněny nejsou. V některých případech je to vysvětleno dostatečně, jinde, jako např. u průsaku kurzu do cen, již méně.

L. Lízal (v diskuzi o průsaku kurzu a další strategii měnové politiky): Táže se, zda doporučení SMS bylo jednomyslné.

Odpověď SMS: Formálně se nehlasovalo, ale rozhodnutí bylo implicitně jednomyslné.

V. Tomšík (v diskuzi o investicích, zásobách a profilu HDP): V 4.Q 2013 došlo k výraznému meziročnímu nárůstu fixních investic a teprve se musí potvrdit, zda je tento vývoj náznakem oživení. V aktuální situační zprávě lze ale rovněž číst, že nepřekvapil jen vývoj fixních investic, ale i zásob. Zásoby velmi prudce poklesly, přestože došlo k předzásobením cigaretami. Táže se, zda lze takový vývoj skutečně interpretovat tak, jak to činní situační zpráva, tj. že jde o náznak oživení a podniky již začaly vyprodávat minulé zásoby. Prognóza na rok 2015 také naznačuje, že oživení by mělo být mimořádně silné, a prognóza ČNB je dokonce optimističtější než jiné instituce. Toto ale není příliš konzistentní s informací v tabulce na úvodní straně, kde je uvedeno, že sezónně očištěné HDP meziročně poroste v 2.Q 2014 2,2 %, v 3.Q 2014 3,9 % a v 4.Q dojde k propadu růstu až na 1,5 %. Pokud skutečně dochází k oživení, tak není zřejmé, proč by mělo dojít ke vzniku takovýchto zubů ve vývoji zásob a následně i celého HDP.

P. Řežábek (v diskuzi o investicích, zásobách a profilu HDP): V prezentaci byl několikrát zmíněn efekt předzásobením cigaretami. Daně se budou zvyšovat v průběhu roku a proto předpoklad, že by k předzásobením mělo dojít až na konci roku, není příliš intuitivní. Navíc dle informací se Ministerstvo financí pokusí legislativně ošetřit, aby k takovému předzásobením nemohlo dojít. Stejně jako V. Tomšík je překvapen zuby v prognóze HDP, které v minulém vývoji HDP nikdy patrné nebyly. Z tohoto pohledu je nejvíce překvapivé, že změna fixních investic poklesne ve 4.Q 2014 až k nule. Táže se, zda je toto dáno efektem základny, když ve všech ostatních čtvrtletích prognózy dosahují meziroční změny fixních investic výrazně kladných hodnot.

Odpověď SMS: Jedná se o souběh efektů základny a předzásobením cigaretami. Pro 4.Q 2014 je vysoká srovnávací základna, protože v 4.Q 2013 byl pozorovatelný významný mezičtvrtletní růst

v důsledku předzásobení. V roce 2014 pak dojde k předzásobení cigaretami ve 3.Q, což s ohledem na zmíněné omezení ministerstva financí implikuje pokles zásob v 4.Q 2014. Vliv předzásobení není v roce 2014 rozložen stejně jako v minulých letech. S ohledem na velké předzásobení na konci roku 2013 lze v prvních dvou čtvrtletích roku očekávat čerpání zásob cigaret. Ve 3.Q 2014 pak dojde k menšímu předzásobení, protože možnost využít zásoby bude omezena jen na jeden kvartál. Ve 4.Q 2014 pak v důsledku těchto dvou efektů dochází k výraznému poklesu zásob. To následně vytváří zdánlivě neintuitivní zuby v profilu HDP. Žádný fundamentální faktor, který by měl vést k zastavení ožívování investic, patrný není. Pro 4.Q 2014 je předpokládán mezičtvrtletní růst, ten je ale menší než v 2013, což vede k poklesu meziročního tempa, který je viditelný v prognóze.

P. Řežábek (v diskuzi o investicích, zásobách a profilu HDP): Je pak paradoxní, že k takovým zubům v prognóze HDP v minulých letech nedocházelo, i když předzásobení bylo ještě větší.

Odpověď SMS: Předzásobení bylo v minulých letech menší. K nejvyššímu předzásobení, které činilo cca 10 mld. Kč, došlo právě ve 4.Q 2013, zatímco v předchozích letech šlo o jednotky miliard. Maximální předchozí hodnoty 5 mld. Kč bylo navíc dosaženo na konci roku 2012, kdy ekonomika z hlediska fundamentů klesala. I v tomto případě by vliv předzásobení (ceteris paribus) viditelný na profilu HDP byl, ale tenkrát zcela dominovala recese ekonomiky, která by možná bez tohoto vlivu byla ještě hlubší. Je k dispozici rovněž šetření očekávání podniků pro 1.Q 2014 a zde je patrná kompenzace 3.Q 2013, kdy došlo k extrémnímu nárůstu zásob. To se rovněž projevovalo v bilanci zahraničního obchodu, kterou podniky vlivem očekávaného oživení zahraniční poptávky a předchozí velmi nízké úrovně zásob skokově vyrovnaly, a v 4.Q 2013 došlo k její korekci opačným směrem. Je třeba si ale také uvědomit, že časová řada zásob je vždy extrémně rozkolísaná. Ekonomický příběh je ale ten, že podniky viděly zahraniční poptávku, tak zvýšily zásoby, které byly vůči HDP velmi nízké. Toto ale šetření podniků indikovalo, stejně jako nyní indikuje, že dojde mírnému nárůstu zásob na počátku letošního roku.

K. Janáček (v diskuzi o investicích, zásobách a profilu HDP): Nelze rovněž podcenit skutečnost, že zásoby jsou jen odpadkovým košem národního účetnictví. Na konci roku, kdy dochází k bilancování účtů, není jasné, co všechno bude do zásob zařazeno.

Odpověď SMS: Na základě podnikových dat lze částečně rozlišit jaký podíl zásob činní statistický šum a k jakému skutečnému zvýšení zásob u podniků došlo.

P. Řežábek (v diskuzi o vývoji mezd): Vrací se ke svým již mnohokrát zmíněným pochybám o prognózovaném růstu mezd. V situační zprávě se hovoří o trendovém zrychlování meziročního růstu mezd v podnikatelském sektoru až na 5 % v druhé polovině roku 2015. Takový nárůst se s ohledem na jiné skutečnosti, které jsou v situační zprávě zmíněny, jeví jako příliš optimistický. Situační zpráva sice zmiňuje pokračující oživení ekonomické aktivity, ale s ohledem na jeho značně heterogenní povahu lze jen stěží očekávat takový růst mezd na agregátní úrovni. Dalším faktorem zmíněným v situační zprávě jsou mzdová vyjednávání. Mzdová vyjednávání pro rok 2015 se ale budou odehrávat až na podzim 2014. Táže se, zda SMS má již nějaké přesnější informace od odborářů a podnikatelských svazů. V situační zprávě je rovněž zmíněno společné šetření ČNB a Svazu průmyslu. Upozorňuje, že toto šetření nemusí poskytovat nejlepší informaci, protože metodologicky je konstruováno jinak než běžná výběrová šetření, která zohledňují různé segmenty průmyslu. Dalším argumentem zmíněným v situační zprávě je pozitivní fiskální vývoj,

který se pravděpodobně bude spíše realizovat skrze sociální dávky než mzdy ve veřejném sektoru. Táže se, zda existují nějaké další faktory, které v prognóze vedou k růstu mezd, který je srovnatelný s růsty mezd v průběhu ekonomického boomu před rokem 2008. Osobně je přesvědčen, že mzdová vyjednávání pravděpodobně k takovému celkovému růstu mezd nepovedou.

Odpověď SMS: Odkazuje se na prezentaci. Růst mezd v průmyslu v 1.Q 2014 lze interpretovat poměrně pozitivně, což platí rovněž pro stavebnictví, i když zde může být dodatečný vliv příznivého počasí. V delším horizontu lze očekávat, že zahraniční i domácí poptávka poroste, což povede k růstu mezd. Pochopitelně ve skutečnosti může dojít k pomalejšímu růstu mezd, ale aktuální prognóza je konzistentní s tím, jaké lze pozorovat oživení u zahraniční poptávky a jaký lze očekávat vliv fiskální politiky. Indikace o kolektivních vyjednáváních pro rok 2014 naznačují, že k významné části mzdového oživení by mohlo dojít již v letošním roce. Prognóza pro rok 2015 je pochopitelně do značné míry ovlivněna logikou modelu, kde při 3% růstu HDP a 2% inflaci by růst mezd měl směřovat k 5 %. Vliv na prognózu mají rovněž změny při placení zdravotního pojištění, které ale v realitě nemusí nastat.

P. Řežábek (v diskuzi o vývoji mezd): Lze tedy říci, že za 5% růstem mezd není žádná ekonomická historika, resp. žádné předstihové indikátory takový růst nenaznačují.

Odpověď SMS: Existující předstihové indikátory se týkají roku 2014, na rok 2015 takové indikátory ještě neexistují. Hodnota pro rok 2015 proto musí být konzistentní s předpokladem o růstu HDP.

K. Janáček (v diskuzi o dovozech a vývozech): Situační zpráva předpokládá zmírnění tempa růstu vývozu i dovozu v roce 2015 ve srovnání s rokem 2014, u vývozu z 8,7 % na 7,1 %, u dovozu ze 7,9 % na 6 %. Toto zřejmě znamená, že prognóza očekává, že vliv posílení kurzu převáží nad výraznou akcelerací zahraniční i domácí poptávky. Táže se, zda je takováto situace pravděpodobná, když aktuální prognóza přichází (v porovnání s 1. Situační zprávou) s citelně slabším kurzem pro rok 2015, tj. i po opuštění kurzového závazku.

M. Singer (v diskuzi o dovozech a vývozech): Naváže na dotaz K. Janáčka, ale z jiné perspektivy. V příštím roce má dojít k oživení, ale přitom má i nadále na růst HDP pozitivně působit čistý export. Pokračující pozitivní vliv čistého exportu na růst HDP není intuitivní, protože s oživením domácí ekonomiky poroste spotřeba a investice, které mají určité dovozní náročnosti.

Odpověď SMS: V letošním roce se prognóza meziročních temp reálného vývozu dostává až na 10 %, což souvisí s pozitivním vlivem zahraniční poptávky i se stimulačním vlivem oslabeného kurzu. I kdyby kurz koruny setrval na stávající hodnotě, tak u meziročních změn vývozu bude docházet ke zpomalení. Kurz má navíc v průběhu roku 2015 posilovat o přibližně 60 haléřů. Tento vývoj kurzu v logice meziročních změn převáží nad dalším mírným oživením zahraniční poptávky. Zahraniční poptávka navíc působí na zrychlování domácího růstu především v letošním roce a pak dochází ke stabilizaci její dynamiky.

K. Janáček (v diskuzi o dovozech a vývozech): Toto vysvětlení ale nedává odpověď na otázku M. Singera. V roce 2015 je očekáván poměrně významný růst fixních investic a ty jsou z cca 80 % dovezeny.

Odpověď SMS: Významný podíl na očekávaných investicích budou mít vládní investice, jejichž dovozní náročnost je poměrně nízká.

K. Janáček (v diskuzi o dovozech a vývozech): Intuitivně by spíše očekával, že pokud se ekonomika (s ohledem na míru úspor atd.) nacházela v předdeflačním stavu, tak ekonomické oživení, byť i zprostředkované oslabením kurzu, povede v delším období k relativnímu zhoršení čistého výsledku zahraničního obchodu.

V. Tomšík (v diskuzi o dovozech a vývozech): Domácí absorpce, která se projeví ve mzdách, by měla být hlavním tahounem hospodářského růstu.

M. Singer (v diskuzi o dovozech a vývozech): Takový scénář ale model negeneruje. Jednoduchá logika říká, že pokud došlo k 2,5% poklesu investic v posledních dvou letech, každoročnímu snížení růstu úspor o 2,5 % v posledních pěti letech, pak by se měl výsledek čistého zahraničního obchodu zhoršit zhruba o 2,5 % HDP.

V. Tomšík (v diskuzi o dovozech a vývozech): To by mělo následně vést k obnově domácích inflačních tlaků, které umožní nárůst úrokových sazeb.

Odpověď SMS: Celoroční predikce růstu investic v roce 2015 je 3,6 %, což není nijak dramatické. Navíc panuje předpoklad, že velká část tohoto růstu bude souviset s vládními investicemi, které nejsou tolik dovozně náročné. Celkový výsledek je tedy podmíněn složením investic.

M. Singer (v diskuzi o dovozech a vývozech): Táže se, jaký byl procentuální pokles vývozu a dovozu služeb v loňském roce.

Odpověď SMS: Bilance služeb v oblasti příjmů klesla meziročně o 1,6 %, u výdajů došlo k nepatrnému nárůstu. Příští výhledy jsou již kladné.

K. Janáček: Příloha s klíčovými makroekonomickými indikátory uvádí jako průměrnou predikovanou hodnotu 2T repo sazby pro rok 2014 0,32 %. To je patrně důsledkem chyby, protože zvyšování repo sazeb se očekává nejdříve až v 1.Q 2015. Žádá o korekci tabulky.

Odpověď SMS: Jedná se o chybu, bude opraveno.

K. Janáček (v diskuzi o neveřejných částech situační zprávy): Text obsahuje modré pasáže, které nejsou určeny ke zveřejnění. To je srozumitelné u citlivostních scénářů. Nevidí důvod proč nezveřejňovat výsledky šetření o refinancování úvěrů domácnostem (str. 49).

Odpověď SMS: Jde o nové šetření a bude ověřeno, zda lze zveřejnit.

M. Singer (v diskuzi o neveřejných částech situační zprávy): Přidává se ke komentáři K. Janáčka a táže se, jaké jsou důvody nezveřejnění textu o refinancování úvěrů domácnostem (str. 49). Totéž platí o textu popisujícím finanční výsledky podniků (str. 55). Zde doporučuje zdůraznit, že jednorázový pokles výsledku hospodaření podniků odpovídá zhruba dvojnásobku přírůstku provozních nákladů za čtvrtletí, což může souviset s intervencemi, ale i jinými faktory.

Odpověď SMS: V kapitole III.5 jsou dvě neveřejné části. Jedna se týká refinancování hypoték (str. 49), kde bude ověřeno, zda lze zveřejnit. Dále pak jde o tabulku popisující výsledek hospodaření

před zdaněním (str. 55). Tato část byla vždy neveřejná, protože jde o neveřejná data ČSÚ důvěrně poskytnutá ČNB.

L. Lízal: Úrokové míry u refinancování spotřebitelských úvěrů (str. 49) klesají, zatímco u refinancování hypoték se nemění. Představuje tento vývoj nějaké riziko z pohledu finanční stability?

Odpověď SMS: Jde o množstevní efekt. U spotřebitelských úvěrů obvykle dochází ke konsolidaci většího množství malých úvěrů do jednoho velkého, což vede k nižším sazbám. Naopak v případě hypoték je efekt skutečného refinancování mnohem větší a publikovaná sazba je z poloviny tažena refinancováním, což činí rozdíl mezi touto a finanční sazbou zanedbatelným.

M. Singer: Z vývoje marží ve spotřebitelském sektoru (str. 10) se zdá, že oslabení kurzu představovalo pro marže stejný šok jako krize po pádu Lehman Brothers.

Odpověď SMS: Po pádu Lehman Brothers docházelo k výraznějšímu poklesu mezery marží z kladných hodnot. Je důležité se proto spíše dívat na rozsah propadu marží než hodnotu, na které se nacházejí.

M. Singer: V situační zprávě (str. 36) se hovoří o struktuře spotřebních výdajů v různých časových horizontech. Jaká je časová hranice mezi krátkodobým, střednědobým a dlouhodobým spotřebním statkem?

K. Janáček: Odpoví za SMS, protože se tématem dříve zabýval. Krátkodobé statky jsou především potraviny. Typickým příkladem střednědobého statku je ošacení či obuv. Dlouhodobým statkem jsou automobily či bílá elektronika. Řazení vychází z ESA a kritériem je rychlost spotřeby.

Odpověď SMS: Detaily budou zaslány.

M. Singer: Jaký má SMS názor na nízký růst úvěrů nefinančním podnikům, např. v roce 2014 jen 0,8 %. Lze toto chápat jako hrozbu?

Odpověď SMS: Z šetření úvěrových podmínek ČNB vyplývá, že vývoj v I.Q 2014 je jen přechodný. V závěru loňského roku došlo ke vzednutí poptávky, které souviselo s budováním zásob, a banky odhadují, že dojde k návratu na předchozí trajektorii.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

V. Tomšík: Nejdříve by rád okomentoval měnověpolitické doporučení. Je k dispozici nová prognóza, a protože jsme primárně zodpovědní za vývoj inflace, tak nejdůležitější je výhled inflace. Zde se ukazuje, že po doručení uvolnění měnových podmínek jsou jedinou rostoucí složkou inflace dovozní ceny. Obnovování inflačních tlaků z domácí ekonomiky je naopak velmi pozvolné a pravděpodobně k němu dojde až na horizontu měnové politiky. Hrozba přestřelování inflačního cíle tedy není patrná. Razance ekonomického oživení je překvapivá, ale toto oživení je neinflační. Prognóza předpokládá růst HDP 2,6 % pro rok 2014 a 3,3 % pro rok 2015 a patří tak k jedněm z neoptimističtějších, což samo není problematické. Otevírá se tak otázka, jak dále pokračovat v měnové politice. Významným faktorem je vývoj v eurozóně. Prognóza vycházející

z Concensus Forecast implikuje oživení dynamiky v eurozóně, jejíž růst HDP v roce 2014 dosáhne 1,6 % a v roce 2015 2 %. I zde ale půjde o oživení neinflační a stále se hovoří o tom, že i eurozóna bude potřebovat i nadále uvolněnou měnovou politiku. Od tohoto se odvíjí vliv EURIBORu na PRIBOR, přičemž v zahraničí nelze očekávat žádná proinflační překvapení. Táže se, co dělat na horizontu prognózy, což nechtěl diskutovat na otevřené části jednání. S tím souvisí poznámka poradce, že po celou dobu bylo komunikováno, že k návratu do standardního režimu měnové politiky dojde až v okamžiku, kdy bude existovat dostatečná jistota, že opuštění intervenčního režimu bude trvalé. Doposud bylo rovněž komunikováno, že k opuštění intervencí dojde pravděpodobně v situaci, kdy se inflace bude blížit 2% cíli z úrovní okolo 3 %. Nová prognóza tuto strategii ale výrazně mění, protože na horizontu prognózy se blížíme k 2% cíli či k hodnotě jen lehce nad ním. S tímto cenovým vývojem jsou v prognóze i nadále konzistentní tři zvýšení úrokových sazeb. Tuto skutečnost považuje za problematickou a dotazoval se na ní již na přípravných schůzkách. Má výraznou pochybnost, zda existuje jistota, že při ukončení intervenčního režimu při dosažení „pouze“ 2% inflace nebude třeba do něj znovu vstoupit. Nová prognóza mu ale pomohla v uvědomění, že trh by s ohledem na předchozí komunikaci patrně neměl očekávat, že při opuštění intervencí skutečně dojde k trojímu zvýšení sazeb. Pokud tak při opuštění intervenčního režimu dojde pouze k mírnějšímu zvýšení sazeb, např. jednomu zvýšení místo tří, tak dojde ke vzniku dodatečného proinflačního faktoru a inflace se z 2% cíle zvýší např. na 2,6 %. Prognóza tak implicitně naznačuje, že měnová politika má určitou rezervu. Věří tedy této prognóze, ale není ochoten respektovat její doporučení ohledně vývoje 3M PRIBORU. Až dojde v budoucnosti k okamžiku, kdy bude třeba zvýšit úrokové sazby, tak půjde, stejně jako v minulosti v případě jejich snižování, o změny velmi pozvolné. Zvýšení sazeb tak v praxi může trvat např. třikrát déle, než dnes implikuje prognóza. S tím souvisí otázka komunikace. SMS sice navrhuje, že celková bilance rizik je vyrovnaná, ale osobně vidí riziko v tom, že je třeba většího uvolnění měnové politiky. Ctí předchozí závazek neměnit úroveň kurzu z 27 CZK/EUR, pokud nedojde k výrazným změnám v ekonomice, a proto dnes preferuje změnu komunikace. V dalším kole by měla proběhnout diskuze o tom, zda již není na čase spolu s prognózou komunikovat, že tato prognóza představuje „nejlepší stav světa“. Mělo by rovněž dojít k posunu komunikace v tom smyslu, že ve světle aktuální prognózy se zvětšuje pravděpodobnost, že kurzový závazek bude platit déle. Připomíná, že transmise dnešní měnové politiky začíná v 2.Q 2015. Dnešní jednání je tak o klíčové větě, která zdůrazní, že s ohledem na délku transmise měnové politiky se ukazuje, že bude třeba pozdějšího ukončení kurzového závazku.

P. Řežábek: Veličiny se v prognóze mění o relativně malé hodnoty, z nichž nelze činit velké závěry, protože v dalším období může dojít opět ke změně. Nejdříve by rád shrnul pozitivní zprávy. Meziroční inflace v eurozóně se podle předběžného odhadu zvýšila z 0,5 % (v březnu) na 0,7 % (v dubnu). Inflaci v eurozóně, stejně jako v ČR, táhnou dolů ceny energií. Dochází rovněž ke sporu Francie a Německa o směřování měnové politiky ECB v nejbližším období. Některé státy jižního křídla eurozóny se navracejí na finanční trhy, ale je stále nejisté, zda je tento návrat trvalý. Dochází postupně k oživování v Evropě i USA, i když možným negativním faktorem je situace na Ukrajině, resp. dopad dalších sankcí na Rusko, zvláště těch ekonomických. V domácí ekonomice dochází stejně jako v eurozóně k ekonomickému oživení, a zdá se, že by domácí růst HDP měl být dokonce vyšší. Ve 4.Q 2013 přispěly všechny poptávkové složky HDP vyjma zásob k jeho růstu. Výhled HDP na 1.Q 2014 je s ohledem na předstihové indikátory rovněž pozitivní. V únoru 2014 rostly tržby v maloobchodu, kde je patrný, stejně jako ve vývoji exportů, vliv

automobilového průmyslu. Meziroční růst průmyslové i stavební výroby za únor již byl kladný. Z dat za březen je patrný lehce příznivější vývoj zaměstnanosti i nezaměstnanosti. Je zatím nejisté, zda tyto údaje potvrzují, že oživení je robustní. Existují faktory jako např. již zmíněný vývoj na Ukrajině, dále pak zátěžové testy v eurozóně či dodatečná potřeba řešit problémy evropského finančního sektoru, které mohou mít na doposud křehké oživení velmi negativní vliv. Domnívá se proto, že pozitivní signály dosud nejsou natolik silné, aby bylo třeba na ně jakkoliv reagovat. Vyjadřuje také názor, že kdyby se podobné signály objevovaly v dřívějších dobrých časech, tak by nepochybně SMS i bankovní rada měly obavy z možného proinflačního vývoje. Dnešní výchozí situace je ale zcela jiná. Dále by rád shrnul negativní zprávy. Růst mezd ve 4.Q 2013 je i po očištění vlivu daňové optimalizace zklamáním. Klesají ceny výrobců, což souvisí s vlivem cen energií. Korigovaná inflace bez pohonných hmot je stále záporná, což reflektuje utlumenou domácí poptávku. Produkční mezera je i nadále záporná. Dá se tedy říci, že pozitivní zprávy se spíše týkají vývoje reálné ekonomiky, zatímco zprávy negativní souvisí s vývojem inflace, která je naším hlavním cílem. Optimismus pozitivních zpráv je proto třeba redukovat. Za největší nejistotu považuje budoucí vývoj mezd, protože bez nárůstu disponibilního důchodu nelze stimulovat poptávku, která by následně mohla vyvolat inflaci. Inflační vývoj je proto dlouhodobě utlumen a v nejbližší době nelze očekávat nějakou výraznější změnu.

K. Janáček: Prognóza ze 3. situační zprávy ve srovnání s 1. situační zprávou předpokládá vyšší růst HDP pro roky 2014 a 2015 a nižší inflaci. Rizika SMS vidí jako vyrovnaná a rizika diskutovaná v obou citlivostních scénářích by se měla vzájemně kompenzovat. Nabízí se otázka, kde má obrázek stvořený modelem g3 „vady na kráse“. To lze konkretizovat do otázky, do jaké míry je prognózovaný vývoj kurzu a opuštění intervenčního režimu měnové politiky v 1.Q 2015 v souladu s očekávaným vývojem domácí inflace v situaci relativně utlumeného cenového vývoje v zahraničí a přetrvávajících obav ze silné desinflace v eurozóně. Je velkou otázkou, zda při postupně posilujícím kurzu ze současné úrovně 27,4 CZK/EUR k 26,70 CZK/EUR může dojít přes dovozní ceny k nárůstu inflace o 2 procentní body a dosažení inflačního cíle. Je rovněž otázkou, zda tomuto pomůže mzdový vývoj a domácí generované inflační tlaky. Tímto vývojem je podmíněn předpoklad prognózy o zvýšení tržní úrokové sazby v 1.Q 2015 o 0,4 p.b. a tomu odpovídající růst repo sazby. Táže se, jakou pravděpodobnost přisuzuje Sekce bankovních obchodů citlivostnímu scénáři setrvání kurzu (po delší dobu) na hladině 27,4 CZK/EUR oproti základnímu scénáři. Z diskuze bankovní rady na veřejné části zasedání vyplývá, že pravděpodobnost základního scénáře se začíná blížit nule, zatímco pravděpodobnost citlivostního scénáře roste.

Pro měnověpolitické rozhodování bankovní rady ze 3. situační zprávy proto vyplývá ponechat úrokové sazby beze změny, komunikovat jejich setrvání na stávající úrovni po delší dobu a opět zdůraznit, že kurzový závazek zůstane zachován přinejmenším do 1.Q 2015. V této souvislosti navrhuje, aby se začalo v komunikaci hovořit obecně o roku 2015, nikoliv o jeho jednotlivých čtvrtletích. Stejně tak by se mělo spíše hovořit o podmínkách opuštění závazku spíše než o jeho přesném načasování. Citlivostní scénář ukazuje, jaké má opuštění v jednotlivých čtvrtletích vliv na inflaci, a je patrné, že faktory, které opuštění závazku mohou ovlivňovat, jsou různorodé, některé protichůdné. Proto považuje za vhodné přestat komunikovat slovní spojení „přinejmenším do 1.Q 2015“ a v druhém kole se dohodnout na úpravě komunikace. Domnívá se, že nelze čekat na poradu experty 2. 6. 2014, která bude jistě zajímavá s ohledem na model

opuštění kurzového závazku a jeho různé scénáře, ale z hlediska komunikace je již teď nutné horizont opuštění intervenčního režimu prodloužit na celý rok 2015.

J. Rusnok: Své obecné hodnocení situace již vyjádřil na veřejném zasedání, které teď zopakuje. Jeho celkový pocit je, že v datech se toho příliš mnoho od minulé situační zprávy nezměnilo, ale tyto drobné změny spíše povedou k oddálení ukončení politiky uvolňování měnových podmínek prostřednictvím kurzu. Obecně cítí mnoho nejistot, i když proměnné se vyvíjejí v poměrně úzkých koridorech okolo svých základních trendů a nelze očekávat, že model zachytí všechny souvislosti relevantní pro rozhodnutí bankovní rady. Toto není kritika modelu, ke kterému je třeba mít velký respekt, ale rovněž určitý nadhled. Klíčová bude komunikační rovina, která může výrazně ovlivnit chování agentů, tj. spotřebitelů, investorů atd., o něž měnová politika usiluje. Vyjadřuje pochybnost o doporučení SMS, které říká, že rizika jsou vyrovnaná, ale následně implikuje závěry, které konstatování o vyrovnaných rizicích neodpovídají. Zdá se, že protiinflační rizika se prohlubují. Základní scénář, jehož klíčovým faktorem je opuštění kurzového závazku v 1.Q 2015, se stává méně pravděpodobným. To je dáno také tím, že méně pravděpodobnými se stávají některé složky tohoto scénáře jako je např. fiskální politika či vývoj v zahraničí. Přestože některé rizika zahraničního vývoje již předmětem diskuze jsou, mnohá jiná jsou z dnešního pohledu jen stěží vyhodnotitelná.

L. Lízal: Rád by začal obecnějším konstatováním o relativně pozitivním vývoji ekonomiky z hlediska růstu HDP a pokračujícího ekonomického oživení v efektivní eurozóně i v ČR. Při čtení situační zprávy měl ale nepříjemný pocit z návratu do situace přesně před rokem, tj. v květnu 2013. Situační zpráva dle jeho názoru opět vyznívá ve smyslu „snad se to pokusíme vysedět“. Prodlužování závazku má koupit čas, kdy stane něco pozitivního, což nakonec povede k žádoucímu výsledku. Základní scénář situační zprávy lze tak vidět jako scénář zatížený desinflačními riziky a vůči tomuto scénáři je doporučení SMS, že rizika prognózy jsou vyrovnaná, v pořádku. Základní scénář ale rovněž poukazuje na problém, pokud desinflační rizika budou pokračovat. V rozhodování o ukončení intervenčního režimu existuje několik základních nejistot, kterými jsou fiskální vývoj, vývoj kurzu, načasování výstupu z intervenčního režimu a vývoj v eurozóně. Z hlediska faktorů, které měnová politika je schopna ovlivnit, byla diskutována modifikace data ukončení intervenčního režimu. Ze simulací vyplývá, že pokud bude horizont dostatečně prodloužen, dojde k dosažení inflačního cíle seshora, ale tento výsledek může být zcela podmíněn samotným modelem. To také souvisí s předpokladem, že průsak zahraničních cen bude v následujících čtvrtletích pokračovat přes celou ekonomiku. Fiskální vývoj se s ohledem na citlivostní scénář nejeví jako příliš problematický. Problematický je ale vývoj v eurozóně, kdy přetrvávají protiinflační rizika, a výhledy CPI a PPI efektivní eurozóny jsou stále přehodnocovány směrem dolů. Je zajímavé si připomenout, že v květnu 2013 k takovým přehodnocením nedocházelo a výhled CPI i PPI eurozóny byl okolo 2 %. Nyní jen mezi 1. a 3. situační zprávou došlo k přehodnocení CPI a PPI eurozóny o cca 0,5 p.b. níže. Vnější situace tak ukazuje, že rizika budou spíše desinflační. Z tohoto pohledu lze říci, že základní scénář reprezentuje situaci „když to dobře dopadne“ a otvírání komunikačních bran směřujícím jen k délce kurzového závazku se jeví jako nedostatečné. Pokud nebude splněn předpoklad průsaku kurzu, se kterým situační zpráva pracuje, nebo se naplní desinflační rizika v efektivní eurozóně, tak bude nutno se vrátit k samotné definici kurzového závazku. Toto neznamená, že závazek by měl být měněn dnes, ale zdá se, že riziko desinflačního vývoje v eurozóně je patrně silnější než

předpokládá základní scénář situační zprávy. Výhled sazeb FRA rovněž ukazuje, že trh vnímá předchozí závazek k inflačnímu cíli tak, že intervenční režim by měl přetrvat déle.

M. Singer: Je vděčný za debatu na veřejné části jednání, která jeho vnímání situace částečně posunula. Domnívá se, že podstata debaty na uzavřené části jednání by měla probíhat nad návrhem prohlášení bankovní rady. To je logickým důsledkem skutečnosti, že prohlášení je nejvýznamnějším nástroj měnové politiky v situaci, kdy nikdo nenavrhl posun intervenční hladiny kurzu. Rizika nižší inflace v zahraničí jsou výrazná. V SRN je PPI již několik měsíců záporné a na Slovensku se jeho pokles prohloubil až na -3,5 %. Zejména v eurozóně bude dále působit proces snižování zadlužení, což může dramaticky utlumovat růst poptávky. V domácí ekonomice poklesly nejen mzdy, ale rovněž disponibilní příjmy z majetku a podnikání, což opět potvrzuje, že mezera produkce byla patrně podstatně hlubší a do značné míry souvisela s poptávkovými faktory. Ekonomika se tedy nachází v nízkoinflačním prostředí. Data o maloobchodu, která byla dnes zveřejněna, ukazují, že jeho vzestup je tažen automobilovým průmyslem, ale to nejen vozy Škoda. Po vyloučení reexportu je evidentní, že hypotéza o spekulativním odkládání spotřeby a investic v důsledku očekávaného poklesu cen se potvrzuje. Odkládání spotřeby bylo nejvíce patrné právě u automobilů, jejichž ceny dlouhodobě klesaly. Je rovněž charakteristické, že v maloobchodě rostou segmenty úměrně své dlouhodobosti. Pro veřejnou komunikaci si zformuloval několik základních otázek, na které se snažil si dát odpověď. Jaký dopad na inflační vývoj mělo oslabení koruny? Přibližně 1 p.b. Co se stane s průsaky druhého řádu? Souhlasí se SMS, že průsak prvního řádu se v zásadě potvrdil a překvapením jsou jen regulované ceny energií. V tuto chvíli nevidí důvod k pochybnostem o velikosti průsaku druhého řádu. Žádá ředitele Sekce bankovních obchodů o komentář ke skutečnosti, že kurz se po delší dobu drží na slabší hodnotě blízké 27,4 CZK/EUR než kolik představuje kurzový závazek. Domnívá se, že s ohledem na nižší potenciál kurzu oslabovat než posilovat při absenci spekulativních poptávkových či nabídkových faktorů lze kurz okolo 27,4 CZK/EUR považovat za „rovnovážný kurz“ vůči zvolenému kurzovému závazku 27 CZK/EUR. To podporuje hypotézu, že kurz by se na stávající hodnotě mohl udržet i nadále. S ohledem na komunikaci je klíčovou otázkou, zda inflace překročí po delší období 2 %. Pro jakékoliv ukončení současného režimu je naprosto nutné, aby inflace byla nad 2 %. Na základě dosavadních informací se domnívá, že tomu tak bude. Může vzniknout potřeba dalšího uvolnění měnové politiky? Může. Bez ohledu na skutečný vývoj v příštím roce je důležité, že loňským rozhodnutím byla potvrzena platnost 2% inflačního cíle. Ať je již neochota ČNB dovolit inflaci od cíle více vzdálit vnímána pozitivně či negativně, nepochybně je dnes vnímaná silněji než loni. To zásadně mění očekávání agentů, jejich chování a rovněž prostředí, ve kterém měnová politika operuje.

Patrnou implikací všech těchto skutečností pro dnešní rozhodování je potvrzení stávající kurzové hranice. K poznámce K. Janáčka, kterou chápe jako návrh podmíněné „forward guidance“ se odkazuje na své předchozí příspěvky na toto téma. Je poměrně skeptický k tomuto konceptu obecně a velmi pak skeptický k možnosti, že bankovní rada by byla schopna připravit nějakou formu „forward guidance“ na dnešním jednání. Odkazuje se na návrh prohlášení bankovní rady, kde navrhne dvě základní korekce, které by mohly mít podobný dopad. To platí i bez potřeby se nějak vymezovat vůči možnosti ukončení intervenčního režimu v 1.Q 2015. Je důležité, že rozhodnutí o využití kurzu výrazně změnilo prostředí, což je patrné i z forwardových sazeb. Navrhuje tedy změny v prvním odstavci prohlášení, která bude v další části jednání konkretizovat. To umožní určitý posun komunikace vůči prognóze, jejichž rizika vnímá jako

mírně protiinflační. To je dáno také tím, že prognóza nadále pracuje s fiskálním impulsem, který aktuální vláda nepochybně nedodá. Fiskální vývoj nebývá obvykle na jednáních bankovní rady debatován do takovéto míry, ale dnes je poměrně zjevné, že k některým dříve plánovaným snížením daní nedojde. Důležitá bude pak i individuální komunikace členů bankovní rady. Osobně považuje se velmi významná data o inflaci, která budou publikována příští týden.

V. Tomšík: Otevřela se zde velmi zajímavá debata, jak pokračovat v měnové politice. Nabízí se jednak možnost zvýšit hodnotu kurzového závazku a používat tak kurz jako měnověpolitický nástroj aktivněji, nebo ho při stávající hodnotě závazku používat déle. Přestože aktivnější využívání kurzu nelze v budoucnu vyloučit, bylo jasně řečeno, že pro takovéto rozhodnutí by bylo třeba mít výraznější impuls. Přestože oficiální závazek je poblíž 27 CZK/EUR, dlouhodobě se kurz pohybuje poblíž 27,4 či 27,5 CZK/EUR a není to důvodem pro znepokojení. Trh také rozumí, že ČNB na něm není aktivní. Pokud by měnová politika chtěla být aktivnější, tak by se hodnota kurzového závazku musela posunout na 28 CZK/EUR, což je další 2% impuls a není zřejmé, že by bylo možno při absenci výrazných změn v ekonomice takovou změnu kurzu obhájit.

Považuje za vhodné zdůraznit, že z prognózy vyplývají rovněž tři rizika proinflační, která jsou argumentem proti aktivnějšímu využívání kurzu. Prvním rizikem jsou ceny potravin, které jsou obecně velmi volatilní. Letní sezóna se teprve blíží a je doposud nejisté, jak se budou ceny zemědělských výrobců a ceny potravin nadále vyvíjet. Druhým rizikem jsou ceny energií, které mohou rovněž překvapit na proinflační straně. Konečně, průsak kurzu ještě není dokončen. Kromě těchto tří rizik, která jsou patrná ze situační zprávy, vidí ještě dvě další proinflační rizika. Prvním je fiskální vývoj. Přestože citlivostní scénář neimplikuje, že by fiskální politika mohla působit proinflačně, scénář je vázán na investice, jejichž realizace pochopitelně nějakou dobu trvá. Vláda má ale i jiné nástroje, konkrétně transfery, které lze aplikovat poměrně rychle. Může tak např. dojít ke zvýšení minimální mzdy či sociálních výdajů, jejichž proinflační dopad je poměrně rychlý. Vládní strany se v tomto smyslu již dříve vyjadřovaly, jen patrně nestačily během tří měsíců existence vlády tyto návrhy připravit. Posledním proinflačním rizikem je skutečnost, že i když budou na prognóze viditelné proinflační tlaky, tak bankovní rada bude patrně velmi opatrná v následování trajektorie úrokových sazeb, kterou endogenně implikuje model. Osobně bude velmi zdrženlivý v prudkém zvyšování sazeb, které by vedlo ke vzniku pozitivního úrokového diferenciálu a přestřelení kurzu, tj. přesně k tomu, čemu se měnová politika snaží zabránit. S ohledem na těchto pět proinflačních rizik by dnes kurz být aktivně využit neměl. Je třeba se zaměřit na komunikaci a navrhuje zdůrazňovat větu „Pravděpodobnost pozdějšího opuštění závazku ve světle nové prognózy se zvyšuje“.

K. Janáček: Souhlasí s V. Tomšíkem, že kurz by měl být spíše používán déle než být dále oslabován. Vyjadřuje názor, že případné sociální transfery by nepůsobily proinflačně v letošním roce, ale mohly by působit velmi rychle v roce příštím. Plánované zvyšování důchodů se bude rovněž týkat příštího kalendářního roku, nikoliv roku letošního. Souhlasí s návrhem, že je možno termín ukončení postupně posunovat místo toho, aby se odkazovalo na celý příští rok. Považuje za užitečné soustředit se dále na debatu o formulaci prohlášení bankovní rady.

J. Rusnok: Současná situace aktivní využití kurzu neodůvodňuje. S tímto rovněž souhlasí SMS, i když dle modelu by možná bylo vhodnější posunout hladinu kurzu na 28 CZK/EUR, aby bylo

dosaženo původní trajektorie inflace. S kurzovým nástrojem je třeba pracovat opatrně, což ale neznamená se ho zcela zříci. Trh by si měl být ale rovněž vědom, že tento nástroj je k dispozici. Nabízí se paralela mezi kurzovým nástrojem a sofistikovaným lékařským nástrojem, který se využívá jen velmi obezřetně. V. Tomšík zmínil některá rizika, která jsou spíše nejistotami, protože na rozdíl od rizik jsou neměřitelná. Protože nejistoty míří na obě strany, nebylo by rozumné protiinflační argumentaci příliš zesilovat. Naopak si pokládá otázku, do jaké míry je vhodné publikovat predikované hodnoty růstu HDP, které jsou především pro rok 2015 velmi vysoké. Má obavu, aby predikce růstu HDP nebyla desinterpretována vůči ostatním výstupům modelu. Na jedné straně se bude zdůrazňovat obava o naplnění inflačního cíle, na druhou stranu bude komunikováno, že ekonomický růst dosáhne 3,3 %, což není v domácích podmínkách nic zanedbatelného. Existuje tedy obava, zda pro finanční trhy bude diskrepance mezi prognózou růstu a inflace pochopitelná. Dalším úskalím je, zda tato prognóza nevyvolá u některých agentů, např. podnikatelského sektoru či vlády, nadměrná očekávání. I přesto je pravděpodobné, že ke zmíněnému fiskálnímu boomu nedojde.

P. Řežábek: Bude mít několik poznámek k dílčím tématům zmíněným v diskuzi. K poznámce o poklesu disponibilních příjmů z podnikání upozorňuje, že dochází k výraznému přesunu vlastnických struktur do „offshorů“. To je patrné z vývoje dividend. Rozdíl mezi jejich odlivem do zahraničí a přílivem ze zahraničí před krizí činil přibližně 180 mld. Kč a od té doby ještě došlo ke zvyšování tohoto rozdílu. To může být jedním z důvodů, proč klesají disponibilní příjmy z podnikání. Ke zmínce o odkládání dlouhodobé spotřeby uvádí, že i nákup automobilu je možno odkládat jen po určitou dobu, pokud máme skutečný zájem si ho pořídit. Částečné zlepšení na trhu práce se již začíná projevovat i na trzích těchto dlouhodobých statků. K vývoji cen energií připomíná, že v okamžiku nástupu krize ceny energií v Evropě rostly a díky netržním zásahům se dostaly na obrácenou trajektorii než vývoj ekonomiky. V současnosti naopak ceny energií klesají, i když dochází k ekonomickému oživení. Je možné, že ceny energií budou klesat i v příštím roce. Jednak se vedou diskuze o tom, kolik platit na obnovitelné zdroje energií, ale dochází i ke změnám v regulaci přenosové soustavy. Oba faktory mohou přispět k tomu, že ceny energií budou působit dále protiinflačně. Není si jist, do jaké míry může měnová politika zvrátit chybný hospodářsko-politický mix, ke kterému vývoj cen energií přispívá. Další nejistota souvisí s vývojem cen ropy, protože se objevují signály, že dobývání ropy a plynu novějšími technologiemi nemusí být tak efektivní, jak se původně zdálo. Ke změnám nákladových cen dochází rovněž z důvodu vývoje cen dalších surovin, jako je např. železná ruda. Význam může mít i vývoj na Ukrajině, která je významným dodavatelem železa do některých teritorií. Tyto faktory opět potvrzují, že ekonomiky se vyvíjí opačně než inflace. Ke zmínce o příliš optimistickém vyznění prognózy HDP vyjadřuje obavu, zda nemůže vést k posílení koruny až k intervenční hranici 27 CZK/EUR.

L. Lízal: Kurz koruny se doposud vyvíjí lépe, než implikuje kurzový závazek, ale s ohledem na ukončení intervenčního režimu jde o situaci komplikovanější, zvláště kdyby došlo k jeho posílení až k intervenční hladině. Kdyby pak hrozilo, že se nebudeme blížit k cíli shora, souhlasí s V. Tomšíkem, že exit může být rozfázovaný takovým způsobem, že s ukončením kurzového závazku nemusí současně dojít ke zvyšování sazeb.

M. Singer: Pochybuje, zda je pokles cen energií v Evropě důsledkem pozitivního technologického šoku, tak jako tomu je v USA, či zda jde spíše o negativní šok poptávkový. V Evropě je patrný přebytek kapacit, jejichž regulatorní omezování vede k poklesu zisků podniků. Dochází rovněž dovozům energií do Evropy a následně transferu zisků směrem k mimoevropským firmám. Vývoj cen energií má pak v Evropě protiinflační dopad, ale protože s vývojem cen energií souvisí pokles zisků místních firem a poptávky, tak obecně platí méně důvodů (než v případě pozitivního technologického šoku), proč by takovýto protiinflační šok měla měnová politika ignorovat. Souhlasí ale s poznámkou P. Řežábka ohledně dividend.

Ředitel Sekce bankovních obchodů K. Bauer: Na kurzu není patrný žádný spekulativní tlak. Souhlasí s poznámkou M. Singera o kurzové asymetrii. Když na počátku kurz posiloval ke 27,3 CZK/EUR, tak dle nepotvrzených zpráv začalo docházet k předzajištění výplat dividend, protože subjekty si uvědomily, že potenciál posílení koruny je 30 haléřů, zatímco potenciál oslabení je prakticky nekonečný, což posunulo kurz zpět k hodnotám poblíž 27,4 CZK/EUR.

M. Singer: Je přesvědčen, že domácí ekonomika nemusí v budoucnu růst pouze tempy kolem 1 %. Očekávané růsty HDP jsou konzistentní s hypotézou, že mezera produkce byla větší, než se předpokládalo. Proto i měnové uvolnění má silnější důsledky pro ekonomiku, k čemuž se přidává náběh nové řady vozů Škoda. Výsledkem je větší ekonomické oživení při stejných či menších inflačních tlacích. Ke kurzové strategii dodává, že s ohledem na předchozí komunikaci je zcela vyloučeno přistoupit ke změně intervenční hladiny kurzu bez předchozí změny časové hranice stávajícího kurzového závazku. Mnohokrát bylo komunikováno, že pokud nedojde k dramatickému protiinflačnímu šoku, tak je preferována modifikace časové hranice intervenčního režimu. Souhlasí rovněž s tvrzením, že v důsledku ekonomického oživení může dojít i k proinflačním překvapením. Rád by připomněl, že kdysi byla domácí ekonomika schopna generovat mzdové tlaky, když odbory přicházely na kolektivní vyjednávání s požadavky na 3-4 % meziroční růsty mezd. Navrhuje nepokračovat ve třetím kole diskuze a věnovat se již návrhu prohlášení bankovní rady.

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, 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, Vladimír Tomšík, Kamil Janáček, Lubomír Lízal a Jiří Rusnok. Pavel Řežábek se hlasování zdržel.

Zapsal: Bořek Vašíček, poradce bankovní rady