

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 26. června 2014

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 4. situační zprávy

M. Singer (v diskuzi o cenách brambor a očekávané inflaci za červen): K prezentaci doplňuje, že nevidí přínos v případné komunikaci, že výjimkujeme nabídkové šoky, pakliže nemají promítnutí do sekundárních efektů a inflačních očekávání. Ta postupují očekávaným směrem, nebo ne? Klesající cena brambor je dobrá zpráva a není to nic, co by mohlo vzbudit větší pozornost.

P. Řežábek (v diskuzi o cenách brambor, očekávané inflaci za červen a o výjimkování nákladových šoků): Podobná situace byla v roce 2011, kdy byl výrazně klesající výhled cen energií, což byla podstatně větší položka ve spotřebitelském koší než brambory, a podnět na výjimkování nebyl přednesen.

Odpoověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Inflační očekávání se vyvíjejí v souladu s prognózou. V posledních šesti měsících bylo v komunikaci zpochybňováno rozlišování dobré a špatné deflace. SMS navrhuje předem komunikovat, že inflace za červen bude pravděpodobně nulová nebo lehce záporná a že to neznamená velké riziko pro naplňování prognózy z hlediska dopadů oslabeného kurzu, protože k ní přispívají nefundamentální faktory jako cena brambor a zrušení poplatků ve zdravotnictví.

M. Singer: Nechce otevírat diskuzi o komunikaci na otevřeném jednání, ale konstatuje, že návrh Prohlášení je pro něho obtížně čitelný. Napoprvé to ještě bylo tolerovatelné, ale ne nyní.

V. Tomšík (v diskuzi o měnověpolitickém doporučení): Děkuje za materiály, které dobře popisují realitu. Má dotazy k návrhu rozhodnutí. V prezentaci zaznělo, že není vyloučena potřeba slabší úrovně kurzového závazku. V doporučení SMS navrhuje komunikovat, že k ukončení používání kurzu jako nástroje měnové politiky dojde později než v prvním čtvrtletí 2015. Poradce ukončení používání kurzu posunuje ještě dále a ve stanovisku píše „přínejmenším do konce roku 2015“.

Uvažuje, že pokud by byl komunikován jen odklad exitu, mohlo by to uzavírat možnost aktivnějšího používání nástroje posunu intervenční hladiny. SMS navrhuje komunikovat posun exitu a zároveň připustit, že v budoucnu může dojít ke změně intervenční hladiny kurzu slabším směrem. V takovém případě by ale musela být silnější protiinflační rizika. Žádá o vysvětlení.

P. Řežábek (v diskuzi o měnověpolitickém doporučení): Výhled inflace je na horizontu prognózy nyní téměř shodný s výhledem v listopadové prognóze, kdy se rozhodovalo o intervencích. Trajektorie inflace na rozdíl od listopadu nyní nejde do záporných hodnot, i když v prezentaci to SMS zpochybnila. Rozdíl oproti listopadu je v hladině kurzu, která je dnes jiná. Pokud bychom k tomu měli přistupovat stejně, měl by být návrh doporučení jiný. Jak SMS vnímá posun v období od listopadu, když výhled inflace je podobný?

Odpověď SMS: Dosud bylo komunikováno, že prvním nástrojem v reakci na relativně mírná nebo běžná protiinflační rizika bude prodloužení závazku. Simulace, které SMS prezentovala v měnověpolitickém doporučení a v prezentaci, ukazují, že pokud bude kurz nadále setrvávat na hladině 27,40 CZK/EUR, bylo by možné ve druhé polovině roku 2015 uvažovat o exitu. SMS původně očekávala, že nastavení intervenční hladiny 27 CZK/EUR bude představovat dostatečný „buffer“, který povede k přestřelení inflace až k 3 %. Tento předpoklad se nenaplnil.

Prodlužování platnosti kurzového závazku je účinné, ale ne natolik, aby SMS mohla vyloučit případný posun intervenční hladiny. Aktuálně to ale není preferovaná varianta. Důvodem je i to, že kurz není stejně flexibilním nástrojem jako úrokové sazby, což bylo i komunikováno. SMS nicméně nenavrhuje, aby možnost změny intervenční hladiny kurzu nezazněla. V posledním období dopady nových údajů do inflace překvapují směrem dolů.

Obrat se nicméně dostavil a je patrný ve všech důležitých indikátorech z reálné ekonomiky, trhu práce, stejně jako v inflačních očekáváním, úvěrových vztazích a v celkové situaci v ekonomice. Nové údaje vyznívají protiinflačně spíše z titulu nefundamentálních vlivů jako ceny brambor a změny ve výhledu regulovaných cen z důvodu zrušení poplatků ve zdravotnictví, což je politické rozhodnutí.

Potřeba dalšího uvolnění měnové politiky je evidentní, ale lze jej doručit, také s ohledem na předchozí komunikaci, posunem závazku s tím, že je do budoucna otevřena i možnost změny intervenční hladiny. Nová prognóza bude předpokládat exit v konkrétním čtvrtletí a bankovní rada se pak může vůči prognóze vymezit. V kontextu této malé situační zprávy SMS navrhuje komunikovat, že k exitu dojde nejdříve ve druhém čtvrtletí 2015.

Kromě nefundamentálních faktorů jako cena brambor a zrušení poplatků ve zdravotnictví působí na inflaci podstatně silnější dezinflační až deflační tlaky z eurozóny. Výhledy zahraniční cenové hladiny měřené indexem spotřebitelských i výrobních cen se v období od listopadu posunuly poměrně výrazně směrem dolů. To znamená, že je skrze dovozní ceny dováženo podstatně méně inflace. Při zhruba konstantní úrovni nominálního kurzu je reálný kurz za jinak stejných podmínek oproti očekávání méně uvolněný. Nižší zahraniční inflace vysvětluje, proč se inflace odchyloje směrem dolů, když údaje z domácí ekonomiky potvrzují obrat a vyznívají optimisticky.

Transmise uvolnění měnových podmínek působí podle očekávání, ale vlivem dezinflačních tlaků ze zahraničí se výhled inflace posunuje směrem dolů. Jediný způsob, jak se odstříhnout od dezinflace v eurozóně, je případně ještě více oslabit kurz. SMS upozorňuje na tento směr úvah a navrhuje neuzavírat tuto možnost.

K. Janáček (v diskuzi o dovozních cenách): Dotazuje se na dopady zahájení používání kurzu do dovozních cen. Lze na základě dostupných údajů odmítnout hypotézu, že dopad oslabení kurzu sice nebyl jednorázový, ale časově omezený, a postupně se vyčerpá? Odpověď na tuto otázku je relevantní i pro případné prodloužení platnosti kurzového závazku.

L. Lízal (v diskuzi o dovozních cenách): Navazuje na dotaz K. Janáčka. Do jaké míry je zpomalení růstu dovozních cen způsobeno nižším růstem cen v zahraničí?

Odpověď SMS: Výhledy zahraniční cenové hladiny měřené indexem spotřebitelských i výrobních cen se v období od listopadu posunuly poměrně výrazně směrem dolů. To znamená, že je skrze dovozní ceny dováženo podstatně méně inflace.

V. Tomšík: V rámci šetření Inflační očekávání finančního trhu jsou analytici dotazováni mimo jiné na výhled kurzu a úrokových sazeb. Uvažuje SMS, že by mohli být dotazováni na očekávaná jiná (tj. další) měnověpolitická rozhodnutí? Případná komunikace jiných

měnověpolitických nástrojů by pak mohla doručit adekvátní měnověpolitické uvolnění a nebylo by možná ani nutné měnit intervenční hladinu kurzu.

Odpoověď SMS: Před asi dvěma týdny, tj. bezprostředně po rozhodnutí ECB, čelila SMS během prezentace v Londýně dotazům na případná další měnověpolitická opatření v reakci na rozhodnutí ECB, například v podobě záporné depozitní sazby. SMS odpovídala, že zatím ČNB o dalších opatřeních neuvažuje. SMS by o dalších nástrojích uvažovala v případě posílení kurzu na hladinu 27 CZK/EUR a nutnosti rozsáhlejších intervencí. Zatím ale kurz na měnověpolitické rozhodnutí ECB nereagoval.

SMS nenavrhuje navádět analytiku k úvahám o dalších měnověpolitických nástrojích zařazením otázky do šetření.

P. Řežábek (v diskuzi o boxu): Box o srovnání Consensus Forecasts s konkurenčním Focus Economics za období 2009-2013 je zajímavý. Jak vypadá porovnání v průběhu tohoto období? Byly tyto produkty někdy blíže realitě a jindy dále?

Odpoověď SMS: Ve většině případů je Consensus Forecasts lepší, ale rozdíly jsou malé. Konkurenční produkt by musel být zřetelněji lepší než Consensus Forecasts, aby se SMS rozhodla změnit dosavadní praxi. SMS bude porovnání s konkurenčními produkty i nadále sledovat.

P. Řežábek (v diskuzi o boxu): Děkuje za odpověď na nevyslovenou otázku. Byly tyto produkty v některém období blíže realitě a v některém dále od reality? Jak se úspěšnost předpovědí vyvíjí v čase?

M. Singer (v diskuzi o boxu): SMS neodpovídá na otázku. Zkvalitňují se předpovědi ve Focus Economics?

Odpoověď SMS: Oba produkty v poslední době začaly relativně dobře předpovídat výhledy HDP, přičemž tyto výhledy se příliš nepřehodnocují. Větší odchylky jsou u inflace, kde skutečnost je systematicky níže. Dezinflace je větší, než předpovídal Consensus Forecasts i Evropská centrální banka. Univerzální odpověď tak SMS nemá a je potřeba rozlišovat predikované veličiny.

K. Janáček (v diskuzi o zásobách): Příspěvek zásob k růstu HDP byl v prvním čtvrtletí -0,6 procentního bodu, zatímco prognóza očekávala kladný příspěvek 0,9 procentního bodu. Ještě větší nárůst zásob, surovin a materiálů oproti prognóze signalizovaly výsledky konjunkturního šetření, které provádí ČNB se Svazem průmyslu. Proč se tato očekávání nenaplnila? Jde o věcný problém nebo jen o to, že zásoby jsou „odpadkovým košem“ národních účtů?

Odpoověď SMS: Rychlejší oživení prodeje zřejmě vedlo k poklesu zásob. SMS očekává korekci zásob v dalším čtvrtletí směrem nahoru.

M. Singer (v diskuzi o zásobách): Rychlejší oživení by mohlo dále snižovat zásoby?

Odpoověď SMS: Krátkodobě ano, protože nečekaně vyšší prodeje jdou ze zásob.

K. Janáček: V minulém roce, zejména ve druhém pololetí, byly výrazné rozdíly mezi tempem růstu zahraničních a domácích zakázek. V období od ledna 2014 se tyto rozdíly zřetelně snížily a růst domácích zakázek zesílil. Lze vyvodit závěr, že díky oživení domácí poptávky je a bude česká ekonomika více odolná proti případným výkyvům zahraniční poptávky, zejména v eurozóně? Nebo jde zatím o příliš krátké období na to, aby bylo možné usuzovat o trvalejších tendencích?

Odpoověď SMS: Oživení se stává plošnějším. Domácí podniky reagují na oživení zahraniční poptávky a na zlepšenou cenovou konkurenceschopnost. To se přelévá do domácí poptávky.

SMS má také evidenci od hlavního ekonoma Komerční banky, že z jejich kontaktů s podniky se zdá, že dovozci si přestávají stěžovat na oslabení kurzu, protože vidí nárůst poptávky ze strany domácích podniků, které vyvážejí. Toto přelévání je poměrně významná věc a při vysoké dovozní náročnosti vývozu a s jistým zpožděním je to součástí transmise oslabeného kurzu, která nastává v souladu s očekáváním SMS.

M. Singer: Navazuje na dotaz K. Janáčka o domácí poptávce. V Německu je patrný trvalý růst tamní domácí poptávky. Přispívají k tomu fiskální faktory? Má SMS názor na prognózu růstu v Německu, jak ji předpokládá Consensus Forecasts? Může být růst domácí poptávky v Německu výraznějším stabilizujícím faktorem ve střední Evropě?

Odpověď SMS: Podíl spotřeby na HDP v Německu roste a nezaměstnanost klesá. V Německu spotřeba domácností dlouhodobě přispívá kladně k růstu HDP. Krátkodobé zpomalení růstu americké ekonomiky nemusí mít dopad na růst spotřeby v Německu.

K. Janáček: Relativní optimismus německých domácností, který začal loni na podzim, pokračuje?

Odpověď SMS: Včera zveřejněné údaje o spotřebitelské důvěře podle GfK jsou nejvyšší za posledních asi 7,5 let.

P. Řežábek (v diskuzi o fiskálním impulsu): Na str. 16 SMS zmiňuje očekávané fiskální návrhy a uvádí, že budou zapracovány v příští prognóze. Mohly by tyto návrhy změnit dnešní doporučení, pokud by byly již nyní zohledněny?

J. Rusnok (v diskuzi o fiskálním impulsu): Sdělení obsažená v situační zprávě jsou jasná, byť realita je velmi složitá a příliš se nevyjasňuje. Má několik dílčích dotazů.

V úvodu kapitoly o veřejných rozpočtech je uvedeno, že nové informace z oblasti fiskální politiky ukazují na pravděpodobně částečnou realizaci citlivostního scénáře fiskální prognózy ze třetí situační zprávy. Tento citlivostní scénář popisoval souhrnný dopad dvou rizik. Buď by mohlo dojít k menšímu snížení přímých daní oproti základnímu scénáři, nebo by se mohlo realizovat riziko nižší schopnosti vládního sektoru čerpat evropské fondy, což by celkem znamenalo snížení fiskálního impulsu oproti základnímu scénáři z 0,8 na 0,1 procentního bodu. Kde se v tomto rozpětí podle názoru SMS a ve světle nových informací fiskální impuls nachází?

Odpověď SMS: Citlivostní scénář minulé prognózy se pravděpodobně naplní v části daňové reformy a reformy sociálního a zdravotního pojištění. Tyto návrhy, které byly avizovány v Konvergenčním programu, SMS zapracuje do základního scénáře příští prognózy. K daňové reformě tedy nedojde, a proto se fiskální expanze v roce 2015 sníží zhruba o třetinu, tj. z 0,8 na zhruba 0,5 procentního bodu. Zůstává v platnosti předpoklad SMS o kladném fiskálním impulsu vyplývajícím z urychlení vládních investic, a to jak v části hrazené z domácích zdrojů, tak v části spolufinancování z evropských fondů. Stavební zakázky vládního sektoru rostou nevídaným tempem, což je jedním z důvodů, proč si SMS myslí, že se zatím nenaplní obava z nižšího čerpání evropských fondů. Velké státní podniky investují a dohánějí zpoždění, ke kterému došlo v operačních programech.

Vláda také aktuálně předkládá do mezirezortního připomínkového řízení nové návrhy, jejichž dopady jsou řádově menšího rozsahu. Tyto návrhy SMS sleduje a vyhodnocuje. Pro letošní rok bude zřejmě v nové prognóze předpokládán lehce kladný fiskální impuls 0,2 procentního bodu. V příštím roce bude pravděpodobně znatelně kladný fiskální impuls kolem 0,5 procentního bodu.

J. Rusnok (v diskuzi o počtech stavebních povolení): Zvyšuje se stavební výroba a rostou úvěry developerům, ale na druhé straně klesají počty stavebních povolení. Jak SMS vysvětluje tento paradox?

Odpoověď SMS: SMS připouští, že jde o určitý rozpor.

M. Singer (v diskuzi o počtech stavebních povolení): V počtech stavebních povolení se to nemusí zatím projevit, protože velká zakázka znamená jedno stavební povolení stejně jako zakázka malého rozsahu.

M. Singer (v diskuzi o zaměstnanosti ve stavebnictví): Jak SMS hodnotí nesoulad mezi vývojem zaměstnanosti a produkce ve stavebnictví?

Odpoověď SMS: Produktivita práce ve stavebnictví během krize výrazně poklesla. V první fázi oživení zatím stavební podniky mají kapacity a mohou zvyšovat produkci s využitím stávajících zaměstnanců. Obrat ve stavebnictví nastal oproti jiným odvětvím později až v závěru loňského roku a v dosavadním průběhu letošního roku. Dopad do zaměstnanosti lze očekávat v nejbližších měsících.

P. Řežábek (v diskuzi o zaměstnanosti ve stavebnictví): SMS opět kličkuje a neodpovídá na otázku. SMS říká, že se stavebnictví rozbíhá a že vyšší poptávku podniky zvládají uspokojovat se stejnými počty zaměstnanců. Ty ale klesají.

K. Janáček (v diskuzi o zaměstnanosti ve stavebnictví): Není to dáno také tím, že ve stavebnictví je hodně agenturních pracovníků a také práce načerno, což statistiky nezachycují?

Odpoověď SMS: Meziroční zaměstnanost klesá.

M. Singer (v diskuzi o zaměstnanosti ve stavebnictví): Žádá o zaslání údajů o mezičtvrtletním růstu zaměstnanosti ve stavebnictví. To by mohlo být vysvětlení.

J. Rusnok (v diskuzi o vlivu slabšího kurzu na vývoz): Na str. 24 je uvedeno, že uvolnění měnových podmínek mělo dopad na vývoz zboží a služeb. Prosí o kvantifikaci, nakolik se v rostoucí dynamice vývozu podílelo uvolnění měnových podmínek a nakolik oživení zahraniční poptávky.

Odpoověď SMS: Větší část je vliv zahraniční poptávky a menší část je vliv kurzu, i tak jde ale u kurzu o vliv minimálně v rozsahu několika procentních bodů.

M. Singer (v diskuzi o vlivu slabšího kurzu na vývoz): Žádá o zaslání rozkladu e-mailem.

L. Lízal (v diskuzi o trhu práce): Prognóza očekává oproti analytikům vyšší růst mezd. Žádá o komentář k naplňování prognózy růstu mezd. Opravdu se nepotvrzuje navyšování částečných úvazků, jak uvádí poradce ve stanovisku? Je to dáno tím, že málo podniků mění odpracované hodiny, nebo se v ekonomice děje něco fundamentálního s vlivem na disponibilní příjem domácností?

M. Singer (v diskuzi o trhu práce): Žádá o odpovědi na dvě otázky poradce, jemuž děkuje za zajímavé stanovisko. Poradce nesouhlasí s tím, že vývoj na trhu práce působí mírně proinflačním směrem, a píše, že odchylky jsou nepatrné a vyhodnocení příliš silné. Druhou otázku považuje za ještě důležitější. Dosud bylo komunikováno, že trh práce reaguje se zpožděním přibližně jednoho roku. SMS nyní uvádí, že trh práce reaguje bezprostředněji na oživení ekonomické aktivity a že se pracovní úvazky oproti předpokladu prognózy zvyšují

rychleji. Pro měnověpolitické rozhodování je důležité vyhodnotit, zda dezinflační tlaky mohou být oproti názoru SMS výraznější. Zvyšování úvazků nemusí mít trvalejší charakter.

Odpoď SMS: Zpoždění je většinou tři čtvrtletí. Mezičtvrtletně přitom HDP rostl již od druhého čtvrtletí 2013. Na trhu práce nejde o výrazné změny, ale o obracení se směrem dolů. Délka zpoždění je tedy obdobná jako v minulosti. Také někteří analytici, například z Komerční banky, uvádějí, že obrat na trhu práce přichází „učebnicově“ tři čtvrtletí po obratu ve vývoji ekonomické aktivity.

Růst mezd v podnikatelské sfěře v prvním čtvrtletí je oproti prognóze o více než jeden procentní bod vyšší, což je relativně významný faktor. Byla také revidována časová řada mezd, a pokud jde o úroveň mezd, překvapení oproti prognóze není velké. Míra nezaměstnanosti je mírně nižší. SMS byla překvapena, že zkracování úvazků pravděpodobně odeznívá rychleji. SMS očekávala, že odeznívání zkracování úvazků se dostaví ve druhé polovině letošního roku, ale do značné míry bylo vidět již v údajích za první čtvrtletí. V souhrnu tak SMS vnímá mírný posun proinflačním směrem. Určité nakročení je v údajích z trhu práce viditelné.

M. Singer: Jako aktivnímu zemědělci se mu zdá, že je velmi sucho. Kolegové zemědělci si také stěžují na velké sucho. Není příliš optimistický nižší výhled cen potravin?

Odpoď SMS: Ceny světových agrárních komodit se snížily. Odhady domácí sklizně budou zveřejněny v polovině července.

M. Singer: Na str. 26 je uvedeno, že v prvním čtvrtletí 2014 došlo k výraznému poklesu dividend vyplacených nerezidentům. Může jít o změnu v chování zahraničních vlastníků v tom směru, že budou více investovat a méně stahovat hotovost, jako tomu bylo v období před krizí?

Odpoď SMS: Dividendová sezóna je v plném proudu. Pokud investoři věří v českou ekonomiku, lze očekávat, že vyplacené dividendy by mohly být nižší a reinvestice vyšší. SMS nicméně zatím neočekává, že by se poměr reinvestic a dividend vrátil k předkrizovým hodnotám.

M. Singer: Na str. 27 je nesrozumitelná věta: „Přiliv zahraničních investic přesáhl 13 miliard korun a byl výhradně spojen s předpokládanou hodnotou reinvestovaného zisku, která byla z velké části korigována hrubých odlivem v úvěrových vztazích.“ Žádá o překlad do jazyka bližšího češtině. Kapitola o platební bilanci je nejnečitelnější částí situačních zpráv, jakkoli jde o zajímavá témata.

Odpoď SMS: Čistý přiliv přímých investic je saldo, kde reinvestovaný zisk se přičítá a odliv v úvěrových vztazích odečítá. Hodnota reinvestovaného zisku je tak vyšší než kolik činí čistý přiliv přímých investic. Splacení úvěrů mateřským podnikům v zahraničí představuje snížení zahraničních přímých investic v České republice.

M. Singer: Na str. 29 je uvedeno, že dopad zrušení regulačních poplatků ve zdravotnictví do regulovaných cen činí -1,35 procentního bodu. V závorce se píše, že dopad do celkové inflace je -0,23 procentního bodu. Druhá část věty pokračuje, že dopad zavedení druhé snížené sazby DPH do regulovaných cen činí -0,15 procentního bodu. Tuto druhou část věty navrhuje také uzavřít závorkou, která by vyčíslila dopad do celkové inflace. Prosí o odpověď.

Odpoď SMS: Dopad je zanedbatelný v řádu několika setin procentního bodu, proto v textu není uveden.

M. Singer: Na str. 27 v části o vývoji finančního účtu a portfoliových investic jsou v grafu roční klouzavé úhrny, které nejsou v textu komentovány. Opět jde o umístování obrázků, které s textem nesouvisejí. Je o něm známo, že tyto způsoby psaní textů nepreferuje.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

V. Tomšík: Je přesvědčen o tom, že došlo k obratu v ekonomickém vývoji, což staví zejména na údajích o HDP v prvním čtvrtletí letošního roku. Oživení, které bylo indikováno již v údajích za čtvrté čtvrtletí, se potvrdilo i v prvním čtvrtletí. Jediná složka, která nepřispěla k růstu, jsou zásoby. Zároveň je oživení vidět i v údajích z trhu práce. Nepochybuje o tom, že oživení nastalo. Také v jedné své předchozí prezentaci uvedl, že „povánoční kocovina“, kterou někteří analytici očekávali, se nedostavila a tržby v maloobchodě nadále rostou.

Naopak překvapuje vývoj inflace. V této situační zprávě ho překvapila zejména měnověpolitická inflace. Poprvé slyšel, že na celém horizontu prognózy měnověpolitická inflace nedosáhne 2% inflačního cíle. S tím se posouvá i výhled celkové inflace, která se jen dotýká inflačního cíle a příliš ho nepřekračuje. Již nehovoří o 3% inflaci, která byla diskutována před půl rokem. Klade si otázku, odkud se generuje tento vývoj inflace. Souhlasí s vysvětlením, že transmise domácí měnové politiky do domácí ekonomiky funguje podle očekávání a že jsou dováženy ze zahraničí větší dezinflační až deflační tlaky. To má výrazný dopad do reálného kurzu, který je oproti očekávání méně uvolněný.

Klade si otázku, zda není namístě uvažovat o dalším uvolnění měnové politiky. Na základě diskuze na otevřeném jednání se ukazuje, že jsou možné pouze dvě alternativy. První znamená vydat se cestou dalšího uvažování o změně cílované hladiny kurzu. Sám ale již dříve indikoval a nyní opakuje, že za současných podmínek není zastáncem postupných změn intervenční hladiny, což by mohlo být veřejností označováno jako „crawling peg“. V této chvíli nevidí silnou potřebu pro změnu hladiny kurzu a je připraven spíše vydat se cestou deklarování posunu exitu, protože tímto způsobem ještě lze doručit adekvátní uvolnění měnové politiky. Zároveň si ale umí představit vydat silnější signál a komunikovat, že v budoucnu nelze vyloučit i slabší intervenční hladinu kurzu.

P. Řežábek: Objevují se velmi pozitivní zprávy, které znamenají, že ekonomický vývoj by mohl být za bodem obratu a že oživení by se mohlo udržet. Má určitou pochybnost u vývoje v zahraničí, který bude domácí ekonomiku i nadále ovlivňovat. Jako dvě nejdůležitější oblasti považuje vývoj americké a evropské ekonomiky. Růst americké ekonomiky „povyskočil“, ale Evropa nadále „klopýtá“ a „bojuje“. Také i významné zahraniční autority opakovaně říkají, že Evropa ještě neprošla tím, čím měla, a že nesplnila to, co by potřebovala.

Pro domácí ekonomiku z toho vyplývá negativum, že nedávné měnověpolitické uvolnění ECB v podobě záporných úrokových sazeb, ji částečně ovlivňují. Má to svoje dopady v Evropě a doufejme, že to bude mít také dopady, které jsou očekávány.

V domácí ekonomice ale není téměř žádná nepříjemná zpráva. Některé informace jsou pro něho výrazným překvapením, zejména vývoj tržeb v motoristickém segmentu, které rostou zhruba o 17 %, zatímco výroba automobilů jen okolo 8,5 %. To je velký rozdíl a znamená, že se rozbíhá nejen tuzemská výroba, ale že se nakupuje výrazně více. Klade si otázku proč, protože se nezdá, že by byla spotřebitelská důvěra tak vysoká.

Situační zpráva vyhodnocuje nové informace, hledá příčiny odchylek ve vývoji jednotlivých veličin a přehodnocuje výhledy. Bylo již dříve komunikováno, že i obyvatelé v nejnižších decilech začali hospodařit s vyrovnanými rozpočty. To potvrzují nové údaje. Nové údaje také

ukazují na větší obezřetnost při čerpání spotřebitelských úvěrů. Informace o růstu mezd neposkytují úplný obrázek o chování spotřebitelů.

Některé zajímavé zprávy mají podle jeho názoru také větší dopad a nebyly diskutovány na dnešním jednání ani v situační zprávě. V České republice jsou ve srovnání s jinými evropskými zeměmi relativně vysoké náklady na bydlení a nevypadá to, že by se měly snižovat. Za druhé, začínají se „probouzet“ ceny nemovitostí, což by mohlo být rizikem při relativně nízkých úrokových sazbách. Zdůrazňuje přitom podmiňující způsob. Za třetí, začala sklizeň a zemědělci indikují výrazný propad očekávané sklizně. Toto jsou protichůdné faktory, které hovoří o tom, že vyhodnocení situace není jednoduché a asi ještě dlouho nebude.

Další zajímavou zprávou je objem vyhlášených veřejných zakázek, který je největší od roku 2008, a jeho dopad do fiskálního impulsu. Prostředků je k dispozici relativně mnoho a je otázkou, jak se jejich využití promítne. Zčásti může jít také o opožděné zakázky v důsledku předchozích problémů s vypisováním veřejných zakázek ve středních Čechách.

Komentuje výhled inflace. Přání obyvatel ohledně zvýšení inflace jsou protichůdná. Výhled inflace je nejasný a je obtížné predikovat, zda povyskočí o dvě nebo tři desetiny procentního bodu více nebo méně. Problémy Evropy a rozdílnost protichůdných informací jsou relativně velké.

Využití kurzu bylo jistým zásahem do ekonomiky a jak je známo, každý systém, který funguje na určitých principech, se snaží negativní dopady částečně absorbovat nebo zmírnit. Je otázka, zda ekonomika, která hledá další novou rovnováhu v období po zahájení intervencí, alespoň částečně dopad kurzu nevyhladila.

K. Janáček: Ve shrnutí čtvrté situační zprávy se uvádí, že simulace provedená na základě nových dat posouvá výhled celkové inflace na celém predikčním horizontu směrem dolů, měnověpolitická inflace leží na celém horizontu do konce roku 2015 pod cílem a že fixace kurzu na úrovni 27 CZK/EUR nezajišťuje uvolnění měnových podmínek v potřebném rozsahu. Zároveň je uvedeno, že z toho vyplývá potřeba méně výrazného zvýšení úrokových sazeb oproti prognóze z třetí situační zprávy v ekvivalentu jen jednoho zvýšení repo sazby v prvním čtvrtletí 2015 namísto dvou zvýšení. Dále jsou uváděny hypotézy o výhledu cen potravin a o méně expanzivní vládní politice a také o snížení výhledu cen agrárních komodit na světových trzích. To vše přes mírně proinflační působení zřetelně oživené domácí ekonomiky, především trhu práce, což ukazují statistické údaje o růstu mezd včetně mediánu mezd, zaměstnanosti a zejména objemu mezd. Základní zprávou čtvrté situační zprávy je, že se dostavilo oživení domácí ekonomiky, ale inflační tlaky jsou stále utlumené, stejně jako v zahraničí. Pro měnověpolitické rozhodování ze situační zprávy i z měnověpolitického doporučení vyplývá za prvé ponechat úrokové sazby beze změny a komunikovat jejich setrvání na stávající úrovni po delší dobu, a za druhé potvrdit závazek v případě potřeby neomezeně intervenovat na devizovém trhu na oslabení koruny na hladině poblíž 27 CZK/EUR, pokud to bude potřeba pro uvolnění měnové politiky s tím, že k ukončení používání kurzu jako nástroje měnové politiky dojde později než v prvním čtvrtletí roku 2015. S těmito závěry souhlasí a nemá námítky.

Má dvě poznámky. Za prvé, opuštění počátku roku 2015 jako termínu ukončení používání kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky a posunutí termínu je rozumný návrh. Podotýká, že trhy posun exitu očekávají. Myslí si, že plynulý přechod k této nové komunikaci nebude představovat žádný šok. Za druhé, konstatování v situační zprávě, že nové údaje nevylučují ani potřebu slabší úrovně kurzu, než je vyhlášená hladina kurzového závazku, je objasněno v měnověpolitickém doporučení tak, že protiinflační rizika vyplývající z aktualizovaného scénáře nedosahují takové intenzity, aby byla zvažována jiná hladina kurzového závazku. Upozorňuje, že jsou určité rozdíly mezi měnověpolitickým doporučením a textem situační

zprávy. Kurz se poměrně stabilně drží u hladiny 27,40 CZK/EUR již několik měsíců, takže trhy za nás pracují, což by mohlo při odložení termínu ukončení používání kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky trvat i nadále. Větu ze situační zprávy o tom, že není v budoucnu vyloučena změna hladiny kurzu a která bude publikována, chápe tak, že je míněna jako výstup modelových simulací a SMS nyní nenavrhuje další oslabení kurzu.

J. Rusnok: Již zaznělo, že situační zpráva prezentuje soubor indikátorů, které ukazují, že oživení ekonomiky nastalo. Lze diskutovat o jeho intenzitě a udržitelnosti, ale pro tuto chvíli a pro tuto situační zprávu to není natolik podstatné. Také již zaznělo a souhlasí s tím, že překvapuje intenzita rezistence inflačního vývoje. To je nicméně do značné míry vysvětleno tím, že domácí ekonomika je mimořádně otevřená a závislá na zahraničním prostředí, takže dováží dezinflaci či dokonce deflaci ze západní Evropy. To je objektivní a měnovou politikou obtížně ovlivnitelný faktor. Některé indikátory potvrzují oživení, také i na trhu práce, i když ve stanovisku poradce se správně zmiňuje otázka míry optimismu ohledně vývoje na trhu práce. Upozorňuje, že trh práce možná vypadá lépe také kvůli tomu, že letos byla velmi mírná zima. Naopak extrémní zima ve Spojených státech je mimo jiné důvodem nižšího růstu americké ekonomiky v prvním čtvrtletí. Sdílí nicméně s poradcem do jisté míry to, že nevidí příliš optimisticky případné výraznější nabírání zaměstnanců a eliminaci rezervní kapacity na trhu práce. Myslí si, že ekonomika dlouhodobě směřuje spíše k pracovně úsporným činnostem. Také ze struktury nových investic vyplývá, že jsou pracovně relativně nenáročné. Je to dáno také velmi vysokým zdaněním práce, kdy se podnikům v podstatě příliš nevyplácí nabírat zaměstnance. Do určité míry je to kompenzováno únikem do kategorie osob samostatně výdělečně činných.

V tomto kontextu respektuje a akceptuje doporučení SMS, které odpovídá analýze situace. Jeho výhrady k doporučení jsou velmi malé. Rozumí tomu, že není ochota zavazovat se na příliš dlouhé období, na druhou stranu si ale myslí, a to již zmínil K. Janáček, že trhy již očekávají odsunutí termínu exitu. Nebál by se posunout komunikační návrh v tom, že rozhodnutí o exitu bude až ve druhém pololetí 2015. Zdá se mu, že toto posunutí z druhého čtvrtletí na druhé pololetí stále ještě není příliš omezující z hlediska délky, a zároveň tento návrh více vystihuje realitu, která je pod tlakem dezinflačních tendencí plynoucích ze zahraničí, a trh to takto již víceméně akceptoval. Toto je jeho návrh na změnu komunikační formulace.

L. Lízal: Většina podstatných informací již zazněla. Z hlediska zahraničního vývoje, který ovlivňuje domácí ekonomiku, jsou v eurozóně nadále patrné dezinflační tendence, ať jde o harmonizovaný index spotřebitelských cen nebo o ceny výrobců. Vnější prostředí nevykazuje žádné cenové růsty, což je pro domácí ekonomiku nepříjemné. Rizika jsou pro něho svázána s měnověpolitickým rozhodnutím ECB, zda bude působit takovým způsobem, aby došlo k odeznění dezinflačních tendencí a k žádoucímu nejen ekonomickému, ale i inflačnímu vývoji směrem k inflačnímu cíli ECB.

Z hlediska vývoje domácí ekonomické aktivity je evidence o oživení jednoznačná. Na druhou stranu nejsou patrné žádoucí inflační tlaky a stále se potýkáme s tím, jakým způsobem se bude česká ekonomika vyvíjet a zda bude plněn cíl v podobě nízké stabilní inflace. Z tohoto pohledu vnímá dva protichůdné faktory. Jedním, jak již bylo uvedeno, je pomalejší růst dovozních cen. Jako určité pozitivum vnímá naopak odhadovaný růst mezd, který by mohl být jedním z pozitivních faktorů, který může přispívat k doručení měnověpolitického závazku.

Dosud nezaznělo, že na rozdíl od minulosti došlo také k růstu rychlosti obratu peněžních agregátů, což vnímá jako jeden ze signálů, který je dostatečně výmluvný a potvrzuje, že oživení se dostavuje. To má pro měnověpolitické rozhodování zásadnější význam.

Vyhodnocení situační zprávy shrnuje tak, že vyznívá určitým způsobem dezinflačně. S tím se ztotožňuje a takto vyznívala i předchozí velká situační zpráva, kdy se nadto domníval, že dezinflační rizika byla oproti tehdejšímu předpokladu větší. Celkově souhlasí s měnověpolitickým doporučením, ať už se jedná o posunutí horizontu, tak i o tom, zda otevřít do budoucna možnost změny intervenční hladiny. Pokud by se nadále dovážela do domácí ekonomiky deflace, bylo by dobré na to trhy předem připravit. Ohledně exitu navrhuje formulaci, že by mohl nastat v polovině roku 2015. Tento návrh připouští flexibilitu oběma směry.

M. Singer: V úvodu svého vystoupení se vymezuje vůči tvrzení P. Řežábka, že použití kurzu mělo negativní dopady, které ekonomika částečně vyhladila. Je přesvědčen o tom, že rozhodnutí o intervencích bylo správné. Odkazuje na nové informace včetně toho, že prostředí v eurozóně je nízkoinflační či velmi blízko deflace, což někteří očekávali.

Dvě věty ze situační zprávy jsou pro něho nejdůležitější, a sice že předpokládaná fixace kurzu nezajišťuje měnové uvolnění v potřebném rozsahu, jak řekl i K. Janáček, a že nové údaje zvyšují pravděpodobnost pozdějšího opuštění používání kurzu.

Pokud jde o pozitivní zprávy, tuhá zima ve Spojených státech poněkud zmírnila optimismus ohledně růstu tamní ekonomiky, ale lze doufat, že jde jen o efekt tuhé zimy. Mezi pozitivní zprávy patří například včerejší údaje o spotřebitelské důvěře v Německu, které mírně tlumí zklamání z předchozích publikovaných předstihových ukazatelů pro německý průmysl, které byly naopak negativní.

Hlavním poselstvím situační zprávy je, že se celkově pozvolna kumulují dezinflační rizika bez vyhlídek na zaznamenáníhodné inflační faktory, pakliže nedojde k naplnění dramatických geopolitických rizik, které ale v tuto chvíli není možné předvídat.

Z toho vyplývá, že měnověpolitické doporučení je posunout exit. S tím souhlasí. S ohledem na vývoj podnikových investic se mu nezdá, a v situační zprávě se to také objevuje, že by domácí podniky odkládaly investice a čekaly na posílení kurzu v období po opuštění závazku. K tomu by naopak mohlo přispět případné neodsunutí exitu. Zahraniční investoři mají opačnou motivaci. V souhrnu se mu nezdá ten posun dramaticky významný, jak se mohl jevit dříve, byť stále významný je.

Zvažuje, zda komunikovat posunutí exitu nejméně do poloviny příštího roku nebo nejdříve ve druhé polovině příštího roku spíše než druhého čtvrtletí. Příliš se mu nelíbí termín polovina roku, protože to může znamenat již květen. Proto navrhuje použít slovo „nejméně“. Pokud není vůle komunikovat „nejméně do poloviny roku 2015“, což by pro trhy nebyl velký šok, lze použít „nejméně do druhého čtvrtletí 2015“ s tím, že není vyloučen další odklad exitu. Tím by se také naplnilo očekávání trhu.

Co se týče možnosti využít změnu kurzu, odvolává se na včerejší jednání se zástupci Mezinárodního měnového fondu, kterého se účastnil spolu s K. Janáčkem a L. Lízalem, kde bylo navrhováno netrápit se tím, že inflace je nižší kvůli výjimečným faktorům jako poplatky ve zdravotnictví, zejména v okamžiku, pokud by inflační očekávání, sekundární efekty a také i rychlost oběhu peněz, která je pro něho důležitá, signalizovaly, že k oživení dochází a že transmisní mechanismy se nevyčerpávají. Ty se vyčerpávaly v minulém roce, kdy rychlost oběhu peněz po dlouhou dobu zpomalovala, což pro něho bylo jedním z velmi varovných signálů toho, co se v ekonomice dělo. Z toho hlediska by se vyjímatelnými faktory inflace příliš nezatežoval a takto by to i komunikoval. Pokud stoupá rychlost oběhu peněz, obnovuje se efektivnost transmise a očekávání inflace jsou na dvou procentech, nemyslí si, že zrušení poplatků ve zdravotnictví představuje aktuálně velký problém. Situace je pozitivní v tom, že reálná poptávka je podmíněna tím, že měnová autorita plní inflační cíl a že tedy nehrozí odkládání nákupů, a také je posílena tím, že klesají některé výdaje. V tom nevidí problém. Pokud by ale začalo docházet k odchýlnému vývoji, mohl by to pro něho být důvod

začít zvažovat změnu intervenční hladiny, protože by byla na místě silná obava z pádu do deflační pasti, ze které by nebylo možné se dostat bez mimořádných opatření nebo dokonce i opatření fiskální politiky. Jak ale říkal, očekávání se zvýšila a rychlost oběhu peněz se zvyšuje. To vidí jako důležité faktory.

V. Tomšík: Navazuje na vystoupení M. Singera a do druhého kola má dvě poznámky zejména kvůli minutes. Byl by rád, kdyby v minutes byla formulace v jednotném nebo množném čísle, že zazněl názor, že hrozba usídlení dlouhodobé deflace byla zahájením používání kurzu odvrácena a že není vyloučeno, že jednorázové šoky mohou krátkodobě dostat inflaci do záporných hodnot. Rizika v tomto směru existují, například výhled cen brambor.

Druhá poznámka se týká zahraniční inflace. Velmi si uvědomuje, že domácí ekonomika je velmi otevřená a že dováží dezinflační tlaky ze zahraničí. V první kole zaznělo, že jde o zahraniční spotřebitelské i výrobní ceny. Významným faktorem, který zatím nezazněl, je velmi slabá dynamika úvěrů v eurozóně. Obává se, že poměrně významným impulsem, netroufá si říct, zda pozitivním nebo negativním, mohou být výsledky „asset quality review“ a zátěžových testů na podzim. To může mít dopad na zahraniční inflaci a také na domácí ekonomiku. Pro něho to může být spouštěčem úvah o případném posunu intervenční hladiny kurzu. Netrvá na tom, aby návrh SMS, že není vyloučen slabší kurz, zazněl v Prohlášení. Stačilo by mu, aby v minutes bylo uvedeno, že zazněl názor, že není možné do budoucna vyloučit potřebu změnit intervenční hladinu kurzu slabším směrem.

Souhlasí s návrhem posunout termín exitu na druhé čtvrtletí 2015 s tím, že není vyloučen další posun.

L. Lízal: V modelových simulacích, kde se současná úroveň kurzu předpokládá až do konce roku 2015, je výhled inflace stále v blízkosti cíle. Z tohoto pohledu je pro něho jakýkoli posun termínu exitu v pořádku a aktuálně nebude znamenat chybu, ať už to bude nejdříve první čtvrtletí nebo minimálně první pololetí. Spíše si myslí, že exit může nastat později než dříve s ohledem na dovoz dezinflačních tlaků. Spouštěčem úvah o změně intervenční hladiny by byla situace, kdy by se predikce inflace dostala pod toleranční pásmo cíle. Pak by opět vyvstala otázka, zda je možné při takovém výhledu inflace obhájit měnovou politiku z pohledu plnění inflačního cíle.

M. Singer: Aktuálně pozorovaná mírná protiinflační rizika nejsou důvodem k diskuzi o změně hladiny kurzového závazku. To je pro něho klíčová formulace. Naplňování rizik a případně vznik nových rizik by mohlo znamenat jiné vyhodnocení. Aktuálně pozorovaná rizika ale tak dramatická nejsou.

J. Rusnok: Navazuje na vystoupení M. Singera, se kterým souhlasí. Upřesňuje, co myslel pod posunem ohlášeného termínu exitu. Pro posun se mu zdá být důležitá reflexe stávající analýzy a doporučení, dále reflexe toho, jak trh vnímá situaci, a také naplnění dosavadní komunikace, že až dojde k ukončení režimu používání kurzu, není předpokládán návrat kurzu na předintervenční hladinu. Myslí si, že to stále platí a je potřeba to obhajovat. Je potřeba také brát v úvahu i očekávání, byť pomalu odeznívající, na brzký exit a následné posílení kurzu. Posunem exitu se vytváří tlak na tato očekávání v tom směru, že bude jiná úroveň kurzu, která se promítne do cenové hladiny a dalších nominálních veličin. To měl mimo jiné na mysli ve svém vystoupení.

III. Úkoly

Bankovní rada ukládá řediteli sekce měnové a statistiky p. Holubovi zaslat e-mailem:

- 1) údaje o mezičtvrtletním růstu zaměstnanosti ve stavebnictví;
- 2) kvantifikaci, nakolik se v rostoucí dynamice vývozu zboží a služeb podílí uvolnění měnových podmínek a oživení zahraniční poptávky.

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: Kamil Galuščák, poradce bankovní rady