

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 31. července 2014

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 5. situační zprávy

V. Tomšík (v diskuzi o potřebném uvolnění měnové politiky a termínu exitu): Poznává, že celková i měnověpolitická inflace se nachází pod dolní hranicí tolerančního pásma inflačního cíle, je dokonce na hranici deflace. Prognóza přesto ukázkově směřuje v horizontu měnové politiky na 2% inflační cíl. To se děje v situaci, kdy není navrhováno ani snížení úrokových sazeb, ani aktivnější používání měnového kurzu jako dalšího nástroje měnové politiky. Táže se, zda se lze opravdu takto dostat z hranice deflace do inflačního cíle pouze tím, že bude docházet k neustálému odkládání termínu exitu. Dále se táže, zda v případě, že by byl stále k dispozici nástroj úrokových sazeb, by přišla sekce měnová a statistiky (dále jen SMS) s návrhem snížení sazeb. Jak velké snížení by to bylo? Nenacházíme se „behind the curve“? Navrhuje dnešní situaci z pohledu potřeby měnového uvolnění zhodnotit ve standardních termínech počtu snížení sazeb, aby bylo jasné, v jaké situaci se z pohledu měnové politiky nacházíme.

Dotaz dále rozšiřuje na perspektivu celkového ekonomického příběhu. Nyní se nacházíme na hraně deflace, za rok a půl se inflace dostane na inflační cíl. V tomto kontextu se táže, odkud se inflační tlaky, které dostanou inflaci na cíl, vezmou. Inflace dovozních cen bude nízká, kurz SMS nenavrhuje posunout, tj. SMS očekává oživení domácích inflačních tlaků. Odkud se tyto inflační tlaky vezmou? Bude v tomto ohledu opravdu zásadní předpokládaný růst mezd? Lze očekávat, že se nárůst mezd přelije do spotřeby? Dále se táže, zda lze u přelítí vyšších mezd do spotřeby odhadnout jeho zpoždění. Je předpokládaný horizont roku či roku a půl dostatečný? Dodává, že z pozorovaného nárůstu investic lze očekávat, že poroste i potenciální produkt, což bude tlumit inflační tlaky z domácí ekonomiky. Odkud se tedy bere domácí inflační příběh?

M. Singer (v diskuzi o potřebném uvolnění měnové politiky a termínu exitu): Poznává, že nechce na úrovni bankovní rady nyní rozpoutávat fundamentální diskuzi, ale domnívá se, že na základě prezentace situační zprávy i stanoviska poradce je třeba se tázat, zda jsou rizika prognózy inflace vnímána opravdu jako vyrovnaná. Jinak řečeno, zda je CPI inflace tažena k inflačnímu cíli v roce 2016 prognózou, nebo modelem. Poradce zastává názor, že se jedná spíše o důsledek předpokladů o šocích zvolených ke konstrukci prognózy a o model samotný než o fundamenty. Táže se, zda má SMS nějakou představu o kvantifikaci sekundárních průsaků devizových intervencí do inflace v čase, tj. průsaků přes mzdy a oživení reálné ekonomiky. Primární průsak přes dovozní ceny se do velké míry již odehrál. U něj navíc hrály roli nižší než očekávané inflační tlaky z eurozóny. Připomíná diskuzi se SMS z listopadu roku 2013 na téma přestřelení kurzu na 27 CZK/EUR. Nyní je hlavní poselství situační zprávy takové, že rizika prognózy jsou vyrovnaná a závazek bude určitě ukončen ve třetím čtvrtletí 2015. Dodává, že je fascinován přesností, s jakou byl termín vystoupení z kurzového závazku pojednán v prvním návrhu prohlášení bankovní rady. A v této situaci začíná SMS naznačovat, že možná bude nutné posunovat hladinu

kurzu. Domnívá se, že ani SMS samotná nemá hlavní poselství situační zprávy vyjasněné. Vůbec se neztotožňuje se snímkem v prezentaci, který popisuje navrhovanou komunikaci. Domnívá se, že i tento snímek reflektuje nejasnost názoru SMS. Hlavní důvod této nejasnosti je v nejistotě o tom, jak přesně fungují průsaky oslabení kurzu při zavedení kurzového závazku do ekonomiky. Upřesňuje dotaz a táže se tedy, jakou má SMS představu o sekundárním průsaku přes korigovanou inflaci.

Odpověď SMS: V úvahách stále narážíme na fakt, že kurz je méně flexibilní nástroj. V současné situaci a při možnosti snižovat sazby by SMS o jistém snížení uvažovala.

M. Singer (v diskuzi o potřebném uvolnění měnové politiky a termínu exitu): Poznává, že kurz ve scénáři s endogenním kurzem prezentovaném v měnověpolitickém doporučení vystoupá na hladinu 27,90 CZK/EUR, což dle palcového pravidla a se stávající hladinou kurzu naznačuje jedno až dvě snížení sazeb o 0,25 p.b.

Odpověď SMS: SMS by pravděpodobně doporučila jedno až dvě snížení sazeb o 0,25 p.b. Nyní ovšem takový nástroj není k dispozici. SMS se ale nedomnívá, že by situace nazrála na změnu hladiny kurzového závazku. SMS proto zcela záměrně navrhla měnověpolitické doporučení z hlediska komunikace možného posunu kurzové hladiny závazku takto silně.

M. Singer (v diskuzi o potřebném uvolnění měnové politiky a termínu exitu): Poznává, že navržená komunikace není přijatelná s ohledem na míru nejistoty, které aktuálně čelíme. Dodává, že situace by byla jiná, kdyby SMS znala profil průsaku oslabení kurzu při zavedení kurzového závazku do inflace s přesností na čtvrtletí. Nepovažuje za možné komunikovat možnost změny kurzové hladiny zároveň s termínem exitu z kurzového závazku uvedeným s přesností na čtvrtletí. Z hlediska fundamentální nejistoty takovou komunikaci považuje za absurdní.

Odpověď SMS: SMS navrhovala formulaci, která z jejího pohledu vyjadřovala to, že třetí čtvrtletí roku 2015 představuje střední odhad termínu exitu, což znamená, že to může být o něco málo dříve, nebo naopak později.

M. Singer (v diskuzi o potřebném uvolnění měnové politiky a termínu exitu): Poznává, že veřejnost nechte slovo „střední“ jako „pravděpodobný“. Takovou formulací by bylo v zásadě řečeno, že ČNB je schopná říci, ve kterém čtvrtletí závazek skončí. Domnívá se, že to v tuto chvíli není možné takto přesně deklarovat, zvláště s mírou znalostí o průsaku oslabení kurzu při zavedení závazku do cen v situaci, kdy se něco takového děje poprvé. Sekundární průsaky budou pozorovatelné teprve nyní a bude možné zjistit, do jaké míry se naplní očekávání o míře průsaku.

Odpověď SMS: Sekundární průsaky se realizují zatím pouze v rovině odeznění předchozího protiinflačního působení domácí ekonomiky. Ekonomika zatím ještě nevytváří tlaky na růst cen. Tyto tlaky ale na výhledu SMS nijak zásadně nepřehodnocuje. Graf rozkladu celkových inflačních tlaků vypadá z hlediska inflace cen mezispotřeby v podstatě stále stejně, jak vypadal před půl rokem. Méně fundamentálních tlaků lze pozorovat v rámci inflace dovozních cen, což představuje primární efekt zavedení kurzového závazku. Kurz samotný se přitom nepromítá méně, dochází ovšem k importu daleko silnějších deflačních tlaků z eurozóny. Prognóza dovozních cen je odvozena od zahraničního PPI, jehož růst pro letošní rok je odhadován na -1 %. V listopadu 2013 byl odhad růstu zahraničního PPI asi 1,5 %, což představuje velice výrazný posun z pohledu toho, co je importováno ze zahraničí. Dochází proto k odkladu dosažení inflačního cíle

a nedochází ani k původně prognózovanému přestřelení cíle, které bylo původně zamýšlené. SMS vnímá prognózu jako nevychýlený odhad s vyrovnanými riziky.

SMS poznamenává, že nesouhlasí se stanoviskem poradce. SMS v komentáři vidí určité nepochopení a dodává, že v prognóze jsou UIP šoky vytvářeny jako poslední. Nejprve jsou implementovány poptávkové a nabídkové šoky z hlediska výhledu zahraničí, prognózy regulovaných cen, krátkodobé prognózy, fiskálního impulsu apod. Až po zapracování těchto šoků, které je možné anticipovat, se zjišťuje, jak výrazné kurzové šoky jsou potřeba k dosažení inflačního cíle. Není realistické pak v této fázi dodávat jiné například protiinflační poptávkové šoky. Měnová autorita nebude generovat protiinflační poptávkové šoky nebo žádat vládu o fiskální restriktci. Šoky jsou vkládány tam, kde měnová autorita může ekonomiku ovlivnit, což je devizový trh. Z tohoto pohledu SMS vnímá jí používanou techniku tvorby podmíněných prognóz jako nejlepší možnou. Z technických důvodů žádné vychýlení SMS nevidí. SMS nevyklučuje, že se nějaké protiinflační poptávkové překvapení objeví. Ale stejně se může objevit překvapení v opačném směru. U cen potravin je předpokládán meziroční růst 2 %, což vychází z hodnoty v ustáleném stavu a předpokladů normální úrody. Může se stát, že úroda bude menší, což by představovalo proinflační riziko. V tuto chvíli vnímá SMS rizika jako symetrická.

V diskuzi k inflačním tlakům SMS poznamenává, že u cen neobchodovatelných položek lze v poslední době pozorovat výrazný nárůst (služby apod.). To SMS považuje za informativní ukazatel toho, jak se vyvíjí domácí inflační tlaky.

V. Tomšík (v diskuzi o inflačním polštáři při exitu): Cituje ze situační zprávy větu, která ovšem není určena ke zveřejnění: „Prognóza tak konkrétně předpovídá, že po opuštění deklarované intervenční hladiny na konci roku 2015 měnový kurz posílí jen o 0,1 CZK/EUR a do konce roku 2016 bude postupně zpevňovat na hladinu 26,6 CZK/EUR.“ (str. 2). Doplnuje, že příběh za tímto výrokem je následující. Změna nominálního kurzu probublá do nominální hladiny, a tak nebude výrazný tlak na jeho posílení. Ovšem posílení o pouhý 0,1 CZK/EUR považuje za velmi malé. Navíc s tímto výhledem je konzistentní předpoklad dvou až třech zvýšení úrokových sazeb o 0,25 p.b., což povede k nárůstu úrokového diferenciálu. Přesto SMS očekává takto slabé posílení kurzu. Vyjadřuje nad tímto aspektem prognózy pochyby. Táže se, nakolik je mírné posílení kurzu konzistentní s výrazným nárůstem sazeb.

P. Řežábek (v diskuzi o inflačním polštáři při exitu): K exitu z kurzového závazku ve čtvrtém čtvrtletí roku 2015 poznamenává, že aktuální prognóza implikuje velice malý polštář inflace nad inflačním cílem, a nemůže tedy dojít po exitu z kurzového závazku k výraznému posílení kurzu, aby nedošlo k opětovnému podstřelení inflace. To považuje za velkou změnu oproti původnímu předpokladu uváděnému při vstupu do kurzového závazku, kdy bylo řečeno, že bude potřeba výraznější polštář. Diskutovalo se, že inflace by se měla blížit k hodnotě 3 %. Došlo tedy k výrazné změně filozofie ohledně okolností vystoupení z kurzového závazku. Rád by k této změně filozofie slyšel komentář.

Odpověď SMS: Posun navržený SMS v komunikaci odráží to, že hladinu kurzu 27 CZK/EUR SMS vnímá jako nezbytné minimum.

M. Singer (v diskuzi o inflačním polštáři při exitu): Poznamenává, že z opatření, které mělo posunout inflaci nad cíl, se stalo nezbytné minimum.

Odpověď SMS: Nárůst protiinflačních faktorů ze zahraničí a propad regulovaných cen a cen potravin je výrazný. Ani hladina 27 CZK/EUR na inflační cíl inflaci nevede. Již je nutné předpokládat udržení kurzu na hladině 27,40 CZK/EUR.

V. Tomšík (v diskuzi o ekonomických výsledcích nefinančních podniků a mezeře marží): K ekonomickým výsledkům nefinančních podniků (str. 51 a 52) poznamenává, že lze pozorovat historicky nejvyšší růst provozního zisku v nefinančních podnicích. Přesto prognóza očekává další pokles mezery marží ve spotřebitelském sektoru. Podniky vydělávají, ale marže jsou velice stlačené. Táže se na konzistenci tohoto pozorování.

K. Janáček (v diskuzi o ekonomických výsledcích nefinančních podniků a mezeře marží): Připojuje se k otázce na konzistenci pozorovaných výsledků nefinančních podniků a modelem odhadnuté mezery marží.

Odpověď SMS: SMS chápe, že výrazný růst provozních zisků a pokles již tak záporné mezery marží vzbuzuje pochybnosti. Vazba mezery marží na finanční hospodaření je velice slabá. Je nutné si uvědomit, že mezera marží představuje v modelu dopočtový ukazatel, který porovnává vývoj inflace s náklady. Inflaci nyní výrazně snižují ceny potravin, marže se tedy rozevírají. Ceny potravin mají velkou váhu v CPI, ale malou váhu v domácím zpracovatelském sektoru. V datech ze zpracovatelského sektoru lze pozorovat pozitivní vývoj, ale marže dále klesají.

Tuto diskuzi lze vztáhnout k úvaze o vlivu prodloužení platnosti kurzového závazku. Ani primární průsah oslabení kurzu do cen není ještě kompletní. Input-output tabulka diskutovaná na začátku letošního roku kvantifikovala vliv oslabení kurzu na inflaci na 1,8 p.b. včetně kanálu skrz dovážené vstupy. Nyní pozorujeme zatím dopad něco přes 1 p.b., takže stále z toho primárního kanálu něco zbývá. Při prodloužení kurzového závazku pak ti, co měli při jeho zavedení pocit, že jsou schopni jeho zavedení na dobu roku či roku a půl překlenout, dostanou další signál, že oslabení musí promítnout do cen. Stlačení marží předpokládané prognózou se pak začne zmírňovat, tj. jejich mezera se začne posouvat směrem k nulovým až kladným hodnotám, což zesílí tlak na návrat inflace k cíli v podmínkách uzavírajících se marží.

SMS zdůrazňuje, že mezera marží představuje marže na domácím spotřebitelském trhu. Zlepšení marží lze pozorovat na exportních trzích. Z toho pak vychází pozorované zlepšující se provozní hospodaření firem. Na domácím trhu jsou marže stlačené.

P. Řežábek (v diskuzi o sezónním očištění tržeb v maloobchodě): U tržeb v maloobchodě včetně motoristického segmentu za květen pozoruje poměrně výrazný rozdíl mezi pozorovaným meziročním růstem (-0,6 %) a příslušným sezónně očištěným údajem (1,4 %). U prodeje a opravy motorových vozidel je tento rozdíl ještě výraznější (pozorovaný meziroční růst je -2,8 % a sezónně očištěný údaj pak 2,6 %). Táže se na vysvětlení. Doplnuje, že svátky 1. května a 8. května stejně jako minulý rok připadly na pracovní dny (minulý rok byly tyto svátky ve středu, tento rok ve čtvrtek), čili se nejedná o důsledek rozdílného počtu pracovních dní.

M. Singer (v diskuzi o sezónním očištění tržeb v maloobchodě): Doporučuje zaslat vysvětlení velkého rozdílu mezi pozorovanou hodnotou a sezónně očištěným údajem u tržeb v maloobchodě emailem.

Odpověď SMS: Státní svátek připadající na čtvrtek zvyšuje pravděpodobnost dovolených v pátek, což může být jedno z vysvětlení.

P. Řežábek (v diskuzi o sezónním očištění tržeb v maloobchodě): Rozdíl dvou procentních bodů v důsledku sezónního očištění považuje přesto za výrazný.

M. Singer (v diskuzi o sezónním očištění tržeb v maloobchodě): Poznámává, že jeden den v měsíci může představovat 3 p.b.

P. Řežábek: SMS prezentuje vyrovnanou bilanci rizik prognózy. Na minulých jednáních byla bilance rizik spíše protiinflační. Táže se na důvod posunu ve vnímání rizik prognózy zvláště v situaci, kdy se v měnověpolitickém doporučení zmiňuje potřeba kurzu na hladině 27,9 CZK/EUR (str. 2).

Odpověď SMS: Při zpracování nové prognózy byly údaje vystupující v předchozích situačních zprávách ve formě rizik zapracované do prognózy, a i proto došlo ke snížení prognózy inflace na celém horizontu (dosažení inflačního cíle se odkládá do druhé poloviny roku 2015).

P. Řežábek (v diskuzi o spotřebě domácností, míře úspor a růstu mezd): K očekávanému nárůstu spotřeby domácností poznamenává, že z perspektivy čtvrtletních dat je tento pohled možná adekvátní, protože čtvrtletně došlo k nárůstu maloobchodních tržeb. Z pohledu měsíčních údajů lze ale v květnu pozorovat u tržeb v maloobchodě výrazné zpomalení. Doplnuje, že k tomuto očekával více informací. K růstu spotřeby domácností dále poznamenává, že z rodinných účtů vyplývá, že tento růst byl významně tažen pojistným. Vyjadřuje pochyby nad tím, zda právě tato položka může indikovat změny trendu ve spotřebě domácností, a tím budoucí růst inflace. Žádá o komentář. Z detailního pohledu na oživení spotřeby domácností, které nenastalo u statků dlouhodobé spotřeby, a růstu maloobchodních tržeb včetně motoristického segmentu vyvozuje, že nákup automobilů může být prováděn spíše firmami než domácnostmi. V takovém případě by bylo zajímavé zjistit, zda se jednalo o nákupy „státu“ nebo soukromých subjektů, protože v takovém případě by byla částečně zpochybněna historka o oživení domácí ekonomiky. Růst spotřeby byl tažen především pojistným, stravovacími službami, částečně pak položkami bytové vybavení a zařízení domácností. Doplnuje, že tuto strukturu růstu spotřeby nepokládá za konzistentní s ekonomickým příběhem oživení prezentovaném v prognóze.

M. Singer (v diskuzi o spotřebě domácností, míře úspor a růstu mezd): K míře úspor domácností poznamenává, že i přes výhled jejího růstu se zdá, že nedojde k nárůstu nad úroveň pozorovanou na počátku roku 2013 (str. 14, Graf II.2.17). Domnívá se, že jestli je to opravdu tak, bylo by vhodné to v textu zprávy zdůraznit. Tento fakt považuje za komunikačně důležitý, navíc podporující optimismus návratu inflačních tlaků. K výhledu míry úspor vyjadřuje pochybnost, zda by měla narůstat. Při ekonomickém oživení by nárůst míry úspor nepředpokládal nijak výrazný. Táže se, zda je předpokládáný nárůst konzistentní s vyhlazováním spotřeby a s chováním, jaké jsme u českých domácností pozorovali během krize.

Odpověď SMS: SMS počítá s budoucím nárůstem objemu mezd a platů, což je jeden z hlavních důvodů přehodnocení spotřeby domácností směrem nahoru. Současně se nejedná pouze o změnu průměrné mzdy, ale SMS očekává i oživení zaměstnanosti. Navíc nelze podcenit působení fiskální politiky, která bude ve srovnání s minulými lety uvolněnější.

Srovnání vývoje nominální spotřeby a nominálních mezd ukazuje, že v první fázi oživení spotřeba oživila rychleji než příjmy, což představuje efekt navrácení důvěry a konce odkládání spotřeby.

Na delším konci prognózy se již projevuje vyhlazovací efekt, kdy příjmy začnou růst rychleji, ale spotřeba částečně zaostává. Míra úspor pak roste.

M. Singer (v diskuzi o spotřebě domácností, míře úspor a růstu mezd): Táže se, zda se v případě zmiňovaného předstihu růstu příjmů před růstem spotřeby domácností ve fázi růstu jedná o statistický fakt.

Odpověď SMS: Jedná se o regularitu – vyhlazování ve fázi růstu funguje.

M. Singer (v diskuzi o spotřebě domácností, míře úspor a růstu mezd): Táže se, zda v ČR domácnosti na vrcholu cyklu svou spotřebu spíše „nepřestřelují“.

Odpověď SMS: Nyní se nejedná o vrchol cyklu.

M. Singer (v diskuzi o spotřebě domácností, míře úspor a růstu mezd): Poznává, že se nenacházíme v situaci, kdy centrální banka pouze ovlivňuje sazby. Domácnosti mnohem intenzivněji vytvářejí očekávání, protože kurz je pro ně mnohem viditelnější.

Odpověď SMS: Přestřelování spotřeby by představovalo proinflační riziko.

V. Tomšík (v diskuzi o spotřebě domácností, míře úspor a růstu mezd): Poznává, že prognózovaný růst spotřeby o velikosti 5 % není vůbec malý.

Odpověď SMS: Jedná se o nominální čísla.

M. Singer (v diskuzi o spotřebě domácností, míře úspor a růstu mezd): Doplnuje, že při diskuzi o tržbách v maloobchodě včetně motoristického segmentu a spotřebě domácností je náročné odlišit spotřebu domácností a spotřebu malých firem, protože malé firmy často slouží k realizaci spotřeby svých vlastníků. Alternativním vysvětlením pak je nákup automobilů velkými firmami.

Odpověď SMS: V současnosti je pozorován pokles prodeje automobilů, kdy vrchol byl dosažen na přelomu minulého a letošního roku. U prodeje automobilů neexistuje statistika umožňující rozlišit, zda je kupují firmy, nebo domácnosti. Srovnání s jinými statistikami ale skutečně naznačuje, že růst prodeje automobilů byl spíše záležitostí firem než domácností.

P. Řežábek (v diskuzi o spotřebě domácností, míře úspor a růstu mezd): Doplnuje, že při pohledu na strukturu spotřeby domácností je možné pozorovat, že domácnosti omezovaly své výdaje na statky dlouhodobé spotřeby. Intuitivně pak z toho vyplývá, že nákupy automobilů realizuje buď stát, nebo soukromé firmy.

M. Singer (v diskuzi o spotřebě domácností, míře úspor a růstu mezd): Poznává, že i například bílou techniku lze nakoupit na firmu. I daňový štít z nové mikrovlňky je užitečný.

Odpověď SMS: Graf o struktuře spotřeby domácností vychází z rodinných účtů, což je šetření zahrnující zhruba 3000 domácností. Spolehlivost tohoto rozkladu spotřeby domácností na různé typy zboží je tedy poměrně nízká. To je ještě výraznější zejména u statků dlouhodobé spotřeby, kde ve vzorku 3000 domácností není mnoho domácností, které si v daném čtvrtletí pořídilo například automobil.

P. Řežábek (v diskuzi o spotřebě domácností, míře úspor a růstu mezd): Dodává, že by pro rozlišení toho, kdo nakupuje automobily, mohly pomoci nějaké údaje z registrace vozidel apod.

Odpověď SMS: Údaje z registrace vozidel neumožňují rozlišit, zda si automobil registrovala domácnost, nebo firma.

P. Řežábek (v diskuzi o spotřebě domácností, míře úspor a růstu mezd): Poznámává, že by stálo za to nějaké údaje o kupujících automobilů získat.

M. Singer (v diskuzi o spotřebě domácností, míře úspor a růstu mezd): Doporučuje dotázat se na Českém statistickém úřadě.

P. Řežábek (v diskuzi o situaci ve Švýcarsku): Cituje ze stanoviska poradce: „Domnívám se, že aktuální situace má blíže spíše k situaci ve Švýcarsku, které se sazbami u nuly, podobným charakterem kurzového závazku a při poměrně robustním 2% růstu očekávaném v roce 2014 očekává inflaci pouze mírně nad nulou v roce 2014, 0,3 % v roce 2015 a 0,9 % v roce 2016.“ Táže se na názor SMS, zda nelze i při možném robustnějším ekonomickém růstu analogicky očekávat pomalejší nárůst inflace.

Odpověď SMS: Aktuální domácí situace připomíná švýcarskou situaci především v tom, že hrozí latentní zamrznutí v režimu kurzového závazku. Švýčari mají kurzový závazek již poměrně dlouhou dobu, i když byl závazek zaveden po předchozím poměrně výrazném posilování kurzu švýcarského franku k euru, který možná cenový vývoj stále ovlivňuje. Pořád tím narážíme na dilema, že hladina 27 CZK/EUR by stačila pouze k návratu do spodní hranice pásma. Prodlužování závazku je variantou, která ale sama o sobě nemusí v horizontu roku 2016 stačit. Minimálně lze říci, že určitě nebude stačit k vytvoření dostatečného polštáře umožňujícího jednorázový exit. Z toho pohledu situace začíná nepříjemně připomínat Švýcarsko.

M. Singer (v diskuzi o situaci ve Švýcarsku): Táže se, nakolik jsou nyní Švýčari nuceni intervenovat.

Odpověď SMS: Kurz CHF/EUR se nyní nachází na vyšší hladině, než je hladina vyhlášeného závazku, bez nutnosti intervencí.

K. Janáček (ke stabilitě kurzu na hladině 27,40 CZK/EUR): Táže se na důvody stability kurzu CZK/EUR pozorované v uplynulých 8 měsících. Dále se táže, proč je tato hladina právě 27,40 CZK/EUR.

Odpověď sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): Na trhu se neděje v podstatě nic kurzotvorného.

M. Singer (ke stabilitě kurzu na hladině 27,40 CZK/EUR): Upozorňuje, že v současnosti přicházejí ze zahraničí investice.

Odpověď SBO: Tyto investice nejsou na obchodování zatím vidět. Výplata dividend se možná částečně projevila, tak jak o tom byla diskuze na některém z předchozích jednání, ale o investicích nejsou z pohledu obchodování žádné zprávy.

V. Tomšík (ke stabilitě kurzu na hladině 27,40 CZK/EUR): Táže se, proč se na vývoji kurzu neprojevil historicky poprvé pozorovaný přebytek běžného účtu platební bilance tak, jak je zmiňován v situační zprávě. Jak se tyto prostředky na trhu směňují?

Odpověď SBO: Na trhu v tomto ohledu nelze pozorovat žádnou aktivitu.

K. Janáček (v diskuzi o sektorové diferenciaci a neinflačním charakteru růstu): Poznává, že neinflační charakter dosavadního ekonomického oživení vzbuzuje otázku, do jaké míry jde o poněkud unikátní vývoj, nebo pouze o časové zpoždění v působení příslušných faktorů. Jedná se v tomto ohledu spíše o dovoz desinflačních tlaků z eurozóny, nebo o jiné vnitřní vlivy? Dále poznává, že při výrazné sektorové diferenciaci vývoje produktivity a nominálních jednotkových mzdových nákladů je pro vznik a intenzitu inflačních tlaků významná struktura hospodářského růstu, tj. vývoj těchto veličin v jednotlivých sektorech ekonomiky. V inflačních tlacích budou rozhodně nemalé rozdíly mezi zpracovatelským průmyslem a službami (tržními i netržními). Táže se, zda k tomuto má SMS nějaké podrobnější údaje.

Odpoověď SMS: Ekonomický růst bude ve výhledu méně založen na příspěvku čistého exportu, protože tento efekt rychle vyprchá. Těžiště působení se přesouvá do domácí poptávky. Poslední údaje ČSÚ o sentimentu domácností ukazují, že se dostáváme na hladinu 100, což je hladina odpovídající průměru roku 2005 a tato hladina byla pozorovaná naposledy v roce 2008 před příchodem krize. Podobně vysoký sentiment ukazují i německé domácnosti. Časem bude možné pozorovat i tlaky v sektorech, o kterých neexistují dobré leading indikátory, jako je například sektor nemovitostí nebo tržních služeb (rekreace, pohostinství, ubytování atd.). Tyto tlaky budou dostatečné k posunu inflace směrem k inflačnímu cíli.

M. Singer (v diskuzi o sektorové diferenciaci a neinflačním charakteru růstu): Poznává, že alternativou k mechanismu popsanému v odpovědi SMS je, že se naplní poznámka K. Janáčka a P. Řežábka o neinflačním charakteru ekonomického růstu.

J. Rusnok: Oceňuje práci kolegů ze SMS na nové prognóze. Výsledek považuje za velmi solidní, byť se mohou některé aspekty prognózy jevit jako kontroverzní. Oceňuje také stanovisko poradce, které přináší některé klíčové otázky. Poznává, že s poradcem sdílí intuici, že prognóza inflace představuje spíše horní okraj intervalu odpovídajícího popsané ekonomické situaci. Domnívá se, že některá uváděná fakta se následně neprojevují ve výsledné prognóze. Ceny potravin nerostou a neporostou ani v nejbližší budoucnosti. Úroda je v Evropě velmi dobrá, navíc se některé potraviny přestanou vyvážet do Ruska, což povede k tlaku na ceny potravin. Ceny dovozu hrají protiinflační roli. Souhlasí se SMS, že inflační tlaky z domácí ekonomiky se objevují a budou se objevovat. Ceny se na trhu tvoří diskontinuitně, nejedná se o plynulý a plně očekávatelný proces.

Táže se na pozadí úvahy o tom, že domácí mzdový vývoj se má zrychlit poměrně výrazně ještě v roce 2015 na 4,9 % a v roce 2016 na 5,1 % (str. 11). Tyto odhady nezpochybňuje, protože neví, jak je verifikovat. Nicméně se domnívá, že v určitém ohledu dochází k podcenění situace. Při růstu mezd se bavíme o průměrné mzdě. Při růstu zaměstnanosti dochází k růstu v segmentu zaměstnaných s nižšími platy, což vede k jistému „naředování“ průměrné mzdy. To je opačný jev, než který bylo možné pozorovat v průběhu krize. Dále poznává, že česká ekonomika je navyká žít s velmi opatrným mzdovým vývojem. Mentalita v podnicích není na výrazné navyšování mezd nastavená, ve většině případů nejsou podniky k výraznému navyšování ani nuceny, protože i přes zlepšování situace na trhu práce určitý tlak na mzdy reflektující zvýšenou nezaměstnaností stále přetrvává.

Odpoověď SMS: 5% nominální růst mezd představuje v modelu růst v ustáleném stavu. Rovnovážné tempo růstu ekonomiky a produktivity práce je 3 % a rovnovážný růst cen je 2 %,

takže dříve nebo později se růst mezd k 5 % dostane. Po fázi dlouhé recese, kdy byl růst mezd v intervalu 1–2 %, což ještě představuje pozitivní variantu, protože v horším případě byl růst nulový nebo dokonce záporný, je mentálně náročné si představit 5% růst mezd jako normální stav světa.

SMS vnímá posun ve vyjednávání mezd. Lze například pozorovat, že pro odbory představuje růst 3,5 % ve státní sféře minimum. Mentalita se s jistým zpožděním otáčí a je představitelné, že v roce 2015 budeme pozorovat zrychlování mezd, které ale nemusí být tak plynulé. Až na konci roku 2015 firmy uvidí hospodářské výsledky a budou mít robustní představu o pokračujícím ekonomickém růstu, tak vyplatí větší bonusy než v minulých letech, a celoroční hodnota růstu mezd bude výraznější.

Model predikuje fundamentální růst mezd a nezahrnuje statistické efekty nabírání méně kvalifikovaných pracovníků. V realitě pak průměrná mzda může být pod prognózou. Prognózaný růst mezd de facto ukazuje změny ve mzdách v případě, že nedochází ke změně v distribuci mezd.

L. Lízal: Táže se na vysvětlení „efektu Velikonoc“ zmiňovaném v situační zprávě (str. 32) a prosí o formulační úpravu. S nadsázkou dodává, že Velikonoce jsou každý rok.

Odpověď SMS: Velikonoce jsou každý rok, ale pokaždé v jiném měsíci. Jedná se tedy o efekt jiného načasování Velikonoc.

L. Lízal (v diskuzi o cenách potravin): Poznává, že dle situační zprávy ceny potravin porostou v roce 2016 o 2 % (str. 8). Táže se, zda se jedná o modelový předpoklad efektu průměrné úrody.

Odpověď SMS: U cen potravin je předpokládán růst 2 %, což vychází z hodnoty růstu cen v ustáleném stavu a předpokladů normální úrody.

M. Singer (v diskuzi o cenách potravin): Poznává, že není asi nutné se příliš věnovat cenám potravin. Dodává, že nebyly příliš uvažované, když výrazněji rostly, neměly by tedy být příliš uvažovány ani při svém poklesu. Symetričnost neuvažování cen potravin může být problém pouze v komunikační rovině, což není problém centrální banky.

L. Lízal: K výraznému rozdílu mezi finančními operacemi podniků, u kterých byl pozorovaný pokles, a provozními zisky, které naopak vykázaly v prvním čtvrtletí meziroční růst (str. 52), se táže, jaký je vliv energetik, případně zajištění, které jistě bylo ovlivněno zavedením kurzového závazku.

Odpověď SMS: Stále se částečně jedná o dopad zajišťování, na kterém firmy v minulých letech poměrně dost profitovaly, ale nyní došlo v tomto ohledu k výraznému poklesu.

L. Lízal: V diskuzi o naplnění předpokladů o zahraničí v situační zprávě (Tab. III.1.2) se rozdíl předpokládané hodnoty meziročního růstu zahraničního PPI zhruba okolo 2 % a následně pozorované hodnoty zhruba okolo -1 % interpretuje jako lehce protiinflační působení zahraničí na domácí inflaci. S takovou interpretací nesouhlasí a domnívá se, že takové přehodnocení má na prognózu inflace výrazný vliv.

Odpověď SMS: Slovo „lehce“ bude z textu vypuštěno, protože se jedná o vnější komunikaci. Text je popisem interních simulací v hodnocení plnění inflačního cíle, kde se nižší zahraniční PPI

výrazně endogenně kompenzuje slabším kurzem a nižšími sazbami. V realitě byl kurz ovlivněn exogenně kroky ČNB a sazby narazily na dolní hranici. Proto byla zvolena formulace „lehce protiinflačně, resp. ve směru potřeby zřetelně uvolněnějších měnových podmínek“. Text bude upraven, čtenář bez znalosti simulací by mohl být zmaten.

L. Lízal: Po delší době se růst korigované inflace bez pohonných hmot dostal do kladných čísel. To SMS vnímá jako hlavní zdroj inflačních tlaků, a to i do budoucna, a důvod návratu inflace na inflační cíl. Táže se, zda existuje statistická evidence, že korigovaná inflace je skutečně tahounem celkové inflace.

Odpověď SMS: SMS se podívá, zda je korigovaná inflace bez pohonných hmot leading indikátorem celkové inflace. Váha korigované inflace nicméně přesahuje v celkové inflaci jednu polovinu.

M. Singer: Požaduje například emailem vyjasnění, co se skrývá za „jednorázovou úvěrovou operací mimořádného rozsahu mezi zahraniční mateřskou společností a tuzemskými dceřinými firmami bez vazby na reálné investiční aktivity v ČR.“ zmiňovanou na straně 15 situační zprávy.

Odpověď SMS: Jedná se o firmu RWE.

M. Singer: Ke stále ještě poměrně nízkým hodnotám růstu investic do obydlí (str. 33) se táže, zda si ho SMS vysvětluje zpožděním investic do obydlí, které by ostatně očekával.

Odpověď SMS: Ano, je zde efekt zpoždění. Ekonomický růst bude ve výhledu méně založen na příspěvku čistého exportu, protože tento efekt rychle vyprchá. Těžiště působení se přesouvá do domácí poptávky. Poslední údaje ČSÚ o sentimentu domácností ukazují, že se dostáváme na hladinu 100, což je hladina odpovídající průměru roku 2005, a tato hladina byla pozorovaná naposledy v roce 2008 před příchodem krize. Podobně vysoký sentiment ukazují i německé domácnosti. Časem bude možné pozorovat i tlaky v sektorech, o kterých neexistují dobré leading indikátory, jako je například sektor nemovitostí nebo tržních služeb (rekreace, pohostinství, ubytování atd.). Tyto tlaky budou dostatečné k posunu inflace směrem k inflačnímu cíli.

M. Singer: Upozorňuje, že již jednou žádal o zařazení tabulky o finančních výsledcích podniků do situační zprávy. Poznává, že důvod nezařazení tabulky je možná v nedostupnosti nových údajů.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

V. Tomšík: Nepochybuje o tom, že ekonomika se vyvíjí dobře. Domácí ekonomika nastoupila na trajektorii hospodářského růstu, který je poměrně robustní a pravděpodobně i déletrvající. Prognóza růstu HDP na roky 2014, 2015 a 2016 je velmi podobná, o hodnotě až 3 %, což ekonomika dlouho nezažila. Vyjadřuje ale jistou pochybnost nad prognózou inflace. V současnosti pozorujeme velmi nízkou spotřebitelskou inflaci, která nebyla, podíváme-li se na prognózu rok či rok a půl nazpět, předpovídána. Za jistý pozitivní záblesk možného naplnění inflačního cíle považuje kladný růst korigované inflace bez pohonných hmot, který se ze záporných hodnot dostal po pěti letech. Navíc korigovaná inflace bez pohonných hmot zrychluje. Stále platí, že nyní dovážíme nízkou inflaci, což nebylo očekávané. Inflační vývoj v eurozóně je výrazně pod očekáváním, což vnímá jako riziko prognózy domácí inflace do budoucna.

V diskuzi o sekundárních dopadech zavedení kurzového závazku na otevřeném jednání zaznělo, že stále ještě nejsou do inflace plně promítnuty ani primární dopady. To považuje za důležitou informaci. I přes jeho nedůvěru k prognóze inflace vnímá možnost dalšího promítnutí primárních efektů jako optimistickou zprávu. Na to bude nyní trochu spoléhat a bude čekat na míru průsaku růstu mezd do spotřebitelských cen.

Vyjadřuje jisté obavy nad tím, jak komunikovat aktuální prognózu. Inflace se nachází výrazně pod dolní hranicí tolerančního pásma, v podstatě je na hraně deflace. Prognóza samozřejmě naprosto ukázkově směřuje do cíle. Ale směřuje tam, aniž by byly jakkoliv využity nástroje měnové politiky. Nedochozí ke změně ani u úrokových sazeb, ani u měnového kurzu. Jediné opatření představuje prodloužení kurzového závazku. Aktuálně je kurz ještě slabší, než je komunikovaná hladina závazku poblíž 27 CZK/EUR. To vnímá jako slabý bod komunikace aktuální prognózy. Jak tedy komunikovat naplnění cíle na měnověpolitickém horizontu, když nedojde ke změně nástrojů měnové politiky?

Nyní se začíná používat rolování délky období používání kurzu. Pokud je to způsob, jak situaci vysedět, tak bude navrhovat být v kontextu tohoto rolování mnohem aktivnější. Navrhuje komunikovat nikoliv posun termínu exitu o jedno čtvrtletí každých šest týdnů s nově příchozí situační zprávou, ale rovnou komunikovat odklad termínu exitu až do konce roku 2015. Jedná se o razantnější použití nástroje rolování. Na otevřeném jednání zaznělo, že se nacházíme „behind the curve“. Hrubá kvantifikace pak naznačuje aktuální potřebu uvolnění měnové politiky ekvivalentní jednomu až dvěma snížením sazeb o 0,25 p.b. Pokud by nedošlo k výraznějšímu posunu termínu exitu, tak se za tři měsíce u následující prognózy budeme opět bavit o stejné situaci. Budeme řešit, zda přistoupit k tomu významnému kroku, jehož první výročí si budeme právě s následující prognózou připomínat, nebo opět budeme rolovat exit. Proto se domnívá, že před tím, než se bude diskutovat možnost aktivnějšího využití kurzu pro další uvolnění měnové politiky, bylo by vhodné použít nástroj odkladu termínu vystoupení ze závazku razantněji.

P. Řežábek: Na otevřeném jednání nebyla diskutována aktuální situace ve světě. Jižní Amerika si nyní zažívá své problémy – například situace okolo státního bankrotu v Argentině. V Číně dochází ke zpomalování. Na Rusko, které se stalo teritoriem, kam se přeorientovalo mnoho exportérů, budou dopadat nově vyhlášené sankce. I přes optimistická vyhlášení o minimálním dopadu sankcí na české exporty se již včera v médiích objevily zprávy, že na některé firmy bude dopad výrazný. To může zpochybňovat výhled robustního růstu. Nechce se pouštět do hodnocení politické situace, jenom poznamenává, že to může mít dopad na domácí růst.

V Evropě se stále řeší situace v bankovním sektoru týkající se například regulace. Státní dluh v Evropské unii vyjádřený jako procento z HDP dosahuje nyní hodnoty 88 %, u eurozóny je to pak 93,9 %. Nárůst státního dluhu za letošní rok byl v eurozóně 1,2 p.b. Aktuální čísla ze Spojených států amerických jsou mírně optimistická. Inflace v eurozóně byla v prvním čtvrtletí roku 2014 0,7 %, v květnu i červnu 2014 pak 0,5 %. Ani v Evropě tedy nedochází k nárůstu inflace. Dodává, že se objevují varování před bublinami na trzích dluhopisů a akcií. Americký Fed začíná s omezováním objemu nákupu dluhopisů. Celkově je situace ve světě komplikovaná a zachytit ji v prognóze není jednoduché.

V domácí ekonomice pozorujeme ekonomický růst, ovšem s tím, že export orientovaný na ruské trhy může být pro ekonomický růst rizikem. Problematické mohou být v tomto ohledu i jiné exportní trhy, například Irák. Spotřeba domácností je výrazně tažena spotřebou služeb, a ta pak z poloviny pojistným. Bez pojistného růst spotřeby již tak optimisticky nevypadá. Inflace nad

cílem v době předpokládaného exitu, která by právě exit výrazně usnadnila, se také v nové prognóze nenaplnuje. V prezentaci situační zprávy byl dopad fiskální politiky do růstu hodnocen pozitivně, což odráží komunikaci vlády o zavádění prorůstových opatření. Na druhou stranu ministr financí prohlašuje, že chce mít v relativně krátkém období vyrovnané rozpočty. Vyjadřuje nejistotu nad tím, který přístup k fiskální politice nakonec převáží. HDP zrychluje, korigovaná inflace bez pohonných hmot je po téměř pěti letech kladná. Ceny průmyslových výrobců v květnu a červnu zaznamenaly menší pokles, než očekávala prognóza, což je pro růst inflace optimistická zpráva. Mzdy v prvním čtvrtletí rostly v porovnání s předchozí prognózou výrazně více. Bude zajímavé sledovat vývoj v dalších čtvrtletích. Negativní zprávou pak je, že pozorovaná inflace (0 %) byla v červnu v porovnání s predikovanou hodnotou (0,5 %) níže. Hlavní vliv na tuto odchylku měl pokles cen potravin. Z regionálního pohledu údaje statistiků jednoznačně ukazují, že úroda bude vyšší. Měnověpolitická inflace je záporná (-0,2 %), minulá prognóza očekávala kladný růst (0,4 %). Mezera výstupu je nadále záporná, ale dochází k jejímu přivírání. Z pohledu domácí reálné ekonomiky vnímá situaci spíše pozitivně, z pohledu inflace pak spíše negativně. Situace se nijak výrazně nevyjasnila, objevily se další faktory, zejména mezinárodní, které ji mohou výrazně zhoršit a zamlít. Tvorba prognóz v takové situaci není jednoduchá.

K. Janáček: Změna, kterou přináší pátá situační zpráva oproti predikci ze třetí situační zprávy, představuje především posun trajektorie celkové i měnověpolitické inflace na celém horizontu měnové politiky dále směrem k nižším hodnotám. V návaznosti na toto přehodnocení se posunuje používání měnového kurzu jako nástroje měnové politiky až do třetího čtvrtletí roku 2015. S tím koresponduje prodloužení období, v němž by se měla udržet stávající nízká hladina implikovaných úrokových sazeb do konce roku 2015. Nová prognóza predikuje vyšší hladinu trajektorie nominálních mezd v podnikatelské sféře v tomto i příštím roce, růst HDP je v porovnání s minulou prognózou v letošním roce přehodnocen mírně vzhůru, v roce 2015 naopak mírně směrem dolů.

Nízké hodnoty inflace z prvního čtvrtletí toho roku (CPI inflace dosáhla meziročního růstu 0,2 %, měnověpolitická inflace pak 0,1 %) se ve druhém čtvrtletí nejen udržely, ale u měnověpolitické inflace zaznamenaly další pokles (0 %). Kde lze hledat příčiny takového vývoje? Ke skokovému propadu inflace v prvním čtvrtletí roku 2014 došlo především v důsledku odeznění dopadů změn DPH z roku 2013, ale i díky propadu regulovaných cen. Na nízké inflaci ve druhém čtvrtletí letošního roku se nadále podepisoval pokračující pokles regulovaných cen spolu s utlumeným měnovým vývojem v eurozóně, ale i změny u cen potravin. Potravinový index je silná položka při výpočtu CPI. Zatímco v posledních dvou letech segment potravin zpravidla jako jediný zaznamenával kladný příspěvek k inflaci, v druhém čtvrtletí ceny potravin zpomalily růst a v červnu dokonce došlo k jejich mírnému poklesu. Tento pokles je ale evidentně dočasný, což bylo M. Singerem komunikováno. Zároveň však byly oproti situaci v prvním čtvrtletí pozorovány zřetelně se měnící charakteristiky domácí ekonomiky. Odeznívalo její výrazné protiinflační působení a měnilo se na neutrální. Souběžně s tím nadále proinflačně působil oslabený kurz prostřednictvím dovozních cen. Na veřejné části jednání bylo zmíněno, že ještě nebyl plně ukončen ani prvotní průsak zavedení kurzového závazku do cen. Zmíněné změny našly svůj výraz ve vývoji korigované inflace. Zatímco v prvním čtvrtletí pouze zpomalila pokles, ve druhém čtvrtletí po téměř pěti letech došlo k jejímu nárůstu.

Celkově lze konstatovat, že extrémně nízké hodnoty inflace byly v uplynulém období výsledkem souběhu propadu regulovaných cen a působení administrativních a dalších nefundamentálních

faktorů s protiinflačními vlivy z domácí ekonomiky a zároveň s jejich dovozem ze zahraničí, zejména při setrvalé nízkoinflačních charakteristikách eurozóny. Vzhledem k tomu, že nastalé posuny v charakteristikách domácí ekonomiky korigují zmíněný souběh a ve struktuře cenového pohybu narůstá role změn v tržních cenách, považuje v souhlasu s prognózou za opodstatněné očekávání, že inflačního dna bylo dosaženo ve druhém čtvrtletí 2014. Domnívá se, že v nejbližším období z hlediska zdrojů inflačních tlaků dojde k posunu od proinflačního působení dovozních cen k proinflačnímu působení domácí ekonomiky. Pozorované údaje naznačují, že nastal posun od protiinflačního působení domácí ekonomiky spíše k neutrálnímu než již k proinflačnímu. S tím koresponduje skutečnost, že se zatím výrazněji neprojeví inflační tlaky z vyšší hladiny mzdového vývoje, i když je prognózováno snížení míry úspor atd. Otázkou je, do jaké míry se zvýší intenzita proinflačních tlaků v průběhu druhého pololetí roku 2014.

Z těchto důvodů se připojuje k závěru V. Tomšíka, že by bylo vhodné komunikovat termín exitu nikoliv ve třetím čtvrtletí roku 2015, ale minimálně komunikovat, že se termín vystoupení z kurzového závazku posunuje do druhého pololetí s otevřeným koncem. Interval termínu exitu je pak tedy uzavřen prvním pololetím roku 2015 a otevřený na druhou stranu.

J. Rusnok: Aktuální situace byla již podrobně popsána v rámci prognózy a dalších dokumentů, případně její charakteristika zazněla již během jednání. Prognóza vyjadřuje věci, které jsme postupně přijímali a sžíváme se s nimi. Vyjadřuje nesouhlas s pohledem, že se v prognóze nakonec dostáváme k cíli, aniž by byl učiněn jakýkoliv krok měnové politiky. Domnívá se, že to je jen zdánlivá nečinnost měnové politiky. Opatření byla již učiněna, byť ne v rámci této nebo minulé prognózy. Jestliže došlo k použití kurzu jako nástroje měnové politiky, tak tento krok stále působí. Ekonomika stále žije pod vlivem tohoto nástroje. Stejně tak stále působí úrokový nástroj, který sice není používán aktivně, ale nastavená hladina úrokových sazeb stále působí. Ekonomika nefunguje úplně mechanicky jako stroj tak, že se zatáhne za páku a za nějaký čas se něco stane. Vliv měnověpolitických opatření má svou dynamiku.

Na prognóze oceňuje posun k realističtějším hladinám klíčových indikátorů včetně HDP. Domnívá se, že je správné, že byl letošní růst HDP upraven směrem nahoru a naopak růst v příštím roce směrem dolů. Dovede si představit scénáře, v jejichž rámci budou tato přehodnocení výraznější. Zatím se však jedná o předčasné úvahy. Oceňuje, že již byla zapracována změněná fiskální situace. Je jasné, že původní a zatím platné změny v zákonech nakonec nebudou účinné. Toto opakovaně avizoval již v minulosti.

Komunikaci považuje podobně jako u minulých jednání za velice citlivou a pravděpodobně kolem ní bude ještě intenzivní diskuze. U třetí situační zprávy navrhoval komunikovat ukončení režimu kurzového závazku nejdříve ve druhém pololetí 2015. Domnívá se, že čas dal tomuto přístupu za pravdu a že k takové specifikaci termínu exitu je možné se vrátit. Souhlasí s V. Tomšíkem a K. Janáčkem neposouvat v rovině komunikace termín exitu salámovou metodou, protože riziko toho, že by došlo ke zkracování období se závazkem, je velmi malé. Podpoří tedy důraznější využití komunikace termínu exitu.

L. Lízal: Z pohledu reálné ekonomiky vyjadřuje optimismus, z pohledu hlavního cíle měnové politiky, tedy inflace, již tak optimistický není. V efektivní eurozóně dochází opět k revizím výhledů CPI i PPI směrem dolů, výhledy HDP jsou pouze s kosmetickými změnami. V domácí ekonomice prognóza předpovídá rychlejší růst, který by měl přetlačit dovážené desinflační tlaky. Tento předpoklad je zahrnut nejistotou, se kterou nyní pracujeme a na kterou lze mít nějaký

názor. Odhlíží od takových vlivů, jako jsou sankce zavedené proti Rusku, na které z ekonomického pohledu asi ještě dnes nelze mít informovaný názor. Problém vidí v tom, že například při pohledu na Německo, které má nyní záporný růst PPI, nelze pozorovat žádný obrat. Zahraniční vývoj proto vnímá jako protiinflační riziko. Vyrovnanou bilanci rizik v situační zprávě vnímá tak, že to je pravda technicky, ale komunikačně to tak není. Rizika převažují ve směru, který vede k posunu termínu exitu. Posun termínu exitu implikuje existenci protiinflačních rizik, což by mělo být v komunikaci jasně řečeno. Pokud dojde k posunu termínu exitu, přimlouval by se za formulaci, která naznačí, že exit ze stávající úrovně kurzu bude ke konci příštího roku. Takové vyjádření odkazuje jak na úroveň kurzu, tak na časovou charakteristiku. V okamžiku, kdy časový horizont již nebude adekvátní, bude nutné pracovat i s úrovní kurzu. Pak by otázka exitu byla formulována opět úplně jinak.

Již minule zmiňoval nejistotu efektu plánovaných akcí ECB, které mají začít v září. Otázkou je, zda se díky těmto opatřením podaří ovlivnit výhled efektivní inflace, a zda tak dojde ke zmírnění dovážených desinflačních tlaků. Hodnocení situace v domácí ekonomice založené na jejím výraznějším než očekávaném protiinflačním působení je možná vhodné i na popis situace v eurozóně. Otázka tedy je, kdy bude existovat shoda na tom, že bylo dosaženo dna a je nastartován růst inflace. Z těchto důvodů navrhuje označit bilanci rizik aktuální prognózy jako protiinflační.

M. Singer: Nacházíme se v situaci ekonomického oživení, které lze pozorovat již druhé čtvrtletí. Zdá se, že toto oživení zrychluje a získává pevnější základy. Bylo sice taženo zahraniční poptávkou, ta se ale pravděpodobně přelévá postupně do všech složek domácí poptávky. Za evidentní považuje fakt, že tomuto oživení napomohlo i oslabení kurzu. Domnívá se, že se kolem tohoto faktu začíná vytvářet konsensus i mimo ČNB. Zahraniční cenový vývoj je velice utlumený, což představuje fundamentální faktor, který prosakuje do inflace a působí na její snížení. Ceny potravin také v tuto chvíli výrazně tlačí inflaci k nižším hodnotám, ale jedná se o sezónní faktor, který z podstaty počasí, které nikdo neovlivní, může příští rok vypadat zcela jinak.

K oživení taženému zahraniční poptávkou dodává, že je důležité i z komunikačního hlediska si uvědomit, že minulý rok růst domácího HDP zaostával za Slovenskem nebo Německem zhruba o 2 p.b. Nyní je o zhruba 0,5 p.b. před Německem či Slovenskem. Rozdíl v růstech HDP v porovnání s těmito zeměmi tedy jednak změnil znaménko, ale došlo i k výrazné změně velikosti o téměř 3 p.b. Jistou roli hrají i jednorázové faktory, ale i kvalitativně se jedná o situaci, která nebyla pozorovaná velice dlouho. Tato změna naznačuje, že česká ekonomika může růst i bez přispění výrazně akcelerujícího zahraničního růstu. To vnímá jako zajímavou zprávu.

Chování kurzu lze vysvětlit tak, že trhy vědí, že v realitě existuje přebytek zahraničního obchodu a přebytek na finančních účtech, i když ne na běžném účtu, který je v rovnováze, ale v důsledku investic. Existují tedy dlouhodobé fundamentální faktory vedoucí k posilování kurzu. Ale současně si tržní subjekty uvědomují a akceptují fakt, že kurz není endogenní veličina, ale stal se nástrojem centrální banky. To samozřejmě významně mění charakter kurzu. Navíc pokud se jeho změny dějí ve směru, ve kterém má centrální banka neomezený potenciál ho využívat. Z toho plyne, že kurz není na vyhlášené hladině. Ale také není na hladině zaručující rychlé dosažení inflačního cíle, protože existují zmíněné fundamentální faktory konzistentní s jeho posilováním. A zároveň není tak silný, aby centrální banka změnila vyhlášenou hladinu. Je tedy někde mezi, což vysvětluje, proč je kurzový závazek ve Švýcarsku platný již tři roky.

Klíčové je, že popsaná situace má negativní dopad na kredibilitu centrální banky, protože centrální banka podstřeluje a bude dále podstřelovat inflační cíl, dokud nepřijde nečekaný šok, který inflaci dostane na cíl. Na druhou stranu tento způsob uvažování trhů zřejmě zaručuje, že z pohledu blahobytu je pozorovaná situace druhé nejlepší uspořádání. Trhy svým chováním „nevyprovokují“ centrální banku k dalším intervencím, protože to pro ně znamená riziko. Navíc vědí, že centrální banka je schopna posilování zabránit. Dodává, že důsledky této úvahy do jisté míry teprve formuje. Ale domnívá se, že to je způsob, jak trhy uvažují o kurzu jako nástroji.

K tématu komunikace zdůrazňuje to, co říkal L. Lízal. Nediskutujeme pouze komunikaci, ale to, jak hodnotit novou prognózu. Jestliže bude shoda nad vyrovnaností rizik prognózy, k čemuž je možné přidat komunikaci nárůstu nejistot, což v důsledku geopolitické situace a v důsledku nejistoty o efektech opatření ECB proti výjimečně a nečekaně nízké inflaci v eurozóně považuje za velmi vhodné, pak je možné říci, že závazek nebude ukončen dříve než v druhé polovině roku 2015. Jestliže ale v komunikaci chceme odložit exit za třetí čtvrtletí roku 2015 tak, jak navrhuje prognóza, nebo čtvrté čtvrtletí, případně konec roku, pak se musí bankovní rada vymezit vůči hodnocení prognózy jako vyrovnaně rizikové. V takovém případě je nutné konstatovat, že existují protiinflační, nebo mírně protiinflační rizika prognózy. Z pohledu komunikace dle jeho názoru není jiná možnost. Poznává, že rozhodování o těchto dvou přístupech ke komunikaci není z jeho pohledu nijak dramatické. Umí si představit komunikaci jak mírně protiinflační bilance rizik s exitem ne dříve než v roce 2016, ale přijal by i komunikaci vyrovnané bilance s exitem ne dříve než ve druhé polovině roku 2015. Dodává ale, že komunikačně by pak bylo nutné zdůraznit vliv cen potravin.

Ke geopolitickým rizikům poznamenává, že v případě výrazného vyhrocení a rozšíření konfliktu na Ukrajině bychom se ocitli v jiné realitě a řešili pravděpodobně jiné problémy. Další možností je, že se dostaneme do analogie ke studené válce v dobách Sovětského svazu. I v tuto dobu plynuly dodávky surovin do Evropy spolehlivě, protože to představovalo hlavní penězovod pro tuto oblast, což aktuálně ruské firmy také zdůrazňují. Ale došlo by k tomu, že by exportéři přišli o tyto trhy, což je pro domácí ekonomiku výrazný deflační faktor. I tyto úvahy ho vedou k názoru, že je rozumné zapracovat s horizontem držení kurzového závazku a považuje za možné s ním zapracovat výrazněji, než pouze posunout exit do třetího čtvrtletí roku 2015.

Cynicky řečeno, kdyby bylo nutné čelit inflaci, která z nějakého důvodu dramaticky poroste, tak se tak bude dít za potlesku domácího obecnstva.

V. Tomšík: Vrací se k přirovnání J. Rusnoka o mechanickém a dynamickém pohledu na věc. Souhlasí s tím, že za páku již bylo zataženo. Připomíná ale, že za páku bylo zataženo při listopadové prognóze minulý rok, což je více jak před třičtvrtě rokem. Klade si otázku, zda za ní bylo zataženo dostatečně. Dnešní prognóza ho vede k tomu, že o tom není přesvědčený. Ze své pozice hledá způsoby, jak za páku zatáhnout ještě více, aniž by bylo nutné přehodit na jinou rychlost, tj. například z hladiny 27 CZK/EUR na 28 CZK/EUR. Obává se, že by posun hladiny závazku mohlo mít pro ČNB výrazné dopady, což již tato instituce zažila.

Domnívá se, že k dispozici jsou v této situaci ještě dva nástroje. První je, jak navrhuje SMS, rolování horizontu používání kurzu na hladině 27 CZK/EUR. Vyjadřuje obavy, že tím, jak je tento nástroj posledního třičtvrtě roku opakovaně využíván, snižuje se jeho dopad. Proto uvažuje nad silnějším nástrojem, který zahrnuje komunikovat horizont konce roku 2015. Druhým možným krokem je vyslat signál ve směru zvýšení hladiny závazku například tak, že by na

jednání zazněl názor, že je vhodné zvýšit kurzový závazek. Sám si není jistý, zda by se touto cestou vyslání signálu chtěl vydat. Takový signál ale může přijít například při příští prognóze.

K. Janáček navrhl posunutí horizontu platnosti závazku do druhé poloviny roku 2015. Vyjadřuje pro tento přístup ke komunikaci exitu pochopení, protože se tím rozšiřuje možnost vystoupení od začátku druhé poloviny až do konce roku 2015. Pokud chceme ale působit výrazněji, domnívá se, že by bylo vhodnější pracovat s formulací obsahující konec roku 2015, což by mohlo být pro veřejnost více srozumitelné. Dodává, že by určitě bylo možné identifikovat mírná protiinflační rizika prognózy. Zaznělo zde například riziko vycházející z cen potravin nebo vývoje v zahraničí.

K. Janáček: Poznamenává, že se nevyhraňuje vůči formulaci obsahující konec roku 2015. Jím navržená formulace tento termín zahrnuje. Doplňuje, že by bylo vhodné, aby při diskuzi na tiskové konferenci M. Singer naznačil novinářům, že bankovní rada nevyklučuje překlopení horizontu konce kurzového závazku do roku 2016, což by zesílilo vysílaný signál. Dodává, že nemá problém s komunikací mírně protiinflačních nebo vyvážených rizik prognózy. Pokud bude nakonec komunikována vyrovnaná bilance rizik, ale budou ta rizika zdůrazněna, veřejnost pozná, že ta rizika jsou spíše desinflační než proinflační.

J. Rusnok: Navrhuje komunikovat mírně protiinflační bilanci rizik prognózy, protože argumentů pro tuto bilanci v diskuzi zaznělo dost. Navíc by takto vychýlená bilance byla lépe komunikovatelná, protože by byla konzistentní s komunikovanými závěry. Ztotožňuje se s názorem poradce na to, proč by nepřistupoval nyní ke zvýšení kurzové hladiny. Situace je v porovnání s listopadem roku 2013 úplně jiná. Ekonomika roste, lze diskutovat o desetinách růstu HDP, což vzhledem ke statistické robustnosti není úplně relevantní diskuze, nicméně růst je nezpochybnitelný. Pokud nedojde k nějakému kataklyzmatu, tak poroste i nadále. V této situaci by nebylo adekvátní pracovat s takovým z hlediska komunikovatelnosti citlivým nástrojem, jako je kurz. Adekvátní bylo použití kurzu na podzim minulého roku, kdy domácí ekonomika stagnovala pět let a kdy panovala zcela jiná nálada a očekávání.

Vyjadřuje souhlas s posunem výsledné bilance rizik na mírně protiinflační. Co se týká komunikace doby ukončení kurzového závazku, neměl by problém ani s formulací vyjadřující, že exit nenastane dříve než v roce 2016. Domnívá se, že je v rámci otevřenosti a transparentnosti vhodnější nedávkat odklady termínu exitu bojačně.

M. Singer: Vyjadřuje souhlas s J. Rusnokem v tom, že se ekonomika nachází momentálně ve velmi odlišné situaci oproti listopadu 2013. Zavedení kurzového závazku považuje za velmi hrubý nástroj, o jehož dopadech v číslech i čase logicky máme mnohem menší představu. V tuto chvíli se ekonomičtí agenti dostali za hranu toho, kdy reagovali na prvotní cenový signál, na který i dle údajů o tržbách v maloobchodě reagovali takřka učebnicovým způsobem. Agenti přizpůsobili svou spotřebu tam, kde výhled nárůstu cen byl dramatický, a u potravin nereagovali téměř vůbec. V tuto chvíli teprve začíná nastupovat skutečnost, že zavedení kurzového závazku má také nějaké pozitivní dopady. S touto skutečností nemají ani ekonomičtí agenti žádnou zkušenost. Námi používaná kvantifikace je také založena na údajích, kdy kurz nebyl nástrojem měnové politiky. Lze pozorovat zřetelně zrychlující objem peněz, akceleraci investic, což ale není nepochybně pouze dopad zavedení závazku. Zpracovatelský průmysl a jádrové cenové indexy rostou. Není důvod používat tento hrubý nástroj pro nějaké drobné posuny kurzové hladiny. Při

zavedení kurzového závazku byl cíl oslabit kurz o 5 %, nakonec došlo k oslabení o 7 %. Představa nějakého fine-tuningu kurzu je bláznivá. Nelze kurz posunovat o 1,5 % nebo 2 %. Bude-li nutný zásah do kurzu, pak to nebude hladina 28 CZK/EUR. Nedovede si představit, že by si bankovní rada sama před sebou mohla zdůvodnit posun kurzu o 57 haléřů.

Nemyslí si, že by nyní existovalo odůvodnění pro razantní zvýšení kurzové hladiny v okamžiku, kdy nevíme, jaký dopad má vlastně zavedení kurzového závazku z listopadu 2013. Dodává ale, že mentálně je na tuto alternativu přichystán i přes očekávatelný tlak médií, který by po takovém rozhodnutí určitě opět nastal. Taková rozhodnutí jsou ale součástí této práce. Ve své době rušení indexace mezd na inflaci také nebyla idyla a Volcker a spol. byli demonizováni mírou, kterou bankovní rada ještě nezažila. Nedomnívá se ale, že nutnost posunu hladiny kurzu nějak výrazně hrozí. Spojené státy americké ožívají, příklad Velké Británie ukazuje, že měnová politika má v některých situacích poměrně silný význam. Otazník visí nad ECB.

Z praktického hlediska si umí představit komunikaci doby trvání závazku jak do konce roku 2015, tak do začátku roku 2016. Zdá se, že se tímto směrem rýsuje konsenzus. V takovém případě je ale třeba komunikovat bilanci rizik jako mírně protiinflační. Dále navrhuje komunikovat zvýšené nejistoty, u kterých by zdůraznil nejenom opatření ECB plánovaná na září, Rusko a Ukrajinu, ale také nejistotu o míře a časování efektu sekundárního průsaku zavedení kurzového závazku. Formulace ovšem musí být opatrná, protože naznačuje, že toho ČNB neví o tomto příliš mnoho.

V. Tomšík: K debatě, zda formulovat posun termínu exitu na konec roku 2015, nebo počátek roku 2016, připomíná, že poslední velká situační zpráva v daném kalendářním roce je v listopadu a první je v lednu. Nelze očekávat, že by k výrazným změnám parametrů kurzového závazku došlo při malé situační zprávě v prosinci. Podporuje variantu s časováním exitu na počátku roku 2016, aby to představovalo signifikantní signál.

T. Holub (ředitel SMS): Pokud bude konec kurzového závazku odložen až na počátek roku 2016, tak by bylo vhodné zdůraznit protiinflační rizika spíše než nejistoty. Existující nejistota může ve výhledu dopadnout na inflaci v obou směrech. Není možné jednotlivým směrům přisoudit nějakou pravděpodobnost. Samotná existence nejistoty není konzistentní s formulací posouvající exit do roku 2016. Komunikaci rizik prognózy vychýlených na jednu stranu odpovídá schopnost se zavázat k tomu, že v roce 2015 exit nenastane.

M. Singer: Posun exitu se tedy musí odehrát na riziku dopadů opatření ECB s tím, že je evidentní, že časování efektu uvolnění měnové politiky, u kterého není jasné, jaké bude, rozhodně nemůže přijít nějak brzo. Jestliže nedojde k nějakému šoku, který není možné předvídat, nebude efektivní eurozóna generovat inflační tlaky ve výhledu jednoho roku.

P. Řežábek: Postupné odkládání termínu exitu s každou další situační zprávou považuje za nejhorší variantu. Několikrát se termín již odložil.

V diskuzi o mírně protiinflačních rizicích prognózy a zvýšených nejistotách poznamenává, že se přiklání k názoru M. Singera, a dodává, že vyšší nejistoty jistě existují. Jedná se především o geopolitické nejistoty. Nikdo v současnosti přesně neví, co přinesou opatření, která jsou v reakci na situaci na Ukrajině přijímána. Domnívá se, že se podle aktuálních informací nejedná o protiinflační riziko, ale o významnou nejistotu. Podobně tak opatření ECB nepovažuje aktuálně

za protiinflační riziko, ale opět spíše nejistotu. Není jasné, kdy a jak ECB zareaguje, co se přesně děje ve Španělsku, Portugalsku a dalších státech, u kterých se zvyšuje rating, ale stále se čeká, jak se situace vlastně vyvine.

L. Lízal: Připomíná své vyjádření z minulého jednání, že zásah do kurzové hladiny by se konal v okamžiku, kdy se na výhledu inflace dostává mimo toleranční pásmo a existuje jistota, že se nacházíme v odlišné situaci. V takové situaci musí být opatření měnové politiky výraznější, než by bylo v rámci fine-tuningu. S tím souvisí i horizont platnosti kurzového závazku. V rámci komunikace odkladu termínu exitu se nevyhraňuje nějak výrazně proti ani jedné uvažované variantě, protože z hlediska měnověpolitického rozhodování v tom není velký rozdíl. K efektům opatření ECB dodává, že to byl původně zamýšlený dotaz na SMS, ale poté zjistil, že opatření budou zavedena až v září, a tedy se vlastně dnes není na co ptát.

M. Singer: Domnívá se, že je důležité odlišit efekty sankcí zavedených vůči Rusku ve vztahu k domácí ekonomice a ve vztahu k celé Evropě. Odhlédneme-li od možnosti kataklyzmatické situace, není efekt zavedení sankcí pro domácí ekonomiku nijak výrazný. Nějaký výrazný efekt to neznamena ani pro Evropu. Dopad to má na východní Evropu, ale spíše skrze komodity dopravované potrubím z Ruska. Zde by ale obchod, dle jeho názoru, měl fungovat bez výraznějších problémů. Efekt přes ostatní obchod ale představuje deflační riziko. Dojde ke ztrátě trhů. Nezdůrazňoval by sankce jako riziko, je možné komunikovat nejistotu ohledně situace v této oblasti. Nicméně by komunikaci postavil na základě zmíněných protiinflačních rizik. Pokud chceme jasně zdůraznit posun termínu exitu s vědomím, že žádná velká inflační rizika nevidíme, tak je potřeba konstatovat protiinflační rizika.

T. Holub (ředitel SMS): Geopolitickou nejistotu okolo Ukrajiny by bylo možné komunikovat, pokud ji lze interpretovat, jak bylo naznačeno, tj. v protiinflačním směru.

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: Michal Franta, poradce bankovní rady