

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 17. prosince 2014

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 8. situační zprávy

M. Singer: V souvislosti s prezentací situační zprávy a s ohledem na jeho původní zaměření na výzkum trhu práce poznamenává, že není správné hovořit o posunu Beveridgeovy křivky, ale o posunu na Beveridgeově křivce (v prezentaci bylo uvedeno, že se Beveridgeova křivka posunuje správným směrem).

K. Janáček (v diskuzi o mzdách): Ptá se, jak lze interpretovat výrazné a nepředvídané zpomalení růstu průměrné mzdy a objemu vyplacených mezd ve třetím čtvrtletí.

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Zpomalení růstu mezd ve třetím čtvrtletí je skutečně překvapivé. SMS zkoumala hypotézu, zda to může být dáno skutečností, že jsou přijímáni zaměstnanci, kteří se nacházejí na spodní části mzdové distribuce. To by bylo konzistentní se situací, ve které by sektory, které vykazují největší nárůsty zaměstnanosti, zároveň patřily k těm, ve kterých jsou obecně nejnižší platy. Tato hypotéza se však nepotvrzuje. SMS se tedy spíše přiklání k tomu, že se jedná o cyklický příběh. Současně je ale třeba brát v úvahu, že třetí čtvrtletí mohlo být v mnoha záležitostech specifické kvůli množství dovolených. V lednové prognóze bude každopádně počítáno s nižším růstem mezd než dříve, a to jak v případě počátečních podmínek, tak ve výhledu.

L. Lízal (v diskuzi o mzdách): Navrhuje, aby SMS zkusila tuto distribuční hypotézu otestovat na úrovni regionů, a využila tak regionální rozdíly ve mzdách.

Odpověď SMS: SMS se o takovou analýzu pokusí. Zatím se ukazuje, že odvětví, která vykazují největší přírůstek zaměstnanosti, mají zároveň největší přírůstky mezd a naopak. Tedy korelace je opačná, než jaká by podporovala distribuční hypotézu. Detailněji na to bude možné odpovědět ve chvíli, až budou dostupná individuální data od Treximy, která byla v nedávné minulosti použita pro očištění vlivu daňové optimalizace.

K. Janáček (v diskuzi o mzdách): Dále ho zajímá, jaké jsou argumenty pro očekávání, že zpomalení růstu mezd bylo jen jednorázové a že počínaje čtvrtým čtvrtletím 2014 se vývoj průměrné mzdy a objemu vyplacených mezd bude pohybovat na citelně vyšších hladinách. Poukazuje na diskontinuitu mezi dosaženým růstem o 1,8 % ve třetím čtvrtletí a očekávanou hodnotou růstu 4,1 % pro čtvrté čtvrtletí. SMS argumentuje, že to jsou ještě důsledky daňové optimalizace, ovšem právě pro konec letošního roku údaje prezentované v odpovídajícím boxu v situační zprávě, které by měly na tento efekt ukazovat, nejsou příliš přesvědčivé. Požaduje podrobnější vysvětlení.

M. Singer (v diskuzi o mzdách): Oceňuje box v situační zprávě o dopadech daňové optimalizace. Poukazuje však na protiklad v údajích o vývoji růstu mezd za posledních 5 až 6 čtvrtletí mezi starší a novější metodou očištění o efekty daňové optimalizace a ptá se na vysvětlení revize.

Odpověď SMS: V údajích o růstu mezd se možná projevilo, že výhledy ekonomiky se zhoršují, a může se tak jednat o cyklický efekt. Na čtvrté čtvrtletí je očekáváno zvýšení tempa růstu mezd mimo jiné i v důsledku daňové optimalizace. Optimalizace sice již nyní v mezičtvrtletním vývoji mezd roli nehraje, ale právě to nové očištění na rozdíl od toho starého provedeného na agregovaných datech ukázalo, že částečně došlo k přesunu mezd do konce roku 2012 z celého roku 2013, a to jednak z prvního čtvrtletí, ale mimo jiné u menších OSVČ, které dekapitalizovaly své firmy, aby využily nižších daní, šlo o přesun také ze závěru roku 2013, kde byly pozorovány nižší mimořádné odměny. To znamená, že srovnávací základna pro poslední čtvrtletí je nyní stlačená a meziroční růst může být vyšší. Fundamentálně však výhled vývoje mezd SMS posouvá směrem dolů již nyní na celém horizontu, což také implikuje, že v nové prognóze (alespoň podle její pracovní verze) se zřejmě dostaneme pod inflační cíl i v roce 2016.

SMS také upozorňuje na nedávnou studii KPMG ohledně očekávaného růstu mezd v České republice a obecněji v regionu střední Evropy. Výsledky sice ukazují, že velký počet firem plánuje navýšení mezd, ale nikoli podstatné zvýšení – zhruba pouze mezi 2 a 3 %. To je méně, než SMS očekávala v minulé prognóze. Zároveň však inflační očekávání firem nejsou daleko od předpokladů SMS a stejně tak firmy předpokládají podobný ekonomický růst, avšak očekávaný růst mezd tomu neodpovídá.

M. Singer (v diskuzi o mzdách): Poznává, že snad všechny centrální banky, které vyzkoušely nějaké nestandardní politiky, byly zhruba rok poté překvapeny nižším růstem mezd a obrátily svou pozornost na trh práce.

L. Lízal: Děkuje za box o daňové optimalizaci mezd. Ptá se, zda nejsou k dispozici data, která by mohla vysvětlit rozpor mezi předpokládanou a pozorovanou strukturou uspokojování zvýšené poptávky po práci ve třetím čtvrtletí. Důležitá může být například míra participace žen, kdy je možné, že ženy jsou dodatečně najímány na kratší úvazky, což by daný rozpor mohlo vysvětlit. V této souvislosti se ptá, jak se vyvíjí disponibilní příjem domácností. Pokud se zvyšuje participace žen, tak průměrné mzdy mohou klesat, ale není to pro domácnosti takový problém, protože stejně roste jejich koupěschopnost.

Odpověď SMS: Pokud jde o participaci žen na trhu práce, zatím nejsou k dispozici nová data za třetí čtvrtletí z Výběrového šetření pracovních sil, která budou dostupná až v lednu. Potom bude podána odpovídající informace při zpracování velké situační zprávy. Pokud jde o disponibilní příjem, prognóza očekávala, že poroste; skutečnost je taková, že disponibilní příjem sice roste, ale nižším tempem. Dochází k růstu zaměstnanosti a dochází také k růstu průměrné mzdy, čili celý objem mezd a platů narůstá.

K. Janáček: Poznává, že je nutné sladit číselné údaje o růstu průměrné nominální mzdy v roce 2014 v grafické příloze situační zprávy „Trh práce (2)“, kde je uvedena hodnota 2,9 %, zatímco v tabulce klíčových makroekonomických indikátorů je uvedeno 3,1 %. Které číslo platí?

Odpověď SMS: Správně je údaj 3,1 % v tabulce shrnující klíčové makroekonomické indikátory.

P. Řežábek (v diskuzi o cenách energií a ropy): Táže se na průsak nižších cen energií do výrobních cen. Zajímá ho odhad dopadů nižších cen elektrické energie, neboť i na příští rok je očekáváno jejich snížení. Ptá se, zda by dopady změn cen ropy byly významné, i kdyby třeba současné nízké ceny ropy vydržely pouze v průběhu prvního čtvrtletí roku 2015.

M. Singer (v diskuzi o cenách energií a ropy): Zdá se mu, že v debatě o vlivu cen ropy v situační zprávě chybí zhodnocení jejich dopadu na HDP. Spojuje tuto záležitost s dotazem P. Řežábka a myslí si, že by bylo dobré, aby v příští situační zprávě byl box, který bude vývoj cen ropy a její dopady na inflaci a HDP podrobně zkoumat, a to v závislosti na tom, jak dlouho bude pokles těchto cen trvat. Poznává, že ceny ropy nás před několika lety velmi překvapily v opačném směru.

Oceňuje pokus o debatu mezních nákladů na těžbu ropy. Rád by ale viděl analýzu založenou na variabilních a fixních nákladech pro jednotlivé hlavní producenty ropy. Pokrytí variabilních nákladů umožňuje těžit ve stávajících kapacitách (možná i u břidlicového plynu), ale druhá věc je, že už nevznikají nové kapacity. Čísla, která jsou uvedena v situační zprávě jako mezní náklady, bývají jinde diskutovány i v souvislosti s průměrnými náklady, a ocenil by tak podrobnější analýzu těchto údajů pro různé producenty.

P. Řežábek (v diskuzi o cenách energií a ropy): Doplnuje dotaz M. Singera a poznává, že diskuzi nákladů na těžbu ropy vedeme v dolarovém vyjádření. Variabilní náklady jsou ale důležité v národní měně daného producenta, takže například současné oslabení rublu může mít vliv na využití ruských kapacit.

Odpověď SMS: V aktualizovaných simulacích lze pozorovat průsak nižších cen ropy přes regulované ceny, resp. přes ceny zemního plynu, který je relativně významný. Je to také součástí vysvětlení skutečnosti, proč se více přehodnocuje výhled pro rok 2015 než pro rok 2016, neboť výhledy cen ropy a plynu naznačují, že nyní ceny spadnou, stlačí inflaci v roce 2015, ale v roce 2016 už budou ceny těchto komodit stabilní, a tudíž se regulované ceny vymaní z poklesu. Regulované ceny byly zatím přehodnoceny o 0,8 procentního bodu směrem dolů, což činí zhruba 0,2 procentního bodu do celkové inflace. Nicméně toto přehodnocení přišlo ve chvíli, když cena ropy byla 75 dolarů za barel, nikoli pod 60 dolary, jak je tomu nyní. Lze tedy odhadnout, že v simulacích má SMS započítanou zhruba polovinu efektu, který by odrážel současné ceny ropy – úprava inflace směrem dolů o další dvě desetiny přijde, pokud se výhledy cen ropy udrží tam, kde jsou nyní. Pohonné hmoty mají poklesnout o cca 3,5 %; zde jsou dopady tlumené daněmi, ale také to několik desetin rozdílu v inflaci může činit. Dohromady se tyto efekty mohou nasčítat a vyústit v docela velkou změnu predikované inflace.

Konkrétní kvantifikace těchto efektů je nyní prováděna v rámci zpracovávání nové krátkodobé prognózy: v případě zemního plynu je očekáván pokles až o 4,5 % v druhé polovině příštího roku. V minulé prognóze byl naopak očekáván pouze lehký pokles zhruba o 1 %. Profil výhledů cen ropy a zemního plynu je odlišný, kdy u zemního plynu se očekává, že ke snížení cen dojde až spíše ve druhé polovině roku 2015. Aktuálně ceny zemního plynu tolik nepadají; je tedy možné, že ještě dojde k přehodnocení na kratším horizontu prognózy v návaznosti na to, jak rychle nyní padá cena ropy. Pokud by takto nízká cena vydržela pouze jedno čtvrtletí, tak by zřejmě dopady na ceny zemního plynu byly mnohem nižší a do regulovaných cen by se příliš nepromítly (na rozdíl od cen pohonných hmot). Výhledy cen ropy v Consensus Forecasts se ovšem posouvají rovnoběžně směrem dolů, tedy čeká se, že se jedná o trvalejší šok.

M. Singer (v diskuzi o cenách energií a ropy): Poznává, že jsme zažili šoky opačným směrem, kterým také čtvrt roku dopředu nic nenaznačovalo. Je obtížné předvídat, co se bude dít s cenami ropy, a Consensus Forecasts nám v tomto ohledu často příliš nepomůže.

P. Řežábek (v diskuzi o cenách energií a ropy): Připomíná své otázky, na které nedostal odpověď. Ptal se na zhodnocení průsaku cen energií a ropy do ekonomiky pro tento a příští rok. Efekty do cen pohonných hmot představují pouze prvotní efekt. Ale například u

potravinářů, zejména pekařů, tvoří rozvozy zboží jednu z největších položek, a tak je možno pokračovat dále. Bylo by dobré se nad těmito dalšími efekty zamyslet o něco více.

Odpověď SMS: Co se týče cen elektřiny, efekty nedávného poklesu jsou již zapracované. Vliv nebude tak dramatický jako v letošním roce, kdy cena elektřiny klesala zhruba o 10 %; na příští rok to je -2,1 %, takže pokles regulovaných cen se zmírní, ale bude se stále jednat o pokles. Jedná se o součást aktualizovaného scénáře prognózy, který již byl prezentován. Plnohodnotné posouzení druhotných efektů se musí odehrát v rámci prognózy. Nyní to přesně říci nelze.

P. Řežábek (v diskuzi o cenách energií a ropy): Je-li však řeč o průsacích cen, rád by slyšel, třeba v případě elektrické energie, zda jsou vyhodnocené numericky. Slovně to evidentně SMS umí hodnotit a připouští existenci průsaků.

Odpověď SMS: Lze je vyhodnotit v rámci prognózy; u malé situační zprávy není zpracována nová plnohodnotná prognóza. V rámci nové prognózy budou průsaky plnohodnotně zapracovány. Co se týče boxu o vlivech ropy, bude zpracován do příští situační zprávy. SMS má verzi modelu g3, která uvažuje ropu explicitně, což se hodí ve chvílích, kdy se ceny ropy výrazně odchyľují od vývoje zbytku cen v zahraničí, takže to SMS umožní dekomponovat efekty ropy separátně od zbytku cen v eurozóně. To, co je nyní v modelu g3 klasifikováno jako dovozní ceny, je ve zmíněné verzi modelu rozklíčováno na efekty ropy a efekty ostatních dovozních cen, což SMS umožňuje posuzovat tyto vlivy individuálně.

V. Tomšík (v diskuzi o přehodnocení výhledu inflace): V 8. situační zprávě je u inflace nejvíce přehodnocen očekávaný vývoj v roce 2015; přehodnocení je poměrně velké a dosahuje 0,5 procentního bodu, což je 25 % cílované hodnoty. Přehodnocení pro rok 2016 je naopak velmi malé, což si dokáže osobně vysvětlit tím, že prognóza na delším horizontu je daná gravitační silou cíle. Zajímá ho, zda je predikce na rok 2016 skutečně dána touto gravitací, a zda tato gravitace nespolehá na to, že lidé ČNB věří a mají příslušně ukotvená inflační očekávání. ČNB ale cíl dlouhodobě podstřeluje a nebude-li konat, může tento mechanismus přestat fungovat. Táže se, zda taková situace nevolá ještě po silnější akci.

L. Lízal (v diskuzi o přehodnocení výhledu inflace): Jeho dotaz se také týká přehodnocování výhledu cen na roky 2015 a 2016. Ptá se, jaká je anekdotická evidence o tom, kdy přichází revize dlouhodobějšího výhledu. Nyní se mu zdá, že se jednalo spíše o mechanickou revizi těsně před začátkem roku 2015, zatímco o roku 2016 nikdo ještě příliš nepřemýšlí.

Odpověď SMS: Gravitační síla inflačního cíle funguje nejen v modelu SMS, ale i v Consensus Forecasts, který pro horizont, o kterém analytici zatím příliš nepřemýšlejí (což doposud nepochybně byl rok 2016), ukazuje návrat k ustálenému stavu – což znamená dvouprocentní inflaci jak spotřebitelskou, tak výrobní. Je ale vidět, že když se v aktualizaci Consensus Forecasts pohnuly výhledy i pro rok 2016 směrem dolů, tak to automaticky dostáváme i do nižšího výhledu inflace pro rok 2016 pro Českou republiku. V nové prognóze to skutečně může dopadnout tak, že ani v roce 2016 nebude dosažen inflační cíl. Pak bude zcela evidentní, že je potřeba posunout hladinu kurzového závazku, nebo posunout exit za rok 2016, což by ale již bylo za horizontem prognózy.

SMS také v modelu NIGEM zkoušela simulovat efekty nižšího růstu zahraniční poptávky o 1 procentní bod oproti Consensus Forecasts a pokles cen komodit o 20 % v následujících letech. Simulace naznačuje, že taková situace by také znamenala podstřelení inflačního cíle na celém horizontu prognózy.

V. Tomšík (v diskuzi o slovních intervencích): Jeho druhá otázka se týká posunu vyznění doporučení SMS směrem ke slovním intervencím, které jsou nyní zdůrazněné. Porovnává

situaci, která panuje v současnosti, se situací, která byla před rokem v době zahájení intervencí. Situace mu připadá velmi rozdílná: všechny složky HDP nyní přispívají k růstu (s výjimkou čistého exportu), mzdy rostou, zatímco v loňském roce nerostly, nezaměstnanost klesá, korigovaná inflace bez pohonných hmot začíná po pěti letech růst, nové úvěry začínají také růst. Je podstatné, že se otočil sentiment. Co je ještě důležitější, kurzový závazek je již stanoven. Nehrozí tedy, že když nic neučiníme, kurz okamžitě posílí. Táže se, zda SMS skutečně nehodnotí situaci, která panuje dnes, jako diametrálně odlišnou od té, která panovala před rokem. Upozorňuje, že současný pokles cen ropy je nabídkovým šokem, ale SMS přesto přichází s podobným nástrojem jako před rokem.

J. Rusnok (v diskuzi o slovních intervencích): Připojuje se k dotazu V. Tomšíka.

Odpoověď SMS: Srovnání oproti situaci před rokem je kvalitativně odlišné zejména z hlediska stavu české ekonomiky a zejména pokud jde o cenu ropy. SMS rozlišuje mezi vlivem ceny ropy, kde se jedná o jednoznačný pozitivní nabídkový šok, protože jsme čistým dovozcem ropy a zemního plynu, a vlivem ceny elektřiny, jejímž jsme čistým vývozcem. Na druhou stranu skutečnost, že eurozóna má dlouhodobě klesající výrobní ceny i bez efektu nyní levné ropy, díky čemuž dovážíme dost deflačních tlaků, tvoří fundamentální část příběhu – zvláště pokud by tyto klesající ceny stahovaly růst zahraniční poptávky a výhledy HDP v Německu se přehodnotily směrem dolů. To představuje negativní šok jednak přes vliv dovozních cen, ale také přes vliv zahraniční poptávky.

Existuje obava, že tento pozitivní nabídkový šok může mít negativní dopady do inflačních očekávání tím, že snižuje inflaci v situaci nulové spodní hranice sazeb, a tím může zvyšovat reálné úrokové sazby. Nyní ČNB rok komunikovala, že reálné úrokové sazby působí na domácí poptávku, a pokud by tyto efekty začaly slábnout, tak máme problém, který nebude příliš odlišný od situace, ve které jsme byli v roce 2012 a v první polovině roku 2013. Sentiment se navíc může začít otáčet, což ovšem zatím v datech SMS nepozoruje.

M. Hampl: Jeho první dotaz se týká úrokové složky měnových podmínek. Tříměsíční PRIBOR za poslední rok mírně klesá, a tím klesá i spread mezi PRIBOREm a dvoutýdenní repo sazbou. Chce se zeptat, kam až lze očekávat, že by se spread mohl dostat, a zda trend jeho poklesu bude pokračovat. Má toto velmi mírné uvolňování měnových podmínek nějaký vliv, či je pro nás nemateriální z hlediska vývoje měnových podmínek jako celku?

Odpoověď SMS: Co se týče úrokové složky měnových podmínek, již nelze spoléhat na nějaké podstatné uvolňování. Samotná sazba 3M PRIBOR se pohybuje dolů pouze po setinách a totéž platí pro sazby FRA. Tento vývoj se pak jedná k jedné přenáší do úrokových sazeb z úvěrů pro podniky, které jsou obvykle variabilní nebo pouze s krátkou fixací. Naopak, kde stále SMS vidí poklesy na historická minima, jsou sazby z hypoték, které mají vztah ke vzdálenějšímu horizontu výnosové křivky, a kde tento pokles táhne vývoj desetiletého výnosu českých vládních dluhopisů, který se v jednu chvíli dostal bezprecedentně až pod úroveň výnosu německého bundu.

Obě složky indexu reálných měnových podmínek, které SMS začíná počítat (a které má SMS jako námět pro box do lednové Zprávy o inflaci) ukazují, že podmínky jsou uvolněné, ale vstupují tam inflační očekávání. Pokud se SMS podívá na vývoj inflačních očekávání v ex ante pohledu, tedy očekávání měřená IOFT, je pozorován jasný trend, kdy v ročním horizontu se očekávání za posledních tři čtvrtě roku snížila z hodnoty 2,3 % až na 1,5 %. V tom se samozřejmě odráží protiinflační vliv přicházející primárně ze zahraničí, který analytici vnímají. Pokud tuto informaci SMS použije pro výpočet reálných úrokových sazeb, je pozorováno autonomní zpřísnění měnových podmínek. Spread mezi 3M PRIBOR a 2T repo by ještě mohl dále klesat, ale ten efekt je nemateriální. Materiální je pokles desetiletých výnosů vládních dluhopisů, který přes sazby hypoték něco viditelného činí.

M. Hampl: Jeho druhý dotaz směřuje na poradce, kteří psali stanovisko. Prosí o vysvětlení druhé věty vtučeného odstavce dole na straně 2 stanoviska: „V případě další kumulace protiinflačních tlaků, které by vedly k výhledu inflace v dolní části tolerančního pásma, preferujeme odklad termínu exitu, o kterém by mělo být rozhodnuto ve chvíli, kdy by očekávání exitu začala ovlivňovat kurz, jeho očekávání, očekávání inflace a dlouhé nominální úrokové sazby.“ Jedná se o dosti kryptickou pasáž.

Odpověď poradce Franty: Seznam makroekonomických veličin, na které bychom se měli dívat při rozhodování o posunu termínu exitu, se přesně kryje s veličinami, které nám naznačí, že odklad exitu bude účinný. Když se tedy podíváme na kanály, přes které odklad exitu funguje (to znamená působení na dlouhodobé reálné sazby, kde ovlivňujeme dlouhodobé nominální sazby přes krátkodobé nominální sazby a ovlivňujeme očekávání inflace přes kurz), tak nám poskytnou seznam veličin, které by nám mohly naznačit, kdy je ten správný čas.

M. Hampl: Znovu cituje ze stanoviska: „Kdy by očekávání exitu začala ovlivňovat kurz, jeho očekávání (...).“ O jakém očekávání je zde řeč?

Odpověď poradce Vašíčka: Řeč je o očekávání finančních trhů, že aktuálně stanovený kurzový závazek bude v dohledném horizontu, tj. zhruba 6-9 měsíců, ukončen. Takové očekávání by mohlo samo o sobě začít vytvářet tlak na posilování kurzu, čemuž by mělo být zabráněno vhodně načasovanou deklarácí, že exit bude odložen.

L. Lízal: Ptá se na rozpor mezi predikovaným a realizovaným růstem vládních výdajů pro třetí čtvrtletí: predikováno bylo 1,4 %, ve skutečnosti růst činil 0,3 %. Jaké je vysvětlení tohoto rozdílu?

Odpověď SMS: Prognóza výdajů vlády je primárně činěna na roční frekvenci a kompozice do čtvrtletí je relativně arbitrární, protože se svým způsobem jedná o nepozorovanou veličinu. Ve třetím čtvrtletí nastalo překvapení směrem dolů, ovšem došlo také k revizi historických hodnot, zejména pro druhé čtvrtletí v opačném směru, takže součet druhého a třetího čtvrtletí nyní odpovídá prognóze. Z tohoto titulu SMS nemá příliš důvod měnit výhled výdajů vlády do konce roku. Ve čtvrtém čtvrtletí dojde k výraznému zrychlení spotřeby vlády vlivem zvýšení mezd v nepodnikatelské sféře, protože náhrady zaměstnancům jsou explicitní součástí spotřeby vlády v nominálním vyjádření.

J. Rusnok: Má několik drobných otázek. Děkuje za box o dopadech daňové optimalizace. Konstatuje ale, že o budoucím vývoji trhu práce víme poměrně málo a budeme zřejmě nadále překvapováni. V posledním odstavci na straně 25 o výsledcích finančního hospodaření je psáno, že růst hrubého provozního přebytku si stále zachovává dvouciferné tempo při mírném meziročním zrychlení, což jde na vrub zvolnění růstu výkonové spotřeby a z toho plynoucímu výraznějšímu růstu přidané hodnoty. Chce se zeptat, zda existuje nějaký expertní odhad, nakolik zvolnění výkonové spotřeby je dáno poklesem cen energií, respektive komodit, které v tom mohou hrát významnou roli.

Odpověď SMS: Vývoj výkonové spotřeby je dominantně příběhem poklesu cen energetických vstupů, zejména elektřiny (o 10 %), k čemuž se připojují pohonné hmoty, i když jejich inflace byla v poslední době zhruba kolem nuly. I to však zmírňuje růst nákladů, což podporuje růst provozního přebytku. To je dobře vidět z vývoje cen průmyslových výrobců, kde energie představuje dominantní faktor jejich celkového poklesu. Takto bude pokles cen ropy pomáhat podnikům udržovat ziskovost i při klesajících cenách; jedná se tedy skutečně o jiný typ protiinflačního šoku, než když klesaly výrobní ceny v jádru zpracovatelského průmyslu, a to prostě proto, že marže firem tímto spíše narostou.

M. Singer: Na straně 34 je uvedeno, že rychlost obratu peněz by měla být v příštím roce zhruba stabilní. Graf na straně 33 ovšem stabilitu obratu peněz nenaznačuje.

Odpověď SMS: Pasáží bylo myšleno, že se bude změna rychlosti obratu peněz v příštím roce pohybovat kolem nuly, ale formulace mohla být zdařilejší.

M. Singer: Táže se, jaký je očekávaný růst HDP pro rok 2015 ve scénáři s endogenním kurzem.

Odpověď SMS: Tento údaj SMS zašle e-mailem. U aktualizace předpovědi s využitím nového Consensus Forecasts je prognóza růstu HDP v letošním roce 2,2 % a 2,3 % v příštím roce. Scénář s endogenním kurzem může být u predikce HDP na příští rok lehce výše, protože oslabenější kurz pomáhá růstu.

M. Singer: Na straně 15 je uvedeno, že počet podnikatelů ve třetím čtvrtletí nejzřetelněji poklesl ve velkoobchodě a maloobchodě a ve zpracovatelském průmyslu. Má SMS nějaký názor na to, proč klesají počty podnikatelů v nejrychleji rostoucích segmentech ekonomiky?

Odpověď SMS: Během cyklu funguje standardní mechanismus, kdy lidé, kteří přijdou o práci, mají často nějaké živnostenské oprávnění, a tak spadnou do kategorie podnikatelů. Naopak, když znovu najdou plnohodnotnou práci, z klasifikace podnikatelů opět vypadnou.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

K. Janáček: Prognóza ze sedmé situační zprávy vyústila v potřebu více uvolněných měnových podmínek oproti předchozí prognóze z páté situační zprávy. Přijaté řešení již dříve spočívalo v prodloužení platnosti kurzového závazku ze třetího čtvrtletí 2015 do prvního čtvrtletí 2016. Aktualizace prognózy z osmé situační zprávy posouvá hodnocení dále protiinflačním směrem. Výhled celkové inflace se posouvá na celém horizontu směrem dolů, a to zejména pod vlivem zahraničních veličin, tj. přehodnocení výhledu zahraniční inflace, radikálního poklesu světových cen zejména energetických surovin a přehodnocení výhledu zahraniční ekonomické aktivity směrem dolů. Současně data z domácí ekonomiky vyznívají s výjimkou mezd více protiinflačně. Podle jeho interpretace však ani zmíněná aktualizace prognózy v osmé situační zprávě zcela nedoceňuje rizika spojená se zahraničním vývojem. Myslí si, že zahraniční poptávka může být více utlumená a že eurozóna zažije cenový vývoj balancující na hraně deflace. V uvedeném kontextu je aktuální otázka možných variant dalšího postupu, zejména pokud by docházelo k realizaci rizik nad rámec stávající prognózy. Souhlasí se stanoviskem poradců, že odklad termínu exitu je vhodnější při bilancování výnosů a rizik než změna hladiny kurzového závazku.

P. Řežábek: V řadě věcí by mohl opakovat svoje argumenty z minulého zasedání, kdy měl výhrady vůči přílišnému optimismu ohledně růstu ekonomiky a růstu mezd, což bylo ze strany SMS očekáváno v průběhu letošního roku. Také by chtěl připomenout, že tuzemská fiskální politika podle jeho názoru spíše hledá směr.

Vrací se ke svému dotazu na otevřeném jednání ohledně hodnocení průsaku nižších cen elektřiny. Myslí si, že to může mít také pozitivní dopad na domácnosti, protože vyúčtování se bude provádět v příštím roce a domácnostem se možná budou vracet přeplatky nebo nebudou muset po určitou dobu platit zálohy. To může mít příjmový efekt pro domácnosti. Obdobně lze uvažovat u průsaku do průmyslových cen výrobců. Proto si myslí, že stojí za to se k tomuto tématu ještě vrátit.

Dále komentuje vývoj cen ropy a objasňuje, proč se dotazoval, zda je snížení cen pouze krátkodobé. Podle jeho názoru není jisté, zda nízké ceny ropy vydrží delší dobu.

Pokud jde o zahraničí, Evropa se potácí v hledání směru i reakce jak na nízkou inflaci, tak na nízký ekonomický růst i na relativně nízký růst mezd. To potvrzují relativně častější stávky zaměstnanců. Dopad „ruských sankcí“ a trvání ukrajinské krize na již tak nízký růst v Evropě není velký, ale může negativně ovlivnit sentiment v Evropě. Americká ekonomika se rozbíhá, ale na potvrzení robustnějšího růstu by počkal, protože zatím to může být dáno náběhem těžby plynu z břidlic a souvisejících investic. V Číně je vysoké zadlužení nefinančních podniků a zejména růst tohoto zadlužení v posledních pěti až šesti letech je enormní a nesvědčí o budoucí stabilitě v tomto segmentu.

Je také střídmejší v hodnocení tuzemského sentimentu, kde důležitým ukazatelem budou údaje ze závěru roku. V Evropě se podle jeho názoru sentiment zatím příliš nezměnil, takže tam toho příliš neočekává.

Myslí si, že i v Evropě snižování cen energií po vysokém růstu od roku 2008, kterého jsme nyní svědky, je do jisté míry správnou reakcí na krizi, ale opožděnou, a má dopad do již tak nízké inflace. Pokud by tato opožděná reakce v rámci řešení obnovitelných zdrojů přišla dříve, byla by Evropa více srovnatelná s americkou ekonomikou.

Doufá, že současné delší období nižších sazeb nevyvolá v tuzemsku ani Evropě případné bubliny na trzích aktiv, a pokud ano, že se je podaří včas zachytit.

V. Tomšík: Hodnotí ekonomickou situaci. Opět se potvrzuje, že tuzemská ekonomika se nachází na trajektorii růstu a vyvíjí se správným směrem. Inflace se otočila z trendu neustálého snižování, kdy se dotkla téměř deflačního pásma, a zvyšuje se. Inflace ale oproti očekávání roste pomaleji a k 2% cíli se přiblíží oproti očekávání zdola a později. V této chvíli již nelze očekávat přestřelení cíle a přibližování k cíli shora. Rizika identifikovaná v situační zprávě jsou tři protiinflační, zatímco proinflační riziko není v situační zprávě identifikováno žádné. Protiinflačními riziky je oproti prognóze nižší růst HDP v eurozóně a nižší růst cen výrobních i spotřebitelských v eurozóně, nižší ceny ropy a v domácí ekonomice oproti prognóze nižší růst mezd. Rizika jsou protiinflační.

Navazuje na diskusi z otevřeného jednání. Ve chvíli, kdy je navrhována určitá úprava parametrů kurzového závazku, si klade otázku, nakolik je situace jiná než před rokem. Na otevřeném jednání zaznělo, že situace je z pohledu domácí ekonomiky v této chvíli jiná než před rokem. Situace je ale podobná tomu, co bylo před rokem identifikováno z pohledu eurozóny. Novým faktorem je pro něho nákladová inflace z nižších cen ropy, která je v této chvíli pozitivní. Potřebuje vědět, zda dodatečné deflační tlaky v cenách výrobců v průmyslu v eurozóně budou převážně poptávkové nebo nabídkové. Klade si otázku, zda lze uvažovat o použití stejného nástroje jako před rokem. Sdílí návrh z otevřeného jednání, že je potřeba nejprve vyhodnotit další vývoj.

Uvažuje, jaká řešení se nabízejí. Jednou možností je situaci „vysedět“. Bylo již na dnešním jednání navrhováno počkat na další vývoj a k tomu by se sám přiklonil. Na druhou stranu ale má velké dilema, zda tím měnová politika nesklouzne do vzadhledčnosti. Měnová politika má být vpředhledcí. Její případná nečinnost může znamenat velké ztráty. Má v tom velký otazník.

Jedním z nástrojů, který již byl využit v polovině letošního roku, je odklad exitu. Je to dostupný nástroj, ale zároveň nebezpečný, protože pokud bude komunikován odklad exitu, inflace může překvapit a stejně tak ceny ropy a bude obtížné z tohoto závazku posunutého exitu ustoupit. Inflace by mohla rychle přestřelit. Nástroj odkladu exitu je relativně tupý a zároveň velmi nebezpečný.

Proto si dokáže představit dnešní návrh, se kterým SMS nepřichází poprvé. Na minulém zasedání jej bankovní rada odmítla. SMS navrhuje komunikovat verbální intervenci. Je si ale

vědom toho, že pak je již jen krůček od toho udělat velký krok jako před rokem. V tom je opět velmi rozpolcený, protože již dříve říkal, že kurzový závazek považuje za závazek a nikoli za přesměrování na novou politiku typu "crawling peg". Tento nástroj by chtěl použít až ve chvíli, kdy opravdu uvidí, že se materializují rizika. V této souvislosti připomíná zejména kvůli minutes, že je dobré vyslat signál, že pro měnovou politiku ČNB je kotvou vždy inflační cíl a inflační očekávání. Teprve až když uvidí, že jsou v ohrožení, je potřeba tyto nástroje použít a připomenout, že kotvou není kurzový závazek.

M. Hampl: ECB dokonvergovala na technickou nulu definovanou jako 0,05 % řadu čtvrtletí po ČNB. Bank of England rozhodla, že sníží počet měnových zasedání z 12 na 8 ročně, z toho 4 s inflační zprávou a 4 bez inflační zprávy. To je režim, ve kterém je ČNB již řadu let. Švédská centrální banka ústy Stefana Ingvese oznámila, že bude hledat všechny další cesty k uvolnění měnových podmínek, včetně použití intervencí. To je zpráva z tohoto týdne. Tím vším chce říci, že je měnová politika ČNB napřed a nemá se v klíčových věcech, které provádí, kde poučit a za koho schovat, nemá se kde příliš inspirovat a její rozhodnutí jsou průlomová. Uvažuje, že když je například první na nějaké cizí planetě, kde nikdo ještě nebyl, a jako první prochází jejím územím, je rozumné dělat kroky poměrně opatrně. Je vždy lepší si dvakrát posvítit, než jednou vstoupit někam, kde ještě nikdo nebyl. Touto úvahou se vrací k tomu, co je asi nejzásadnějším předmětem dnešního jednání, a to je opakovaný návrh SMS komunikovat připravenost za určitých okolností změnit úroveň kurzového závazku. Na minulém zasedání tento návrh nepodpořil. Jeho argumenty by mohl opakovat i dnes, protože o tomto návrhu stále není přesvědčen. Není o tom přesvědčen z formálního důvodu, kterým je přírůstek o neprobádaném území. Není o tom ale přesvědčen ani věcně, protože kurz je oproti prognóze slabší a prognóza stále předpokládá návrat inflace k cíli, i když má o tom pochyby. Proto by byl opatrný a dvakrát měřil a jednou řezal.

Rozumí úvaze o odkladu exitu, která se objevuje ve stanovisku poradců. Jen velmi nesouhlasí s uvedenými podmínkami, které mu připadají v rozporu s inflačním cílováním. K odkladu exitu by mělo dojít s ohledem na budoucí inflační vývoj a nikoli s ohledem na to, co termín exitu, o kterém by ani ještě nebylo rozhodnuto, udělá s očekáváním dalších veličin.

Zajímavou úvahou minimálně ve středním období je otázka komunikace šoku do některých cen energií. Mluvil o tom V. Tomšík a objevuje se to i v situační zprávě. Jde-li o pozitivní nabídkový šok, lze k němu přistupovat obdobně jako na negativní nabídkový šok v roce 2008. S V. Tomšíkem tehdy psali zásadní články o tom, že šlo jen o dočasný výkyv v inflaci a že se vrátí zpět k cíli, což se pak stalo. Je tedy otázka, jak dlouho bude tento šok trvat. Pokud by šlo i tentokrát o krátkodobý šok, není třeba se tím příliš zabývat. Kdyby to ale měl být pozitivní nabídkový šok, který by zásadně měnil parametry fungování ekonomik na dlouhou dobu, bylo by potřeba se tomu více věnovat. Komunikace by měla zmínit nikoli připravenost změnit závazek, která je i byla implicitně stále přítomná, ale to, že vývoj na trzích některých energetických komodit je nabídkový a nikoli poptávkový šok.

L. Lízal: Začíná otázkou, která byla diskutována na minulém zasedání. Minulá situační zpráva se ptala, do jaké míry je pozitivní domácí ekonomický vývoj schopen přetlačit dezinflační tendence ze zahraničí. Minulá situační zpráva hodnotila rizika jako vyrovnaná a že není tak jisté, že k tomu dojde. Aktuální situační zpráva ale jednoznačně říká, vývoj domácí ekonomiky nebude schopen přetlačit dezinflační tendence ze zahraničí. Kromě toho, že se zvyšují některé nejistoty z domácí ekonomiky, což bylo diskutováno na otevřeném jednání, ať už jde o rozdílná data z trhu práce nebo mírně nižší vývoj inflace, situační zpráva jednoznačně hodnotí, že určující jsou rizika ze zahraničí. Tato rizika jsou měnová, ekonomická a jde také o rychlý pád cen energetických komodit.

Myslí si, že trhy začínají být ve vnímání reálných ekonomických veličin skeptičtější stejně jako Consensus Forecasts. Proto se na otevřeném jednání ptal na výhled roku 2015 i 2016. Nedivil by se, pokud výhledy i na rok 2016 budou přehodnocovány směrem dolů. To vidí jako negativní riziko.

Navazuje na diskuzi o kurzovém závazku a na to, jak má vypadat exit z tohoto závazku. Rozumí stanovisku poradců a také si uvědomuje určité skryté riziko v tom, že v okamžiku posunu exitu spoléháme na to, že jsme v časovém horizontu, kdy ekonomičtí agenti se dívají na konec závazku, který je pro ně důležitý a který je relativně blízko. Je-li ten horizont příliš dlouhý, to znamená za horizontem uvažování běžného podniku, tato úvaha přestává fungovat. Tak rozumí té podmínce, která je ve stanovisku. Nedomnívá se však, že prodloužení exitu, jak ve stanovisku uvádějí poradci, vede přes očekávání k dostatečným efektům při dlouhém horizontu, neboť se tam spoléháme na splnění podmínky reálné konvergence. To je ale nespílitelné, protože v okamžiku, kdy je na „zero lower bound“ potřeba uvolnit měnové podmínky, je velmi nepravděpodobné, že je již obnovena reálná konvergence nebo že reálná konvergence pomůže použít nástroj exitu. Pokud je tedy horizont exitu relativně dlouhý a bude potřeba uvolnit měnové podmínky, bude potřeba zvažovat změnu hladiny kurzového závazku, protože odklad exitu nepomůže. Odklad exitu by byl použitelný v situaci, kdy je horizont exitu relativně krátký. Aktuálně je horizont exitu dost daleko na to, aby jeho případný posun mohl mít dopady.

J. Rusnok: V diskuzi zazněly podstatné věci. Souhlasí s tím, že popis ekonomiky ukazuje poněkud jinou situaci než před rokem nebo rokem a půl. Domácí ekonomika roste víceméně v souladu s prognózou, byť jsou zaznamenány určité korekce, které jsou v řádu desetin naprosto normální. Jsme tak jako i předtím na jedné straně pod tlakem domácího růstu, který je ale zatím velmi neinflační patrně z dobrých důvodů, a na druhé straně pod tlakem vnějšího prostředí, tj. dezinflačních až deflačních tendencí z dovozu. V tuto chvíli je to na začátku, kdy jsou vůbec nějaká data, a je zatím obtížné vyhodnotit, nakolik je přítomen také pozitivní nabídkový šok z cen komodit primárně energetických i některých dalších. Nejde jen o rychlý pád cen ropy. Pokles velkoobchodních cen energie je dlouhodobý a mnoholetý a promítá se do ekonomiky. Výrobci si mohou dovolit prodávat levněji a jejich marže to nijak nelikviduje. Týká se to i jiných komodit. Nyní se k tomu přidává ropa.

Jelikož vidí velký vliv pozitivního nabídkového šoku, který bude rostoucí, je pro něho složité se ztotožnit s mechanickým používáním nástroje jako v situaci, která byla před rokem nebo rokem a půl jiná v podmínkách nedostatečné poptávky. Délku trvání tohoto šoku nelze odhadnout. Dovolí si ale vyslovit hypotézu, že to bude časově omezené v horizontu maximálně středního období. Přes všechny problémy měření, nákladové kalkulace v případě ropy ukazují, že to má reálné náklady, které jsou dnes již možná v mnoha případech blízké prodejní ceně. Také celosvětová spotřeba ropy sice zpomaluje, ale stále roste. Jde i o časové souslednosti spojené s otvíráním nových ložisek. Myslí si ale, že tento šok nemůže trvat dlouho.

V této souvislosti se také přiklání k určité opatrnosti v tom, zda je dobré vysílat signály o připravenosti použít v reakci na tyto výkyvy změnu nominálního závazku. Spíše si myslí, že je ještě čas rozhodnout o tom i z hlediska případné komunikace. Nebrání se ale diskuzi o komunikačním balíčku, zda tento nástroj nějakým způsobem připomenout, i když implicitně tento nástroj stále existuje. Tomu se nebrání. Rozumí stanovisku poradců, které mu dobře konvenuje. Také si myslí, že je potřeba vnímat rozdíly v tom, jak působí jednotlivé složky kurzového závazku.

M. Singer: Když ráno osciloval v uvízlém výtahu, který se zacyklil mezi nultým a druhým patrem, říkal si, co mu tato budova chce říct z hlediska inflačního cílení.

Hodnocení ekonomického vývoje v některých částech vidí možná mírně jinak než někteří předřečníci. V první řadě jde o eurozónu, která se postupně a velmi agonizujícím procesem v oblasti měnové politiky propracovává k poznání, že potřebuje razantní uvolnění, nemá-li se dostat do seriózních problémů. A současně se v některých zemích propracovává opět do politicky poměrně obtížných situací, které mohou vyústit v akceleraci jevů, které lze obtížně předvídat. To je první věc a nemyslí tím jen Řecko. Je nenulová pravděpodobnost něčeho, o čem by člověk před pár lety uvažoval jen jako o absurdním scénáři maximálně pro zátěžový test.

Co se může vyvíjet protiinflačně v domácí ekonomice, se s výjimkou reálné produkce vyvíjí protiinflačně. To ho vede k tomu, že nesdílí vyjádření, že bilance rizik prognózy ze sedmé situační zprávy je protiinflační. Nemůže ji hodnotit jinak než jako výrazně protiinflační s důrazem na adjektivum výrazně.

Pokud jde o ropu, obává se, že box v příští situační zprávě potvrdí to, co svým způsobem již naznačilo vystoupení P. Řežábka, že v řadě producentůvých teritorií právě proto, že v nich oslabuje kurz, se variabilní náklady dostávají ještě hluboko pod 60 dolarů. Tato producentůvská teritoria jsou jednoznačně spjata s potřebou financovat ambice svých vůdců, ať už jsou jakékoli. Nejsou jen na východě, ale několik je i v Latinské Americe. Budou produkovat více ropy. Nejsou schopni otevřít novou kapacitu, ale to neznamená, že nejsou schopni vytěžovat stávající kapacity na 120 %. V tuto chvíli to ale nechce předjímat. Je-li tomu ale tak, cena ropy bude nízká střednědobě zhruba dva až tři roky. Proto nesdílí obavu, že by mohlo dojít ke zvýšení cen ropy nad 100 dolarů, které by ho vedlo k obavám, že bude muset v nejbližším období horizontu prognózy řešit problém inflace. Pokud by se tak ale stalo a došlo by k natlakování, stále to bude hluboko pod natlakováním, u kterého jsme se v loňském roce shodovali, že by se inflace měla dostat téměř k 3 %. To si neumí představit při vší úctě k neznámým teritoriím, Marťanům a podobně.

Vrátí-li se k dnešní epizodě s výtahem, zdá se mu, že v tuto chvíli budou pozitivní tlaky v domácí ekonomice zřejmě bránit tomu, aby se blížila ke známým karambolu deflace. Alespoň v tuto chvíli ty známky nevidí. Komunikace musí přesvědčovat trhy a subjekty trhů, že s plněním inflačního cíle to měnová politika stále myslí vážně a že je připravena konat.

Potvrdí-li se jeho obavy, je ještě několik málo týdnů, ve kterých se lze uspokojovat představou, že není potřeba modifikovat kurzový závazek. Je ale velmi dobře možné, že nastane situace, kdy bude potřeba se zamyslet, jak a kdy ho změnit a jak to komunikovat.

Úmyslně se před druhým kolem nevěnuje komunikaci. Podotýká jen, že věta, která nepochybně bude nejdebatovanější větou z Prohlášení, zaznamenala již včera odpoledne ohromující vývoj. A může ho zaznamenat i dalším směrem. Nemusí to být ale jen o ní.

K. Janáček: Souhlasí s podstatnou částí toho, co řekl M. Hampl, protože to vyjadřuje i to, co říkal na závěr v prvním kole. Zatím je málo informací k tomu, aby bylo možné rozhodovat o změně hladiny kurzového závazku. V období do příští situační zprávy je pro něho dostačující formulace o kurzovém závazku na hladině 27 CZK/EUR do roku 2016. Zda již dnes naznačovat úpravu závazku, to neví a o tom bude diskuze nad návrhem komunikace. Souhlasí ale s tím, že je potřeba neustále opakovat, co je hlavním cílem měnové politiky.

V. Tomšík: Na základě diskuze v prvním kole připomíná, že je přesvědčen o tom, že měnová politika má mnoho nábojů k plnění inflačního cíle. Má na mysli náboje z pohledu hladiny kurzového závazku. Připomíná slova J. Rusnoka z minulého zasedání, že jsou to náboje do bazuky. Toho si je vědom. Proto i sám po diskuzi v prvním kole říká, že než použít bazuku, je připraven začít dělat určité kroky, aby nebylo nutné ji použít. To znamená zaprvé zmínit to, co je kotvou měnové politiky a jaké jsou možnosti. Pak je možné přistoupit k hlasování. V loňském roce to byl také jasný signál, protože návrh byl schválen až napotřetí. Teprve

potom je možné použít náboj do bazuky. Na základě prvního kola je připraven diskutovat o větě z Prohlášení, to znamená její formulaci zmírnit a použít ji naplno až po projednání nové prognózy, protože je připraven na to, že nová prognóza bude možná ukazovat na horizontu prognózy inflaci pod 2% cílem. V takové situaci bude potřeba konat. To znamená nikoli použít náboj do bazuky, ale alespoň začít komunikovat připravenost k posunu hladiny.

J. Rusnok: Také se blíží k postoji předřečníků. Komentáře k vývoji v Evropě jsou skeptické, což je v zásadě správně. Hodnocení ale není černobílé. Vidí drobné signály, které je potřeba brát v úvahu. Kurz eura je slabší více než nepatrně. To má rozhodně národohospodářsky viditelné dopady. Například institut Ifo zvýšil prognózu růstu německé ekonomiky na základě vývoje cen ropy a kurzu eura. Včera se dočetl ve zprávách, že průzkum nákupních manažerů PMI se neočekávaně zvýšil, i když ne dramaticky. Podobně institut ZEW včera publikoval výrazně vyšší ukazatel sentimentu v německé ekonomice. Situace je velmi barevná a o to hůře se předpovídá na základě dnes podle něho ještě neúplných dat a neúplných propočtů.

Chce připomenout ještě jeden aspekt. Rozumí tomu, že to má různé stránky, ale pozitivní převažují. Zavedení kurzového závazku před rokem, tedy použití bazuky, vneslo do české ekonomiky neskutečnou stabilitu v oblasti měnové a kurzové. Z této stability těží české ekonomické subjekty a projevuje se i v sentimentech. To je potřeba brát v úvahu zvláště v době, kdy v některých okolních státech je stabilita poměrně nedostatkovým zbožím. S ohledem na to je také třeba formulovat připomenutí, že je k dispozici určitý arzenál a že měnová politika se nevzdává jeho použití. V dnešním světě je velmi snadné některé věci dezinterpretovat. Na to je potřeba dát pozor.

Již dříve bylo předvídatelně komunikováno, že k exitu nedojde dříve než v roce 2016. Proto je stále dost času vrátit se k vyhodnocení rizik, která jsou i podle jeho názoru převažujícím způsobem či dokonce výrazně protiinflační. Situace se ale velmi rychle mění z jednoho čtvrtletí na druhé a stále přináší nová překvapení. Proto by se vyjadřoval v tomto směru velice opatrně.

M. Hampl: Do druhého kola má dvě poznámky. Zaprvé, rozuměl-li tomu správně, vyjádření sekce bankovních obchodů v měnověpolitickém doporučení podporuje spíše opatrnější než agresivnější přístup. Nebo ne?

K. Bauer (ředitel sekce bankovních obchodů): Posun konce závazku byl trhy chápán spíše jako finální s tím, že potřeba dalšího uvolnění měnové politiky bude realizována změnou intervenční hladiny. Komunikovaná absence diskuze o změně hladiny na minulém zasedání byla pro trhy určitým zklamáním.

M. Hampl: Četl to tedy jinak. To ale nic nemění na druhé poznámce, která je pro něho zásadnější. Dnešní diskuze vypadá jako zvažování změny závazku. Diskuze o tom ale není a týká se jen komunikace o připravenosti měnit závazek. To je o jednu úroveň abstrakce níže. Pro něho je lekcí z minulých let, že komunikovat připravenost k určitému opatření má smysl v okamžiku, kdy je připravenost takové opatření zavést. Pokud tato připravenost není, pak komunikovat připravenost je suboptimální varianta.

L. Lízal: V období po přijetí kurzového závazku bylo komunikováno, že jeho změny nejsou vyloučeny, ale málo pravděpodobné. Vnímání změn závazku se postupně měnilo. Nyní se diskuze týká připravenosti změnit hladinu závazku. K těmto úvahám vede posun ekonomické situace spíše jako pozvolný vývoj a nikoli jako nepředstavitelný šok. Tento vývoj má neblahé důsledky z hlediska plnění inflačního mandátu. Myslí si, že tento posun v diskusi je potřeba dát trhům najevo. Trhy to svým způsobem očekávají, protože byla komunikována důležitost

plnění inflačního cíle. Jestliže je ale inflace na horizontu prognózy pod cílem, může být absence komunikace o změně parametrů závazku trhy vnímána jako netransparence měnové politiky. Souhlasí s J. Rusnokem, že změny ve vývoji jsou relativně rychlé a Německo jako hlavní obchodní partner domácí ekonomiky vykazuje některé pozitivnější signály. Je otázka, zda bude Německo dostatečně silné na to, aby utáhlo nejen domácí ekonomiku, ale i další země Evropy.

V souvislosti s diskuzemi o ropě zaznívají také úvahy o vývoji v Rusku. Myslí si, že takové úvahy je obtížné vyřešit. Překotný vývoj ale může být spouštěčem, že vývoj v eurozóně se může začít vyvíjet oproti předpokladům jinak. Je tedy třeba mít na mysli, že výhledy jsou podmíněny očekávatelným ekonomickým vývojem při absenci negativních šoků. Jediným pozitivním šokem je cena ropy, i když má v sobě určitá „ale“.

M. Singer: V zásadě souhlasí s M. Hamplem. Proto již včera se SMS dlouze konzultoval větu v Prohlášení, aby odrážela to, co je stavem mysli bankovní rady, protože jinak by bylo zbytečné Prohlášení dělat. Triky vůči trhům nejsou v tomto smyslu účinné.

Měnová politika svými kroky občas vede a předstihuje a ze zpětného pohledu se její kroky jeví jako správné. Zdá se mu, že je to přesvědčení velké většiny členů bankovní rady. Zavedení kurzového závazku před rokem zabránilo deflaci a další nárůst úspor obyvatel. Může mít nicméně trochu jiný názor na to, co je bankovní rada připravena učinit nyní.

Prohlášení však má vystihovat názor bankovní rady. Situace se změnila v kumulaci protiinflačních rizik. Protiinflační rizika ale v tuto chvíli nevedou k přesvědčení, že hrozí deflace. Zároveň ale zřejmě nevedou k přesvědčení, že jsou způsobena z větší části něčím jiným než pozitivním nabídkovým šokem, který byl již v minulosti v opačném směru výjimečný. V tuto chvíli je k dispozici nástroj ke korekci, který má nekonečné možnosti. Tento nástroj bohužel není tak jemný jako úroková míra. Každý výstřel z tohoto nástroje je drahý a nepříjemný, ale je k dispozici. Primární dopady nabídkového šoku se výjimečně. Problémem jsou ale sekundární efekty pozitivního nabídkového šoku. Vše ostatní bylo podle jeho názoru zhruba předvídáno. Asi bylo předvídáno, že například eurozóna bude agonizovat, než dojde k uvolnění tamní měnové politiky. Neočekávaným šokem je tedy cena ropy. Kdo by si ještě před čtyřmi měsíci dovolil předvídat, že cena ropy spadne na 60 dolarů. Myslí si, že nikdo.

Uvažuje, co z toho vyplývá. Znovu připomíná, co říkal. Představa, že do roku a půl bude inflace přestřelovat cíl někam nad 3 % i při korekci toho, co se stalo s cenou ropy, mu připadá naprosto nerealistická. Na minulém zasedání se velmi zasazoval o to, aby v této fázi nebylo diskutováno Prohlášení, ale nyní to musí z procedurálního hlediska naopak porušit, protože je potřeba říct pravdu. V Prohlášení by mělo zaznít, že bankovní rada si myslí, že deflační tlaky, které přicházejí ze zahraničí, jsou v tuto chvíli z významné části spojeny s pozitivním nabídkovým šokem. Teprve, a dále již volně improvizuje, až jejich další kumulace a případné další posílení či persistence, které by mohly vést k negativním jevům, by vedly bankovní radu k tomu, že začne diskutovat úpravu kurzového závazku. Zdá se mu, že to v zásadě vyjadřuje v nové krajině, že nabídkový šok je primárně výjimečný. Je ale třeba se zamyslet i nad druhou stránkou věci, a to jsou sekundární efekty a očekávání. Dokonce i kvůli tomu, co říkal K. Bauer. Situace se změnila a podle jeho názoru je potřeba ji reflektovat a v rámci expektačního managementu posunout exit do druhé poloviny roku 2016. A také přidat za klíčovou větu v Prohlášení konstatování, že v tuto chvíli bankovní rada nevidí jako pravděpodobné, že k exitu dojde dříve než ve druhé polovině roku 2016. To ovlivňuje očekávání a je také dáváno vodítko, v jaké míře a kdy je bankovní rada připravena výjimečně pozitivní nabídkový šok. Vyjadřuje to alespoň to, co si v tuto chvíli sám myslí.

V. Tomšík: Vidí dvě velké změny. První je v tom, že bankovní rada začne diskutovat připravenost ke změně hladiny. To je o stupeň níže než zvažovat změnu hladiny. Souhlasí, že je potřeba to komunikovat. Druhá velká změna je případný posun exitu. Chce počkat na novou prognózu, protože posun exitu je nástroj, který umožní přihlásit se k prognóze. Umí si představit, že SMS exit umístí například do druhého čtvrtletí 2016 a bankovní rada může komunikovat, že kurzový závazek neukončí dříve než například ve druhé polovině roku 2016.

J. Rusnok: Vidí to podobně a odkazuje na svoje předchozí vystoupení. K navrhované formulaci se nyní nevyjadřuje, ale v principu s ní souhlasí. Není si jistý, zda při nejistotě velkých změn je vhodné nyní komunikovat odklad ukončení závazku. Trhy víceméně vnímají, že k exitu dojde někdy kolem pololetí roku 2016, protože technicky je to již dnes vlastně nejméně druhé čtvrtletí 2016. Zdá se mu, že současný termín exitu je dostatečně dlouhý horizont, který dává stabilitu. Také by ještě počkal jeden nebo dva měsíce, ale není to pro něho zásadní.

M. Singer: Rád by eliminoval riziko případného posílení kurzu, kdyby bylo Prohlášení zakončeno tím, že v tuto chvíli jen výjimkujeme pozitivní nabídkový šok. Také se ho někdo na tiskové konferenci může ptát, zda bankovní rada diskutovala změnu závazku. Proto se mu z krátkodobého hlediska zdá dobré alespoň zmínit, že odrážíme to, že situace je výrazně protiinflační, byť z velké části v důsledku pozitivního nabídkového šoku. Souhlasí s tím, že se to dá řešit i jemnějšími metodami než větou v Prohlášení. Věta by ale na druhou stranu nikoho nepřekvapila, protože podle jeho odhadu zhruba polovina tržních subjektů již nyní mluví o tom nebo tuší, že k exitu nedojde dříve než ve druhé polovině roku 2016.

J. Rusnok: K jemné debatě by se mohl vyjádřit K. Bauer.

M. Hampl: V zásadě souhlasí s V. Tomšíkem i J. Rusnokem počkat na novou prognózu. Čekání však většinou vede k tomu, že prognóza potvrdí ty obavy, které byly dříve identifikovány. Zahraničí vždy překvapuje negativně a systematicky. Ale SMS snad ani nenavrhuje odklad exitu.

M. Singer: První verze poslední věty prvního a posledního odstavce Prohlášení vypadala původně úplně jinak a byla podstatně silnější.

T. Holub (ředitel SMS): Přesně tak. Kdybychom byli dotlačeni okolnostmi k posunu hladiny kurzového závazku, dojde k posunu ne o 20 nebo 30 haléřů, ale tak, aby to mělo viditelné dopady. Posun hladiny by také přiblížil exit. Vyslat signál o připravenosti diskutovat změnu hladiny závazku je silnější nástroj oproti odkladu exitu, protože odklad exitu formou jasného závazku svým způsobem prostor pro diskuzi o posunutí hladiny spíše limituje, než podporuje.

M. Hampl: To se ale nemusí vylučovat.

K. Bauer (ředitel sekce bankovních obchodů): Tržní vnímání je takové, že rok 2016 je zatím vnímán spíše bez rozlišování toho, zda se jedná o první nebo druhou polovinu. Zatím je to daleký horizont.

L. Lízal: V okamžiku, kdy dojde ke změně hladiny závazku, bude trh implicitně očekávat také diskuzi o odkladu exitu. Z toho pohledu nezáleží na tom, zda dojde k odkladu nebo ne, protože v okamžiku, kdy půjde o změnu hladiny, bude se vědět, že se musí něco dít i s termínem exitu.

M. Hampl: Nevidí k tomu pořád věcný důvod. Říkal, že nechce opakovat svoje argumenty z minulého zasedání. V posledním období je kurz oproti prognóze slabší. Kdyby to bylo obráceně, více by rozuměl dnešní diskusi. Možná je účelem komunikačního opatření udržet kurz na současné úrovni, protože jinak by mohl začít posilovat. Tak to formuluje M. Singer. Tomu rozumí, ale nevěří tomu. Nemyslí si, že hrozí posilování kurzu. Je-li ale účelem komunikace kurz oslabit, tak to nikdo zatím explicitně neformuloval. To by byla úplně jiná debata. Má pocit, že když se nebudeme věnovat těmto úvahám a budeme se jim věnovat za šest týdnů, může se stát, že kurz zůstane na slabší úrovni oproti prognóze. Neví, zda neděláme příliš rychlé závěry ohledně vývoje okolního prostředí.

M. Singer: Myslí si, že je to přesně tak, jak říká M. Hampl. Nikdo tady nehlasuje pro změnu ani nenavrhuje verbální intervenci na úrovni desetníků. To je mimo dosavadní zkušenost, že by se to mohlo vůbec dělat. Ale riziko případného posílení by bylo nepřijatelné.

M. Hampl: Tento argument M. Singera v doporučení explicitně není nebo ho takto nečte.

M. Singer: Hladina kurzu v této chvíli vyhovuje. Asi by nijak nevadilo, kdyby byl co možná nejperzistentnější a nejstabilnější a s případnými riziky směrem k nižším hodnotám. Nemá ale ambici toho dosahovat verbálně.

III. Úkoly

Bankovní rada ukládá řediteli sekce měnové a statistiky p. Holubovi vypracovat do příští situační zprávy box o dopadech cen ropy na inflaci a HDP v závislosti na délce trvání poklesu cen ropy.

IV. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy bankovní rada ČNB jednomyslně rozhodla ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 0,05 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali Miroslav Singer, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Kamil Janáček, Lubomír Lízal, Jiří Rusnok a Pavel Řežábek. Bankovní rada dále rozhodla nadále používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek a potvrdila závazek ČNB v případě potřeby intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Pro toto rozhodnutí hlasovali Miroslav Singer, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Kamil Janáček, Lubomír Lízal a Jiří Rusnok. Pavel Řežábek se hlasování zdržel.

Zapsal: Kamil Galuščák, poradce bankovní rady