

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 25. června 2015

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 4. situační zprávy

M. Singer: K prezentaci sekce měnové poznamenává, že se mu nezdá jako šťastné kombinovat menší font s vybledlým písmem.

Odpověď sekce měnové (dále jen SM): SM se omlouvá a pro příště prezentaci upraví.

M. Hampl (v diskuzi o průsaku kurzového závazku do nominálních veličin): Děkuje SM za situační zprávu i za prezentaci. Komentuje průsak našeho kurzového závazku do nominálních veličin, především do změn cenové hladiny. Toto téma se stává aktuálnějším s celkově příznivější atmosférou, kdy se začínáme bavit o tom, kdy bychom mohli z kurzového závazku vystoupit. Za dobu od přijetí kurzového závazku do konce roku 2016 se naše cenová hladina změnila o cca 2,9 %, v efektivní eurozóně ve stejném období půjde nahoru o 2,6-2,7 %. Pokud by věřil v platnost teorie parity kupní síly i v její tvrdé verzi, tak se s ohledem na tato čísla jeví průsak slabšího kurzu jako nijak dramatický. Rozdíl v nárůstu cenové hladiny mezi námi a efektivní eurozónou ve výši 0,2-0,3 % je velice malý a neodpovídá oslabení kurzu o 4,7 %, efektivně až o 6 %. Pokud se bavíme o tom, co by se mohlo stát v okamžiku opouštění kurzového závazku, pak by tato čísla za přijetí všech heroických předpokladů teorie parity kupní síly ukazovala, že by mohl mít kurz přirozenou tendenci posilování. Žádá k tomuto komentář SM.

V. Tomšík (v diskuzi o průsaku kurzového závazku do nominálních veličin): Rovněž děkuje SM za popis ekonomické situace, se kterým celkově souhlasí. Při srovnání scénářů ze 3.SZ a 4.SZ nás všechny ukazatele překvapují směrem nahoru. Ekonomika nastartovala robustní růst, je jen otázkou času, kdy dojde k obnově reálné konvergence. Ta se pak musí projevit v reálné apreciaci. Jak již poměrně jasně argumentoval M. Hampl, bohužel nemůžeme spoléhat jenom na kaskádu probublávání prostřednictvím nominálních veličin. Pak je otázkou, kdy se reálná apreciacie projeví v nominálním kurzu. Táže se SM, jak silné vidí riziko, že se kurz přimkne k 27 CZK/EUR. Prognóza je přitom postavena na kurzu 27,50 CZK/EUR až do konce roku 2016, tedy ještě za horizont doposud komunikovaného nejčasnějšího termínu opuštění kurzového závazku v polovině roku 2016. Pokud se dnes kurz posune k 27 CZK/EUR, budeme takovýto kurz možná zažívat celých 12 měsíců. To by pro dnešek znamenalo ne zcela adekvátní zpřísnění měnových podmínek. Od určité doby se ale může jednat naopak o neadekvátní uvolnění měnových podmínek, neboť reálná konvergence vyžaduje reálnou apreciaci. Rád by slyšel komentář SM, zda toto riziko vnímá a jaké předpokládá jeho dopady do ekonomiky.

Odpověď SM: U průsaku změn kurzu do jednotlivých složek indexu cen výrobců SM zkoumala vývoj cen průmyslových výrobců v jednotlivých sektorech. Výraznější promítnutí kurzového oslabení bylo patrné u cen potravin a u průmyslového spotřebního zboží. Jedním z faktorů, který analýzu průsaku kurzu do cen průmyslových výrobců komplikuje, je vyšší energetická náročnost naší výroby oproti eurozóně. Promítnutí nízkých cen ropy do indexu cen výrobců tak u nás hraje oproti eurozóně zřejmě vyšší roli. Tento vliv ale nevysvětlí zhruba 5% diferencíál cen výrobců, do

kterého by se oslabení kurzu mělo promítnout. Otázka M. Hampla evokuje existenci určitého „nespotřebovaného“ oslabení kurzu vůči fundamentu, které by bylo následně zkonsumováno prudkým nominálním posílením po vystoupení z kurzového závazku. SM ale upozorňuje na to, že se kurz koruny v okamžiku zahájení kurzového závazku nepohyboval blízko svých fundamentálních hodnot. Podle analýz reálných měnových podmínek provedených SM i podle závěrů IMF z jeho mise k Article IV byl kurz v tomto okamžiku nadhodnocený, jeho oslabením jsme se dostali blíže k rovnováze nebo pouze lehce do jeho podhodnocené části. Toto mírné podhodnocení mezitím zkonsumováváme inflačním diferencíalem, který může pokračovat i za horizontem roku 2016, a který již může být obsažen v očekáváním tržních hráčů.

M. Hampl (v diskuzi o průsaku kurzového závazku do nominálních veličin): Dotazuje se, jak velká část oslabení kurzu se ještě v inflačním diferencíalu neprojevila, pokud bychom vzali do úvahy výše uvedené augmenty SM a existenci šoků, se kterými jsme nemohli počítat, jako jsou nízké ceny ropy. Tyto šoky ale často dopadaly symetricky na eurozónu i na nás.

Odpověď SM: SM dnešní sekční schůzku připravila aktualizaci odhadů rovnovážných kurzů. Z těch je patrné zřetelné nadhodnocení kurzu v době přijmutí závazku. Aktualizované odhady je možné zaslat.

M. Hampl (v diskuzi o průsaku kurzového závazku do nominálních veličin): Navrhuje tyto odhady promítnout do příští velké situační zprávy.

M. Singer (v diskuzi o průsaku kurzového závazku do nominálních veličin): Upozorňuje na to, že debata o fundamentálních kurzech většinou přináší pouze marginální přínos, a že bychom jí neměli dávat příliš velký prostor.

Odpověď SM: Odhady rovnovážných kurzů naznačují možnost obnovení tendence k rovnovážnému posilování, jsou tedy kvalitativně konzistentní s úvahou ze stanoviska poradce. Vzhledem k dosavadnímu průměru kurzu na úrovni 27,50 CZK/EUR SM vnímá riziko přimknutí se ke kurzovému závazku, ke kterému zřejmě nedojde bezprostředně nyní, ale relativně dříve oproti předchozím předpokladům. Dle názoru SM k tomuto přimknutí může dojít ve druhé polovině letošního roku. Související posílení nominálního kurzu o necelá 2 % pak může zkonsumovat první rok rovnovážného reálného posílení. Z tohoto pohledu by pak vystoupení z kurzového závazku kolem poloviny roku 2016 bylo "v pravý čas" a nebylo by opožděné.

SM v této souvislosti prezentuje modelovou simulaci kvantifikující riziko předčasného přimknutí se k hranici kurzového závazku a tedy ohodnocující riziko předčasného zpřísnění měnových podmínek, o kterém mluvil V. Tomšík. Toto zpřísnění by znamenalo protiinflační riziko a snížení inflace o cca 0,4 p.b. ke konci roku 2016. Proti tomuto riziku mohou působit různé proinflační faktory, včetně silnějšího obnovení reálné konvergence.

M. Singer (v diskuzi o průsaku kurzového závazku do nominálních veličin): Tato simulace mu případně jako realistická, zvláště pokud si uvědomíme, že se z hlediska dopadu do indexu spotřebitelských cen výrazněji týká až roku 2017.

V. Tomšík (v diskuzi o průsaku kurzového závazku do nominálních veličin): Osobně vidí možnou materializaci rizika předčasného zpřísnění měnových podmínek oproti SM v kratším horizontu.

Odpověď SM: Dnešní měnověpolitické rozhodování je také o komunikaci, která by riziko předčasného přimknutí se k závazku neměla zbytečně podporovat.

M. Hampl (v diskuzi o obnovení reálné konvergence): Jako zajímavá mu připadne úvaha ze stanoviska poradce o centru a periférii, o konvergenci a o tom, že se v současnosti možná blížíme do stavu, kdy obrát v centru potáhne konvergenci periferie, včetně české ekonomiky. K této úvaze nicméně vyjadřuje jednu svoji pochybnost. Domnívá se, že růst centra a jeho gravitační přitažlivost jsou pouze nutnou, ale nikoliv postačující podmínkou obnovení reálné konvergence. Kdyby to bylo tak snadné, že centrum periferii vždy gravitačně vytáhne, tak je dnes Mexiko nejbohatší ekonomikou světa hned po USA, Ukrajina je mnohem bohatší než je, podobně by to platilo i pro řadu dalších zemí. Domnívá se tedy, že pro reálnou konvergenci je nutné splnění další podmínky, tedy příznivého vývoje v samotné periferní ekonomice. Koneckonců i pro samotnou eurozónu, kde byla konvergence jedním z cílů třetího stádia integrace, by úvaha ze stanoviska poradce zcela neplatila. Táže se tedy poradce, jak moc je česká ekonomika připravena využít případného pozitivního impulzu centra.

M. Singer (v diskuzi o obnovení reálné konvergence): Dotazuje se M. Hampla, jaká ekonomika hraje roli centra v jeho příkladě Ukrajiny. Pokud by to byla západní Evropa, nepřipadalo by mu to jako přirozené.

M. Hampl (v diskuzi o obnovení reálné konvergence): V tomto případě vnímá jako centrum západní Evropu. I kdyby jím ale bylo Rusko, tak i zde existuje růstový diferenciál. Alternativní centrum na východ nebo na západ hraje roli i u jiných ekonomik, jako je např. Moldávie. Příklad eurozóny je však jasný a srozumitelný pro všechny.

M. Singer (v diskuzi o obnovení reálné konvergence): Děkuje poradci za jeho stanovisko, rád by si jeho kvalitativní úvahu o reálné konvergenci kvantitativně dospecifikoval. Dotazuje se, zda rozumí dobře poradcově úvaze navazující na jeho článek s J. Podpierou, dle které nárůst produktivity práce v eurozóně vede k 3,4% inflaci v ČR. Na korekci inflace zpět ke 2 % by podle této úvahy ceteris paribus stačilo posílení kurzu o 1,5 %, tedy pouze zhruba 40 haléřů na euro. Rozsah postačujícího posílení kurzu tak podle jeho názoru ukazuje, jak relativně křehké jsou úvahy ze stanoviska, které na první pohled vypadají robustně. Křehkost těchto úvah je ještě zesílena tím, že náš růstový diferenciál vůči eurozóně je spíše negativní, a že u nás existuje prostor na úrocích, se kterým zřejmě podkladový model vůbec neuvažuje.

Odpověď poradce Brůhy: Odlišnost charakteru reálné konvergence ve střední Evropě oproti jižnímu křídle eurozóny, tedy oproti zemím jako je Portugalsko či Španělsko, souvisí mj. také s tím, že se v těchto zemích růst koncentroval do neobchodovatelného zboží, jako jsou služby či stavebnictví. Vedle toho jsou v literatuře uváděny dva faktory, kvůli kterým je proces konvergence v jižním křídle eurozóny výrazně odlišný. Prvním je daleko silněji regulovaný trh práce v těchto zemích. Tato regulace v kombinaci s koncentrací růstu do sektoru typu služeb, u kterých bylo jednodušší lidi najímat buď na načerno, nebo na zkrácené úvazky či na sezónní práce, vedla ke vzniku duálního trhu práce. Druhým faktorem byly příliš nízké reálné úrokové sazby v těchto zemích, než by implikovalo například Taylorovo pravidlo. Eurozóna nebyla a možná ani doteď není plně homogenní z pohledu měnových podmínek. Nízké reálné úrokové sazby pak vedly k daleko většímu nárůstu spotřeby, než by bylo za normálních podmínek. I v dobrých letech tak byl hospodářský růst způsobován něčím jiným, než ve střední Evropě, kde růst táhnul především průmysl a zahraniční investice do něj. Ve Španělsku či Portugalsku přitom zahraniční investice směřovaly často do služeb či do stavebnictví. Z těchto důvodů pak reálná konvergence v kurzu nebyla u jižního křídla tak silná. Dle dat dokonce vývoj reálného kurzu vychází proticyklicky, což je možné vysvětlit právě působením reálných úrokových sazeb.

M. Hampl (v diskuzi o obnovení reálné konvergence): Pokud tedy jižní osa eurozóny zažívala zdánlivou, dočasnou resp. neudržitelnou konvergenci, pak podle argumentace poradce je naše současná situace odlišná, a tedy hypotéza o gravitační síle centra může platit.

Odpověď poradce Brůhy: Nemá zatím důvod se domnívat opak.

M. Singer (v diskuzi o obnovení reálné konvergence): Dotazuje se, zda jeho výše uvedené propočty odpovídají spiritu poradcovy úvahy.

Odpověď poradce Brůhy: Ano tyto propočty jsou v zásadě správné. Uvádí ale, že podkladový model neobsahuje nominální rigidity, takže tyto výsledky by se pro rok 2016 měly brát spíše jako určitá kvalitativní horní mez možných dopadů.

M. Singer (v diskuzi o obnovení reálné konvergence): Pokud by ale modelu věřil, pak by v zásadě posun kurzu na 27 CZK/EUR měl stačit pro přiblížení inflace cíli. Čemuž odpovídají i simulace SM.

M. Hampl (v diskuzi o nekonzistenci některých údajů z trhu práce): V popisu vývoj na trhu práce ho poněkud mate kombinace stagnace odpracovaného počtu hodin při souběžném růstu přepočteného počtu zaměstnanců a při zvyšování podílu přesčasové práce. Toto dohromady není v souladu, žádá SM o vysvětlení.

M. Singer (v diskuzi o nekonzistenci některých údajů z trhu práce): V rámci diskuze vývoje na trh práce je v situační zprávě několikrát zmíněna pravidelná revize časových řad provedená ČSÚ. Táže se, zda existuje důvod pro tyto revize jiný, než že jsou pravidelné. Připojuje se k dotazu M. Hampla ohledně údajů o počtu přesčasových hodin, vývoje mezd apod. Tato data se jeví jako vnitřně nekonzistentní, nedovede si představit, proč by se podniky chovaly tak, jak se podle nich chovají.

Odpověď SM: Nekonzistence údajů z trhu práce vzniká také z toho, že se zde jedná o dva různé datové zdroje. Hodinová produktivita práce je založena na datech z národních účtů, zatímco většina ostatního textu váže na údaje z výběrového šetření pracovních sil (dále jen VŠPS). Z VŠPS vyplývá výrazný nárůst absolutního počtu zaměstnanců, zatímco počet odpracovaných hodin na zaměstnance se snížil. Při kombinaci obou vlivů pak celkový počet odpracovaných hodin směřuje vzhůru.

M. Singer (v diskuzi o nekonzistenci některých údajů z trhu práce): Tyto nekonzistence působí podivně, odpovědí SM tedy je, že přesný zdroj nekonzistencí neumí identifikovat?

Odpověď SM: Ano, SM nedovede identifikovat zdroj rozdílu mezi údaji z národních účtů a z VŠPS. Celkový obrázek z trhu práce nicméně vnímá SM jako zlepšující, zaměstnanost roste, zejména prostřednictvím zvyšování počtu lidí, kteří mají práci.

K. Janáček (v diskuzi o nekonzistenci některých údajů z trhu práce): Upozorňuje na související problém nekonzistence s daty ministerstva práce a sociálních věcí, který nebyl za posledních 20 let uspokojivě vyřešen.

M. Singer (v diskuzi o nekonzistenci některých údajů z trhu práce): Poznává, že čím více dat máme, tím méně víme.

L. Lízal: První jeho dotaz byl již částečně zodpovězen v prezentaci. Týká se nižšího výhledu cen plynu, který se letos zatím v regulovaných cenách neprojevil. Vzniká zde tedy protiinflační riziko

na příští rok. V této souvislosti se táže na interpretaci složek indexu cen výrobců, které všechny vykazují pokles. Přitom v minulosti byly při poklesech regulovaných cen ostatní složky indexu cen výrobců více vyvážené, některé rostly a některé klesaly. Současný vývoj může znamenat další protiinflační riziko pro příští rok.

Odpověď SM: Výhledy cen plynu se oproti zpracování 3. SZ posunuly mírně směrem dolů, očekávaný pokles cen plynu ve spotřebitelských cenách se však odsouvá na příští rok. Trajektorie cen plynu je přitom rostoucí, takže čím více se bude oddalovat průsak tržních cen plynu do cen spotřebitelských, tím menší diferencíál mezi oběma typy cen bude. Složky indexu cen průmyslových výrobců skutečně klesají všechny, dominantně je tento propad dán nikoli cenami plynu, ale dopady vývoje cen ropy. Další významnou položkou je vývoj cen potravin, ceny ostatních odvětví zpracovatelského průmyslu také mírně klesají, ale ty jsou víceméně v souladu s prognózou. Na druhou stranu SM překvapil růst cen průmyslového zboží za květen, který byl kladný a oproti předpokladům vyšší.

L. Lízal: K interpretaci Beveridgeovy křivky poznamenává, že ve vykazovaných datech o volných pracovních místech existuje strukturální zlom související se změnou metodiky. Přímé srovnání současné situace s rokem 2006 tak není zcela vhodné.

Odpověď SM: U Beveridgeovy křivky skutečně existoval potenciální důvod pro zlom v datech, když zmizela povinnost podniků hlásit volná pracovní místa. I když by se dalo čekat, že by tato změna měla vést k nižšímu počtu volných pracovních míst evidovaných na úřadech práce, ve skutečných datech tento zlom nebyl patrný. Vypadá to, že firmy pokračovaly dále v hlášení volných pracovních míst, i když tato zákonná povinnost zmizela. SM je si samozřejmě vědoma toho, že v časové řadě existují takovéto datové zlomy, Beveridgeova křivka zde poskytuje spíše kvalitativní obrázek. SM se snažila říci, kde se trh práce v současnosti zhruba nachází. Bod na Beveridgeově křivce leží přibližně ve stejném místě, kde se ekonomika nacházela v polovině roku 2006. To bylo období poměrně rychlého růstu ekonomiky, který se ale ještě neprojevoval ve viditelném přehřívání trhu práce.

L. Lízal (v diskuzi o trhu práce): Obdobně ho zaujala revize údajů ČSÚ o zaměstnanosti. Táže se, jestli tato revize vysvětluje naši předchozí hádanku, kdy SM očekávala v rámci ožívování trhu práce větší nárůst délky úvazku oproti zaměstnanosti, zatímco dle oficiálních dat docházelo k oživení opačným způsobem. V této souvislosti se dotazuje na možný dopad do mezd, když nové kontrakty vykazují vzhledem k poklesu cen práce obvykle mnohem nižší mzdy, než ty staré. Prodlužování délky úvazku je pak efektivně dražší, než zaměstnání nových zaměstnanců za přibližně o 25 % nižší mzdu. To by mohlo být alternativním vysvětlením toho, co jsme pozorovali.

P. Řežábek (v diskuzi o trhu práce): Rovněž děkuje za situační zprávu. Reaguje na konstatování z prezentace týkající se trhu práce, dle kterého roste počet přesčasových hodin v nepodnikatelské sféře. Toto konstatování je však nedostatečné, pokud není zároveň uvedeno, co to bude znamenat pro budoucí vývoj. Táže se SM, zda je za tímto nárůstem skryt nedostatek nabídky na trhu práce, nebo se přesčasové hodiny vztahují ke krátkodobým úvazkům, nebo se toto během krátké doby promítne do vyšší zaměstnanosti a poklesu nezaměstnanosti. Domnívá se, že jde o téma, kterému bychom se měli více věnovat. Zároveň připomíná, že v několika minulých situačních zprávách byla rychlost růstu mezd nadstřelována. K tomuto optimismu měl včetně některých dalších členů bankovní rady kritické poznámky, nyní se dostáváme do opačného stavu, kdy nás naopak mzdový

růst překvapuje směrem vzhůru a není vyloučeno, že tomu tak může být i v delším horizontu. V návaznosti na diskuzi na minulém měnověpolitickém zasedání pokládá otázku, co přesně v prognóze situační zprávy určuje budoucí mzdový vývoj a nakolik je v něm zahrnut postupný posun situace na trhu práce, indikovaný mj. prudkým nárůstem Beveridgeovy křivky. V budoucnu se mohou zaměstnavatelé brzy dostávat do situace nižší nabídky práce a pro získání potřebných zaměstnanců to bude znamenat významný tlak na zvyšování mezd. Myslí si, že je to významná otázka, na kterou bankovní rada již upozorňovala, přičemž podle jeho názoru dosud nedostala relevantní reakci.

Odpověď SM: SM skutečně zhruba před rokem očekávala, že cyklické ožívování trhu práce bude probíhat prostřednictvím prodlužování průměrného úvazku. V minulé prognóze již tento předpoklad SM opustila, přičemž se v interpretaci posunula směrem k tomu, že nárůst podílu zkrácených úvazků byl částečně strukturálním jevem. V poslední době vzrostla míra participace zejména v těch segmentech populace, u kterých lze předpokládat využívání zkrácené pracovní doby, jako jsou matky po rodičovské dovolené či osoby ve věku těsně před odchodem do důchodu. Pravděpodobně tak ke korekci posledního vývoje nedojde a vyšší míra využívání zkrácených úvazků přetrvá i v budoucnu. Ohledně determinantů růstu mezd SM připomíná, že prognóza předpokládá poměrně robustní zrychlování růstu mezd v podnikatelské sféře až na 4,2 %, aktualizovaný výhled ze 4.SZ předpokládá jejich růst kolem 4,5 %. SM se nedomnívá, že by zde vznikala rozpor ve vidění a že existují fundamentální důvody pro podstatné zrychlování růstu mezd nad tyto hodnoty. Prognózovaný růst mezd je samozřejmě odrazem zrychlujícího růstu ekonomické aktivity a očekávaného návratu inflace k 2% cíli. Růst ekonomické aktivity povede k poklesu míry nezaměstnanosti do blízkosti odhadu NAIRU, který SM prezentovala v boxu v minulé SZ, růst mezd podpoří také zrychlení růstu produktivity a podobně.

J. Rusnok (v diskuzi o výsledku veřejných rozpočtů): Děkuje SM za situační zprávu, zejména za rozbor sezónnosti u ekonomického výkonu, u kterého sama SM konstatuje, že i po korekci je výkon ekonomiky robustnější oproti našim očekáváním. Konstatuje, že v současnosti není lehká doba pro prognostiky, když již delší dobu žijeme ve zvláštním souběhu pro prognózování velmi nepříznivých okolností, kdy jsou mj. nominální veličiny blízko nuly. Existuje rovněž jistá míra makroekonomických překvapení, ať už mají jakoukoliv příčinu. Domnívá se, že se v prognózách nejenom našich, ale i všech pracovišť, špatně pracuje s časovými zpožděními. Toto je podle něj evidentní například u indexu cen výrobců, kdy predikce zpožděně reagují na slabší kurz EUR/USD. Jedná se zde ale o objektivní nedokonalost modelů v pásmu kolem nuly. Dalším faktorem, který SM rovněž zmiňuje, je datová nejistota. Ta je opět objektivně daná, je pro nás setrvalým stavem, možná se dokonce v poslední době zvyšuje. V poslední době například narazil na úvahy, že se v západní Evropě mnohem více podvádí, než tomu bylo v minulosti, čímž roste podíl šedé ekonomiky. Výsledkem toho všeho je, že jsme mírně překvapeni. Upozorňuje na jednoduchou analýzu svého poradce, který zkoumal poměr počtu slov „protiinflační“ a „proinflační“ ve 3. SZ a ve 4. SZ. Zatímco ve 3. SZ vyzněl tento poměr 11:3 ve prospěch „protiinflační“, ve 4. SZ je naopak 15:4 ve prospěch „proinflační“. S vyzněním SZ je v zásadě spokojen a rozumí mu. Pozastavuje se nicméně nad tím, že SM ve výhledu veřejných rozpočtů konstatuje, že dosavadní vývoj potvrzuje vyznění prognózy ze 3.SZ. Domnívá se, že pokud vezmeme do úvahy mnohem rychlejší hospodářský růst a související návrat daní na trajektorii odpovídající sezóně očištěnému vývoji, pak může být výsledek z hlediska poměru deficitu o něco příznivější. Pozastavuje se nad formulací ze str. 25 situační zprávy, dle které „Zmírnění přebytku výkonové bilance bylo částečně vyváženo pokračujícím meziročním růstem přebytku bilance

zboží, který se však zmírnil na 1,5 mld. Kč“. Doporučuje tuto formulaci „zlidštit“, ve stávající verzi kdy „zmírnění bylo vyváženo zmírněním“ není příliš srozumitelná.

Odpoověď SM: Intuice, že vyšší růst HDP a lepší vývoj na trhu práce povede k lepšímu daňovému inkasu a tudíž ceteris paribus i k lepšímu výsledku vládního sektoru, je kvalitativně určité správná. Mzdy a platy i spotřeba domácností rostou rychleji než prognóza, což se zřejmě bude projevat v lepším inkasu daně z příjmu fyzických osob, DPH i spotřebních daní, u kterých navíc zatím nejsou promítnuty harmonizační úpravy. Důležitou a očekávanou informací bude červencové vyúčtování daně z příjmu právnických osob. V dosavadním průběhu letošního roku se platily zálohy této daně podle finančních výsledků podniků z roku 2013, které byly ovlivněny oživením ekonomiky ještě relativně málo. Rok 2014 byl z hlediska finančních výsledků podniků rekordní a nové vyúčtování může zvýšit zálohy DPPO i daňovou povinnost pro celý letošní rok. Proti zlepšenému výběru daní působí fakt, že vláda část tohoto lepšího výkonu už rozdává prostřednictvím mimořádného zvyšování důchodů a platů v nepodnikatelské sféře. Oproti očekáváním SM se lépe vyvíjejí veřejné investice financované z domácích zdrojů, které vyvažují oslabující investice z EU fondů. I přes tyto kompenzující faktory ale SM očekává, že se bude v příští prognóze saldo vládního sektoru z titulu lepšího ekonomického vývoje zlepšovat.

M. Singer (v diskuzi o výsledku veřejných rozpočtů): Jako účastník včerejšího jednání vlády poznamenává, že by i s přihlédnutím k volebním cyklům v příštích dvou letech nečekal změnu kvality charakteru české fiskální politiky směrem k jejím proticyklickým schopnostem.

J. Rusnok (v diskuzi o výsledku veřejných rozpočtů): Je to otázka horizontu, on hovořil o zlepšení rozpočtu v krátkém horizontu.

M. Singer (v diskuzi o výsledku veřejných rozpočtů): Ve velmi krátkém období k tomuto zlepšení asi dojde.

K. Janáček (v diskuzi o stabilitě úrokových sazeb): Situační zpráva zachovává předpoklad o stabilitě tržních sazeb na stávající velmi nízké úrovni až do konce roku 2016. Chce nicméně upozornit, že výnosy českých státních dluhopisů v delších splatnostech se zvedly oproti začátku dubna již o 0,8 p.b. To ostatně koresponduje i s vyššími výnosy delších německých dluhopisů. Dotazuje se tedy, proč držíme předpoklad o nízkých úrokových sazbách v příštím roce a půl.

P. Řežábek (v diskuzi o stabilitě úrokových sazeb): Přidává se ke K. Janáčkovvi v jeho dotazu o předpokladu nízkých úrokových sazeb do konce roku 2016. Připomíná, že se zde nejedná pouze o vývoj výnosů obligací, nyní jsou již vedeny diskuze o promítání růstu výnosů do úrokových sazeb z hypoték. Předpoklad stability sazeb až do konce roku 2016 mu tak připadne jako příliš optimistický.

M. Singer (v diskuzi o stabilitě úrokových sazeb): Problém vidí v tom, že stabilita sazeb není předpokladem modelu, ale jeho výsledkem. Stabilita sazeb se přitom týká našich krátkodobých sazeb z modelu. Možná by se zde stačilo zamyslet nad tím, co je modelový předpoklad a co probíhá v reálné ekonomice. Dotazuje se P. Řežábka, zda jeho dotaz směřuje ke stabilitě měnověpolitických sazeb z modelu, nebo se týká spreadu dlouhodobých sazeb vůči těmto modelovým sazbám.

P. Řežábek (v diskuzi o stabilitě úrokových sazeb): Chápe, že se zde jedná o naše sazby v modelu, otázkou ale je, zda je tento náš modelový předpoklad realistický i pro vývoj reálné

ekonomiky. Ve svém dotazu tak hovoří spíše o spreadu dlouhodobých úrokových sazeb vůči sazbám krátkodobým.

Odpověď SM: K předpokládané stabilitě sazeb až do roku 2016 SM uvádí, že z procedurálních důvodů tento předpoklad nikdy nemění v malé situační zprávě. Je to kvůli tomu, že malá situační zpráva především zkoumá, jak nová data ovlivňují bilanci rizik. Kdybychom v rámci té simulace navíc hýbali předpokládaným termínem vystoupení z kurzového závazku a opuštění nulové dolní meze úrokových sazeb, pak by došlo k zamlžení toho, jaká část z výsledného posunu je zapříčiněna novými daty a jaká část souvisí se změnou tohoto předpokladu. Jde tedy o čistě procedurální záležitost.

M. Hampl (v diskuzi o stabilitě úrokových sazeb): To ale neznamená, že v příští prognóze nebude předpoklad o termínu opuštění kurzového závazku stejný.

Odpověď SM: Jde zde o předpoklad o stabilitě krátkodobých nominálních úrokových sazeb, které souvisejí zejména s očekávanou dobou vystoupení z kurzového závazku. SM si je samozřejmě vědoma pohybů na delším konci výnosové křivky, modelová simulace ale váže bezprostředně na 3M PRIBOR. V příští prognóze může posun výnosových křivek směrem nahoru hrát určitou roli, neboť dojde k prodloužení predikčního horizontu do roku 2017. V tomto horizontu se pak již výhledy úrokových sazeb pro eurozónu posunuly směrem nahoru.

K. Janáček (v diskuzi o dopadech kurzu CZK/USD): Opakuje již potřetí svoji výtku z projednávání předchozích situačních zpráv, dle které se SM nedostatečně věnuje vývoji kurzu CZK/USD a jeho dopadům. Zdůrazňuje, že zatímco je analyzován marginální rozdíl mezi prognózou kurzu 27,50 CZK/EUR a skutečností 27,40 CZK/EUR, řádově výraznějšímu oslabení koruny vůči dolaru z 20 CZK/USD ve 2. čtvrtletí loňského roku až na současných 25,5 CZK/USD není věnována náležitá pozornost. Upozorňuje, že dolarová relace má významnou váhu nejen v importu, kde se oslabení projevuje nejen v cenách energetických komodit a dalších surovin, ale také u elektroniky a dalšího zboží, ale že začíná mít s postupným klesáním podílu EU pod 80 % i rostoucí váhu v českých vývozech. Očekává tak od SM, že v 5. SZ spolu s prognózou bude tuto problematiku příslušným způsobem analyzovat a komentovat.

M. Singer (v diskuzi o dopadech kurzu CZK/USD): K tomuto požadavku na podrobnější analýzu dopadů kurzu CZK/USD se připojuje.

P. Řežábek (v diskuzi o dopadech kurzu CZK/USD): Připojuje se k dotazu K. Janáčka ohledně možného dopadu oslabení kurzu CZK/USD do inflace, který od něj zazněl již při projednávání 2. SZ. Připomíná, že v minulosti SM komentovala, že dopady oslabení kurzu CZK/USD budou s výjimkou cen ropy zanedbatelné, resp. že se toto oslabení možná projeví mírně v cenách elektroniky. Nyní SM ve 4. SZ u vysvětlení odchylky korigované inflace bez pohonných hmot od predikce uvádí, že jedním z hlavních důvodů je právě tento pohyb kurzu, který se projevuje také v cenách obuvi a odívání apod. Podporuje tak K. Janáčka v jeho názoru, že jsou dopady oslabení zatím nedostatečně vysvětlené, také by očekával poněkud pregnantnější analýzu včetně zkoumání dopadů do dalších cenových segmentů, např. cen železa aj.

Odpověď SM: SM se ve 4. SZ tolik nevěnuje posunu kurzu koruny vůči dolaru z 20 CZK/USD na 25 CZK/USD především proto, že velká část tohoto posunu je už zapracována v prognóze, vůči které se SM nyní pouze odpočítává. Oproti minulé situační zprávě se přitom výhledy kurzu EUR/USD posunuly směrem k lehce silnějšímu euru vůči dolaru, jedná se ale o posuny v řádu

jednotek procent, které do bilance rizik nemají žádný materiální dopad. SM připouští, že zřejmě podcenila průsak oslabení koruny vůči dolaru do inflace přes obuv a odívání, do příští velké situační zprávy připraví analýzu těchto dopadů.

P. Řežábek: Situační zpráva uvádí, že narůstá riziko neřízeného bankrotu Řecka. S tímto tvrzením ne zcela souhlasí, resp. nesouhlasí s prognózami možných dopadů na středoevropský region, které se objevily v zahraničním tisku. Jestliže SM uvádí nárůst rizika neřízeného bankrotu Řecka, pak se táže, jaké je naše hodnocení dopadů realizace tohoto rizika a jaká by měla být naše reakce. Nemůžeme pouze říci, že toto riziko narůstá, bez toho, abychom analyzovali, jaké to může mít dopady.

Odpoověď SM: U neřízeného bankrotu Řecka SM vnímá pouze přenesené dopady, přímá expozice je zanedbatelná, což si ČNB potvrdila i při zpracovávání podkladu pro ministra financí. I pro eurozónu je přímá expozice rovněž prakticky zanedbatelná, respektive ji dominantně drží veřejný sektor, nikoli soukromý. I přímé obchodní vazby jsou slabé. Možné dopady neřízeného bankrotu Řecka tak mohou působit prostřednictvím šoků do sentimentu ekonomických agentů v eurozóně, které by se přes obchodní kanály mohly přenést i na nás. V poznámce v MPD se SM vymezuje vůči zmíněné a mediálně prezentované analýze UBS, podle které by měly středoevropské měny oslabit řádově o 10 %, což SM považuje za nepodložené a přehnané. Schopnost SM kvantifikovat tento kanál se ale blíží nule, protože působí přes obtížně kvantifikovatelné faktory jako je změna sentimentu a nikoli prostřednictvím obchodních nebo finančních vazeb.

P. Řežábek: V prvním čtvrtletí 2015 byl růst HDP tažen především vývojem v oblasti zásob. V minulosti přitom SM na dotazy ohledně odchylek změn zásob od predikce většinou komentovala, že zásoby jsou ne zcela významnou reziduální dopočítávanou položkou. Dnes SM při prezentaci dávala změnám zásob důležitější význam s tím, že se jejich odchylka může přelít do investic. Opět mu zde případně vysvětlení této položky jako nedostatečné. K textu situační zprávy poznamenává, že v něm poprvé viděl termín „hedžové fondy“. Ve slovenštině se tento termín běžně používá, ale v češtině je to pro něj novum.

Odpoověď SM: U změny stavu zásob má SM ohledně jejich posledního nárůstu částečné pochybnosti. Jednak je to proto, že obvykle při chybě v predikci zásob je tato chyba téměř 1 ku 1 kompenzována čistými vývozy. Je tomu tak proto, že fyzické zásoby jsou dlouhodobě téměř stoprocentně dovozně náročné. V posledním čtvrtletí k této kompenzaci ale nedošlo. Vysvětlením resp. výjimkou z tohoto pravidla by mohla být akumulace zásob cigaret související se zvyšováním spotřební daně. Údaje z detailních podnikových výkazů ČSÚ ale hypotézu o nárůstu zásob cigaret nepotvrzují. Tyto údaje naopak naznačují, že zatímco v minulých letech docházelo ke konci roku k akumulaci zásob, které pak byly čerpány během první poloviny následujícího roku, pak v letošním roce je vývoj zásob cigaret víceméně plynulý, protože k žádnému masivnímu předzásobení nedošlo. Tento vývoj mohl poněkud zmást sezónní očištění. Pokud ke zvyšování spotřební daně a k souvisejícímu předzásobení docházelo tři roky po sobě, pak toto mohou sezónní filtry vnímat jako projev standardní sezónnosti. Tyto filtry samozřejmě nemají žádnou informaci o tom, že byl tento vývoj ovlivněn legislativními změnami, které se nemusejí opakovat. Pokud se legislativní podmínky změnila, pak může sezónní očištění generovat nárůst zásob pouze proto, že filtr očekával pokles zásob cigaret, ke kterému ale nedošlo. SM má tak pochybnost především o současném vysokém mezičtvrtletním růstu HDP o 3,1 %, stejně tak jako měla pochybnost o předchozích překvapivě nízkých mezičtvrtletních růstech. SM se domnívá, že skutečný růst ekonomiky byl v druhém pololetí 2014 silnější než vykazovaný růst HDP, současně

údaje ho naopak nadhodnocují. Toto nadhodnocení je přitom výraznější v mezičtvrtletních datech, než u meziročních údajů. Z tohoto pohledu dává smysl dívat se na vývoj hrubé přidané hodnoty, která mezičtvrtletně rostla o 1,6% a meziročně o 3,8 %. Tento růst je nižší než růst samotného HDP, ale stále významně vyšší než prognóza. Ekonomická aktivita je tak oproti předpokladům prognózy výrazně robustnější, což SM to vnímá jako proinflační riziko.

M. Singer (v diskuzi o míře úspor): SM na str. 21 uvádí, že „za předpokladu jinak nezměněných okolností uvedená data implikují v porovnání s aktuální prognózou vyšší míru úspor domácností“. Domnívá se SM, že je tento nárůst míry úspor jenom dočasným jevem, nebo jde o permanentní posun? Ekonomická intuice by velela očekávat, že se míra úspor bude spíše snižovat.

Odpověď SM: U míry úspor SM zatím nedisponuje konkrétním číslem, zmíněný text je pouze úvahou ceteris paribus promítající pozorované růsty objemu mezd a platů a soukromé spotřeby. I kdyby ve fázi takto rychle rostoucích reálných příjmů došlo k mírnému nárůstu míry úspor, SM by to vnímala spíše jako krátkodobé a poměrně neškodné vyhlazování v průběhu cyklu a nikoli jako patologický nárůst míry úspor související s nárůstem nejistoty.

M. Singer (v diskuzi o míře úspor): Jedná se tedy neočekávané příjmy, které budou zřejmě „projedeny“ na vrcholu cyklu.

M. Singer (v diskuzi o potravinářských maržích): V rámci diskuze odchylek inflace od předpokladů prognózy na jednu stranu klesají ceny výrobců potravin, na straně druhé rostou ceny potravin v indexu spotřebitelských cen. Dotazuje se, zda tento vývoj znamená, že se zvyšují marže prodejců a zda toto signalizuje něco o vývoji poptávky a o zlepšené schopnosti výrobců umístit potraviny na trhu.

Odpověď SM: Ohledně potravinového řetězce SM identifikuje nárůst marží prodejců, který může být jednak odrazem vyšší poptávky, jednak i odrazem zvýšené koncentrace trhu, ze kterého odešel Interspar, roste tržní síla řetězce Albert.

P. Řežábek (v diskuzi o potravinářských maržích): Ale právě Interspar měl jedny z největších marží.

M. Singer (v diskuzi o růstu v Německu): Překvapuje ho nepříliš vysoký růst německé ekonomiky. Očekával by, že tak exportní, vyvážená a stabilní ekonomika by měla v okamžiku oslabení kurzu získat výhodu a růst rychleji. Německo má přitom prostor jak na domácí poptávce, tak na poptávce zahraniční. Dotazuje se na názor SM na předpovědi consensu forecast pro Německo.

Odpověď SM: K překvapivě nízkému růstu v Německu SM odkazuje na graf z tabulkové a grafické přílohy situační zprávy, ze kterého je zřejmé, že německé vývozy pokračují v růstu, rovněž spotřeba domácností i spotřeba vlády přispívají k růstu kladně. To, co táhne Německo dolů, jsou zásoby. Jedna z hypotéz může být, že se jedná o vliv ruské krize. SM může k problematice německého růstu připravit do příští situační zprávy podrobnější informaci.

M. Singer (v diskuzi o růstu v Německu): Tuto informaci by přivítal, intuitivně by se dala očekávat lepší ekonomická výkonnost Německa. Ke zrychlování přitom dochází ve Francii, která byla v minulosti pod konkurenčním tlakem a oslabení kurzu eura související vývoje vývozních cen jí umožňuje oživení. Proč se ale toto oživení neobjevuje u Německa, je obtížně pochopitelné.

P. Řežábek (v diskuzi o růstu v Německu): Upozorňuje na vývoj vládního rozpočtu, který je v Německu přebytkový. Navíc je třeba vzít v úvahu předchozí výrazné německé investice do solárních elektráren, jejichž vliv v letošním roce přestal působit.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

M. Hampl: Domnívá se, že dnešní projednávání situační zprávy i situační zpráva sama o sobě jsou veselejší, obrat sentimentu v reálné ekonomice vedl k obratu sentimentu SM i v debatě bankovní rady. Otázkou je, zda bychom vedli stejnou debatu a vnímali stejné hodnocení rizik, pokud by poslední údaj o inflaci nebyl o 0,4 p.b., ale třeba jen o 0,1 p.b. nad očekáváním. Současná situace je z hlediska tvůrce politik snadnější, výzvou pro dnešek zůstává ve světle této situace zbytečně nepokazit komunikaci. Správná komunikace bude přitom možná dnes důležitá více než kdy jindy. Souhlasí se SM v tom, že není důvod přehodnocovat horizont platnosti závazku a že není ani důvod explicitně vytvářet apreciační očekávání. Volba slov tak bude velmi důležitá.

L. Lízal: Shrnuje vyznění současné situační zprávy, u které z hlediska vnějšího prostředí nevnímá žádné zásadnější posuny, snad s výjimkou diskuzí kolem Řecka, ze kterých se postupně stává „never-ending story“ či telenovela. Podstatnější změny oproti výhledu vznikly v domácí ekonomice, ať už jde o pozitivní číslo růstu HDP, nebo o oproti očekáváním výrazně vyšší inflaci. Za sebe vnímá jako kvalitativní změnu to, že po dlouhé době situační zpráva zmiňuje rizika na obou dvou stranách a vnímá je jako vyrovnaná. Přitom doposud rizika směřovala pro nás spíše negativním a nepříjemným směrem, ať již šlo o vývoj v zahraničí, nebo o vývoj domácí ekonomiky. Na druhou stranu, což dobře vystihnul M. Hampl, je potřeba krotit přílišný optimismus, neboť se stále nenacházíme v dobách standardní měnové politiky, ať už hovoříme o české ekonomice nebo o eurozóně, měnová politika je i nadále vysoce nestandardní. Ačkoliv se tak dnešní rozhodování zdá jako poměrně jednoduché, z hlediska komunikačního tomu tak být nemusí.

J. Rusnok: Připojuje se k tomu, co bylo řečeno. Situace je v tuto chvíli pro nás z hlediska měnověpolitického rozhodování relativně snadnější, česká ekonomika se evidentně nachází v krátkodobě a střednědobě poměrně příznivém módu. Bankovní rada v zásadě není pod tlakem nutné změny nastavení našich měnových podmínek. Souhlasí s L. Lízalem, že se nadále nacházíme v ne zcela standardním modelu měnové politiky, poznamenává ale, že historicky se někdy standardy mění. Domnívá se, že SM v situační zprávě zaznamenala v zásadě poctivý obraz stavu ekonomiky, samozřejmě určité zárodky možných budoucích výzev pro rozhodování bankovní rady už jsou patrné. V tuto chvíli je ale nemusíme nijak hluboce diskutovat, přičemž čas ukáže, jakým směrem se budou vyvíjet. Z tohoto pohledu také nemá žádný větší problém s dnešním rozhodováním. Souhlasí s tím, že citlivost a ladění komunikace je dnes ještě naléhavější, než při některých jiných zasedáních. Rozumí doporučení SM, pokud jde o vyznění komunikace ve smyslu nepřehánění proinflačního optimismu a určité umírněnosti, kdy může ČNB tak trochu strašit zbraněmi.

K. Janáček: Nejprve diskutuje úlohu zásob ve skokovém zrychlení mezičtvrtletního HDP. Souhlasí s tím, že jistou korekci lze očekávat při dalším zpřesnění údajů o HDP. Na druhé straně

je podle jeho názoru realistické předpokládat, že v dané fázi hospodářského cyklu je akumulace zásob významně spojena s nedokončenými investičními projekty, které se následně transformují do růstu tvorby fixního kapitálu a tudíž i do dynamiky růstu. Přes všechny datové nejistoty považuje vykázané zrychlení dynamiky HDP v prvním čtvrtletí za dostatečně průkazné a robustní, s předpoklady pro jeho udržení i v delším období. Zejména proto, že jej táhnou prakticky všechny složky poptávky. Druhá jeho poznámka se týká trhu práce a mzdového vývoje. Údaje za první čtvrtletí reflektují zrychlení dynamiky hospodářského růstu a dokumentují pokračování pozitivních tendencí na trhu práce. Tempo růstu celkové zaměstnanosti vyjádřené počtem zaměstnanců při přepočtu na plné úvazky dále zrychlilo. Oproti očekávání poněkud pomaleji klesala obecná míra nezaměstnanosti na 5,8 % oproti prognóze 5,6 %, přičemž poslední dostupný údaj za duben byl dokonce 6 %. S tím ovšem kontrastuje značný nárůst volných pracovních míst, který se za posledních 12 měsíců zdvojnásobil, jakož i skutečnost, že podniky uvádějí narůstající potíže se zajišťováním potřebné pracovní síly. To signalizuje narůstající strukturální nesoulad mezi poptávkou po pracovní síle a její nabídkou. Zároveň se ukazuje, že zrychlil meziroční růst celkových nominálních mezd. Zrychlení růstu průměrné mzdy v podnikatelské sféře současně s citelným nárůstem přepočteného počtu zaměstnanců vyústilo do výrazně rychlejšího nárůstu objemu nominálních mezd a platů o 4,2 % oproti naší prognóze 2,8 %. Domnívá se, že se minimálně v letošním roce budou ve mzdovém vývoji paralelně prosazovat dva poněkud protichůdné vlivy. Na jedné straně lze v dané části cyklu očekávat najímání pracovníků spíše s relativně nižší kvalifikací. Tento kompoziční efekt v logice boxu ze 3.SZ bude jevově snižovat data o růstu průměrné nominální mzdy. Současně je však zřejmé, že na pracovním trhu obecně a v některých regionech zvláště narůstá napětí ve smyslu nedostatku pracovní síly příslušných specifických kvalifikací. Tato soutěž o omezený zdroj by měla s jistým časovým zpožděním přispívat k růstu průměrné mzdy. Proto také považuje v prognóze předpokládaný růst průměrné mzdy pro příští rok ve výši 4 % za realistický.

P. Řežábek: Nejprve komentuje vývoj zahraničí, u kterého vnímá relativně solidní zklidňování nervozity v Evropě. Nestane-li se nic mimořádného s Řeckem, pak bude sentiment v Evropě i její hospodářská situace vypadat pozitivněji. Dochází k oživení ekonomického růstu u Francie, u které se v minulosti objevovaly určité pochybnosti, Španělsko roste již několik let za sebou a mělo by brzy prokmitnout předkrizovou úroveň HDP. Shrnuje také základní aspekty ekonomického vývoje v ČR. Domácí ekonomika zrychluje, nezaměstnanost se snižuje a začínají se projevovat tlaky na trhu práce. Zahraniční obchod vykazuje pozitivní vývoj, HDP doslova ustřelilo, důvěra v ekonomiku roste. Celkově se tedy ekonomický sentiment podařilo překmitnout do pozitivní roviny i v ČR. Jako prozatím nedocenené vnímá dopady oslabení kurzu koruny vůči dolaru. Vedle prostého hodnocení našeho zahraničního obchodu s dolarovou oblastí by bylo vhodné doplnit pohled i o to, co bude oslabení kurzu CZK/USD znamenat pro naši konkurenci v eurozóně vůči jiným dolarovým dodavatelům. Za relativně rizikové by nicméně považoval, pokud by koruna již nyní začala testovat nastavenou hranici kurzového závazku. Udržování kurzu na této hranici po celý kalendářní rok by pro nás mohlo znamenat významná rizika.

V. Tomšík: Považuje za důležité, že data z reálné ekonomiky za posledních 6 týdnů potvrzují nastolení robustního růstu ekonomiky. Dle revidovaných dat o HDP se potvrzuje náš předpoklad o postupném uzavírání mezery výstupu. Je tedy logické časem očekávat generování inflačních tlaků, které se již prokázaly v překvapivě vysokých údajích o spotřebitelské inflaci. Upozorňuje ale na to, že nás pozorovaná inflace překvapuje zejména u vysoce volatilních položek. To je také jeden z důvodů, proč neočekáváme příliš výraznou revizi prognózy inflace na horizontu měnové

politiky. Navazuje na svoji otázku z otevřeného jednání týkající se obnovení reálné konvergence. Je logické, že se při obnovení reálné konvergence musí časem obnovit i reálná apreciacie kurzu. SM uvedla, že se kurz v druhé polovině roku 2016 může přimknout k 27 CZK/EUR. Druhá polovina roku 2015 je ale již za 5 dnů! Osobně vnímá toto riziko jako velmi vysoké se všemi jeho negativními implikacemi. Používání kurzu je přitom relativně hrubým nástrojem měnové politiky, který nelze použít pro jemné ladění. Proto plně podporuje názor, že musíme být velmi citliví při komunikaci. Navrhuje v komunikaci přiznat, že upouštíme od dosavadních protiinflačních rizik, ale byl by velmi opatrný hovořit o eskalaci rizik proinflačních. Líbí se mu navrhovaná komunikace vyrovnanosti vnímání rizik s tím, že uvidíme, co data z ekonomiky dále přinesou. Vnímá, že se jednoznačně nenaplnuje tzv. alternativní scénář ze 3.SZ, který modeloval dlouhodobé zakořenění nízkoinflačních očekávání pod inflačním cílem. Tento scénář jsme naštěstí nepublikovali, což se po šesti týdnech ukázalo jako dobré rozhodnutí. Navrhuje rovněž zdrženlivost při komunikaci toho, že nás růst mezd překvapuje směrem vzhůru. I když mzdy v podnikatelské i nepodnikatelské sféře začínají růst možná o něco více, než bylo předpokládáno v prognóze, v minulosti jsme několikrát uváděli, že si dokážeme představit vyšší růst mezd. Při sečtení očekávané inflace ve výši našeho 2% inflačního cíle s růstem reálné ekonomiky o 2,5-3 % vychází až 5% růst mezd, který je vyšší než SM předpokládaný růst mezd v podnikatelské sféře o 4,2 %.

M. Singer: Data za měsíc a půl naznačují, že se budoucnost změnila opačným směrem, než se měnila doposud. To nás vede k možná až nadměrnému uvolnění sentimentu. Při posledním projednávání situační zprávy měl pocit, že se někteří členové SM začali domnívat, že bankovní rada zrazuje inflační cíl a z tohoto důvodu trpěli frustrací. Tomu se snažil čelit rozpoutáním obecné debaty na širším zasedání na téma, které běžně debatujeme jen v uzavřeném. Dnes možná někteří odborníci ze SM cítí ulehčení, že bankovní rada nepřistoupila k podstatnějším krokům, které by část SM doporučovala. Bankovní rada tak občas může v historii měnové politiky sehrát i pozitivní úlohu. Ekonomika podle jeho názoru vytvořila poprvé od přijetí kurzového závazku situaci, ve které stojí za to udržet tento závazek téměř úplně přesně. Poprvé tak vnitřně nepociťuje, že by tento závazek bylo v budoucnu nutné prodlužovat či posunovat jeho hladinu. Do budoucna to pro něj znamená, že pro zpřísnění měnových podmínek v druhé polovině roku 2016 budou nutné další proinflační signály. Toto případné zpřísnění by přitom mohlo probíhat cestou apreciacie kurzu, nebo prostřednictvím posunu úrokové míry směrem k normálnějším hodnotám, než je technická nula, a to i při neměnném kurzu. Tato normalizace podle jeho názoru byla lepší a žádoucí, přičemž by vedla ke snižování mnoha dalších rizik, které s měnovou politikou souvisejí.

J. Rusnok: Táže se, zda zde M. Singer myslí nárůst úrokových sazeb při souběžném opuštění kurzového závazku.

M. Singer: Mluví o zpřísnění měnových podmínek, nemluví o tom, jakou cestou by se k tomu mělo dojít, to už je za horizontem jeho úvah. Za problém v oblasti komunikace vidí to, že toho v tuto chvíli nevíme více, než by se mohlo na první pohled zdát. Máme velké fundamentální nejistoty o údajích z trhu práce a o jejich konzistenci, podobně máme nejistoty ohledně kvantitativní míry oživování ekonomiky. Je přesvědčený, že musíme udržovat některé základní nejistoty ohledně reakce měnové politiky v hlavách účastníků trhu, nechceme-li se ocitnout v situaci, kdy si tito účastníci budou naší reakcí jisti. V této souvislosti se táže K. Bauera, zda již

jedná na téma kroků, které by nás harmonizovaly s ECB, o kterých se bankovní rada bavila na poradě s experty.

K. Bauer (ředitel sekce bankovních obchodů): K těmto krokům jedná nejen on, ale i ředitelka sekce peněžní a platebního styku J. Báčová. Vše je nachystané, aby nová pravidla byla uplatněna k 1. 7. 2015.

M. Singer: Byť souhlasí s tím, že bude docházet k oživení trhu práce, přesto si vzhledem k imigračním tlakům, které souvisejí se situací na východ od našich hranic, a vzhledem k historické zkušenosti agentur práce, dovede představit, že se případný „hlad“ po pracovní síle může začít uspokojovat nejenom zvyšováním mezd, ale i přísunem pracovní síly ze zahraničí. Pro poptávku by tento přísun zahraničních pracovníků neznamenal příliš špatnou zprávu, protože tito zaměstnanci utratí část těch peněz v ČR. Efekt na poptávku však bude samozřejmě nižší, neboť část vyplacených mezd budou posílat domů. Připomíná, že na vrcholu cyklu bylo v ČR zaměstnáno 0,5 milionu zahraničních zaměstnanců, současná geopolitická situace přitom rozhodně nevytváří důvod k tomu, že by tento příliv měl být nižší. Uvádí také, že na základě anekdotické evidence vnímá rozšiřování marží u cen potravin.

M. Hampl: Shoduje se s tím, co bylo opakovaně řečeno, že by přechod od komunikace zdůrazňující protiinflační rizika ke komunikaci zdůrazňující rizika proinflační měl být hladší. Stejně jak bankovní rada v minulosti tlumila vnímání negativních a protiinflačních rizik, tak by v tuto chvíli měla tlumit rizika proinflační a z hlediska reálné ekonomiky pozitivní. Bude tak mít několik konkrétních návrhů ke změně textace prohlášení pro tiskovou konferenci, které budou mj. motivovány tím, že bankovní rada možná v minulosti přecenila tzv. „kremlogii“, když sázela na to, že stačí drobná změna slova a všichni účastníci trhu si toho všimnou a budou z toho vyvozovat dalekosáhlé závěry. Z meetingu s analytiky, kterého se zúčastnil, naopak získal pocit, že nebyť explicitního vyjádření důvodů změn v komunikaci, nikdo by si jich nevšimnul. „Kremlogové“ nebo „Singerologové“ nefungují, proto se domnívá, že musíme být v komunikaci poněkud říznější, některé věci bychom měli mnohem více opakovat, aby se to dostalo do povědomí. Cítí souznění členů bankovní rady, že by interpretace zlomu od protiinflačních do proinflačních rizik, měla být hladší. Co se týče kurzového závazku, rovněž nevidí žádný důvod začít uvažovat o změně wordingu o časování exitu, natož pak o tom časování samotném. Takováto změna by mu připadla jako předčasná. Z hlediska možných změn kurzového závazku v budoucnu pro něj bude důležité, jaké analýzy promítnutí změn domácí cenové hladiny ve srovnání s efektivní eurozónou do vývoje reálného kurzu poskytne SM. Domnívá se, že tyto analýzy mohou být velice zajímavé. Pokud by kurz koruny skutečně začal testovat hladinu 27 CZK/EUR, nebude to sice optimální, ale podle scénáře sestaveného SM se nebude z měnověpolitického hlediska jednat o žádnou katastrofu. Takovýto vývoj kurzu nepovažuje za velkou katastrofu ani z hlediska tržního. V této souvislosti navrhuje se vrátit do listopadu 2013. Kdo by si byl býval tehdy pomyslel, že budeme držet kurzový závazek tak dlouho, bez toho abychom na trh vstoupili? Fungování kurzového závazku je šokující pozitivní překvapení. Při formulování kurzového závazku jsme přitom od začátku s opakovaným vstupem na trh počítali. Není tedy potřeba dodávat tržním hráčům střelivo, kterým by do nás stříleli.

L. Lízal: Uvádí, že naše předchozí komunikace ukázala, že chápeme inflační rizika jinak, než jak je chápe veřejnost. V okamžiku, kdy se v komunikaci objeví slovo „proinflační riziko“, bude z toho veřejnost usuzovat, že se inflace posune výrazně nad 2% inflační cíl a že bude ČNB okamžitě zpříšňovat měnovou politiku. To je ale zcela jiná situace oproti skutečnosti, kdy se dle

našich predikcí bude inflace na horizontu měnové politiky pohybovat pouze v blízkosti středu inflačního cíle. Je tedy třeba prezentovat rizika jako vyrovnaná a to, že nijak nehrozí dřívější odchod z kurzového závazku. Připomíná, že při zavádění kurzového závazku bylo v původním plánu nechat inflaci vystřelit až nad horní hranici tolerančního pásma. Možná by při úvahách o časování jeho opuštění stálo za to opět pracovat i tímto s původním scénářem s inflací krátkodobě nad 2 %, která pro centrální banku neznamena žádný problém.

J. Rusnok: Souhlasí s tím, že zdůrazňování proinflačních rizik v dnešní komunikaci není vhodné a že by naše komunikace měla být vyhlazována. Nemá také žádný problém s držetím současného horizontu kurzového závazku, zneklidňovat trh při prvních vlnách proinflačních rizik považuje za zcela nevhodné a neproduktivní. Pokud jde ale o rozhodování v delším horizontu, domnívá se, že by se bankovní rada měla vrátit k diskusi způsobu exitu z kurzového závazku. Ze strany M. Singera zazněly zajímavé náměty ohledně návratu k normálním sazbám, se kterými souhlasí, bankovní rada by ale měla nejprve diskutovat návrat k normálnímu kurzovému režimu. Jedná se zde o možný námět pro uvažování SM.

M. Singer: Připadne mu, že již poněkoličké dojde k tomu, že se s M. Hamplem sice neshodne v pojmenování východisek diskuze, ale že se shodne v tom, co se má v danou chvíli dělat. Debata nyní nicméně směřuje spíše ke komunikační debatě, kterou by již dále směřoval k diskusi prohlášení pro tiskovou konferenci. V této komunikační debatě by ale ještě rád zdůraznil, že se domnívá, že správná cesta je především ve zdůrazňování cílování inflace, které je ve stávající verzi prohlášení poněkud potlačeno. Rád by tedy do prohlášení přidal tezi, že údaje nenaznačují žádné přestřelení inflačního cíle na horizontu měnové politiky ani přehřátí domácí poptávky. V tomto bodě se podle něj všichni členové bankovní rady shodují.

P. Řežábek: Přidává se k návrhu J. Rusnoka, že by bylo vhodné zopakovat si tréning ohledně možných alternativních kroků při opuštění kurzového závazku včetně jejich dopadů. Vznáší provokativní myšlenku, kdy zatím uvádíme pouze rizika jako proinflační, protiinflační, nebo vyrovnaná. Právě s ohledem na to, že je inflace zatím pod dolní hranicí tolerančního pásma, by možná bylo vhodné pozměnit rétoriku a například uvádět rizika jako postupně se vyrovnávající.

III. Úkoly

Nebyly zadány.

IV. Rozhodnutí

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

Zapsal: Michal Hlaváček, poradce bankovní rady