

## **Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 6. listopadu 2014**

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

### **I. Diskuze navazující na prezentaci 7. situační zprávy**

**M. Hampl:** Děkuje za skvěle zpracovanou situační zprávu, za novou prognózu i za uvedené boxy, zejména za box věnující se hodnocení jednoho roku od používání kurzového závazku. Táže se na příběh, který je skryt za komunikačním návrhem ohledně podmíněného uvažování o posunu hladiny kurzového závazku. Prognóza předpokládá kurz v roce 2015 na úrovni 27,40 CZK/EUR, kurz se ale už nějakou dobu pohybuje na slabší úrovni a nezdá se, že by byly zřetelné důvody pro jeho posilování. I při úrovni kurzu 27,40 je prognóza inflace na horizontu měnové politiky zhruba na stejné úrovni jako byla v 5. situační zprávě, ve zbytku roku 2016 se očekává, že by inflace měla být oproti 5. situační zprávě vyšší. Nerozumí tomu, proč bychom za takového vývoje a za takového nastavení očekávaného kurzu měli komunikovat, že jsme připraveni ke změně kurzového závazku. Celé mu to do sebe nezapadá a žádá vysvětlení.

**J. Rusnok** (v diskuzi o komunikaci): Děkuje za zpracování kvalitní situační zprávy. Má pocit, že SMS má čím dál tím těžší práci, protože udržet konzistentní a srozumitelnou ekonomickou historiku v situaci komplikující se reality a obecně vysoké datové nejistoty je opravdu nelehký úkol. SMS to nicméně zatím zvládá velice dobře. Sdílí dotaz M. Hampla ohledně doporučení SMS pro změnu komunikace, jehož vysvětlení mu není jasné. Toto doporučení není zcela v souladu s obrázkem ekonomiky, který ukazuje, že se k inflačnímu cíli dostaneme sice o něco pomaleji, ale více méně bezpečně.

**P. Řežábek** (v diskuzi o komunikaci): Připojuje se k dotazům ohledně komunikace posunu hladiny kurzového závazku. Není si jistý, zda prezentace SMS přináší konzistentní příběh. Bylo řečeno, že růst inflace bude vyšší v důsledku odložení exitu, SMS zároveň navrhuje komunikovat možnost posunu hladiny kurzu na 28 CZK/EUR a dokonce možnost ještě pozdějšího exitu. Není si úplně jistý, zda toto může vycházet.

**V. Tomšík** (v diskuzi o komunikaci): Připojuje se k připomínkám M. Hampla a J. Rusnoka k posunu v měnověpolitickém doporučení, kde SMS doporučuje explicitně uvést, že v případě pokračující kumulace protiinflačních faktorů bude nutno uvažovat o posunu hladiny kurzového závazku. Táže se, zda SMS od tohoto kroku očekává něco jako slovní intervenci v situaci, kdy oddalování exitu z kurzového závazku přestává fungovat. Obává se ale, že se touto komunikací můžeme zároveň dostat do pasti. Pokud se kumulace protiinflačních rizik skutečně dostaví, tak pak již nebude cesty zpět, ČNB bude muset hladinu kurzového závazku posunout. Není si ale jistý, jestli potom naopak nepřestřelíme.

*Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): SMS nové doporučení ke komunikaci kurzového závazku nevnímá jako veletoč. Již na počátku SMS argumentovala, že pro uvažování o posunu hladiny kurzového závazku je potřeba kumulace protiinflačních tlaků. Používá průměr*

*s plněním 15litrového kýbly. Teprve až se naplní 15 litry protiinflačních tlaků a bude přetékat, tak bude třeba kurzový závazek posunout. Nyní jsme v situaci, kdy je v kýblu již téměř 15 litrů vody, ale stále ještě nepřetéká. Stále tedy nejsme v situaci, kdy by bylo nutné radikální změnu provést, doposud jsme si vystačili s odkladem exitu. Ten sice už nezachrání plnění inflačního cíle v roce 2015, dosažení cíle tedy již odkládáme více než o rok, ale stále ještě to zachraňuje rok 2016, kdy se při exitu ve 2. čtvrtletí dostane inflace mírně nad cíl. SMS souhlasí s P. Řežábkem, že toto nejsou podmínky pro jednorázový transparentní exit v té podobě, jakou jsme definovali na poradě bankovní rady s experty. Naplňují se spíše podmínky pro případný postupný exit. Pokud bychom chtěli „Papinův hrnec“ inflace ještě dále nechat nabobtnat inflačními tlaky, určitý potenciál odkladu exitu až do závěru roku 2016 ještě existuje, pak by možná koncem roku 2016 či začátkem roku 2017 připadal v úvahu i exit v jednorázové, více natlakované variantě. I když „kýbl protiinflačních tlaků“ ještě nepřetéká, už se ale blížíme ke scénáři, ve kterém by se eurozóna přes všechna opatření ECB nedostala z deflace výrobních cen a ve kterém by nedošlo k oživení jejího růstu ani od 2. čtvrtletí 2015, jak je předpokládáno v prognóze. Při naplnění tohoto scénáře bychom se samozřejmě diskuzi o posunu kurzového závazku nevyhnuli a proto SMS navrhuje vyslat určité avízo už nyní. Samozřejmě se v jistém slova smyslu jedná o verbální intervenci. Trh o této možnosti spekoval již před minulým měnovým jednáním. To podle názoru SMS i názoru Sekce bankovních obchodů přispělo k posunu kurzu na oproti prognóze slabší úroveň. Podle názoru SMS by bylo žádoucí, aby tam kurz pokud možno setrval, tedy abychom tato očekávání nezklamali. Riziko toho, že v případě skutečné kumulace dalších protiinflačních rizik bychom kurzový závazek museli posunout, skutečně existuje. Pokud tvrdíme, že kurzový závazek není nominální kotva, ale že je to nový nástroj měnové politiky, pak vlastností nástroje je to, že se s ním v případě změny podmínek hýbe. S kurzem jako s nástrojem se hýbe hůře, než se sazbami, ale úplně se zamknout v tom, že se s ním hýbat nedá, asi také není správné. SMS si je samozřejmě vědoma všech komunikačních konsekvencí, ale jedná se o nejúčinnější nástroj, který máme v záloze. Dotazy na to „co bude ČNB dělat, pokud eurozóna upadne do deflace“ ze strany domácích i zahraničních analytiků přicházejí se vzrůstající frekvencí. SMS nemá lepší odpověď, že dostupným nástrojem je hladina kurzového závazku.*

**V. Tomšík** (v diskuzi o komunikaci): SMS podle něj na dotaz M. Hampla neodpověděla úplně přesně. Kurzový závazek je na úrovni 27 CZK/EUR, kurz je ale již dlouho výrazně slabší. Tedy kýbl není 15ti litrový, ale 10ti litrový a už dávno je v něm 12 litrů naloženo.

**P. Řežábek** (v diskuzi o komunikaci): Podotýká, že v návrhu komunikace se hovoří o možnosti posunu kurzového závazku na 28 CZK/EUR. Mezi stávajícím kurzem 27,70 CZK/EUR a 28 CZK/EUR je ale relativně malý rozdíl. Klade si otázku, zda je tento rozdíl dostatečný, aby nás měl vybudit k akci.

*Odpověď SMS: SMS v prognóze předpokládá kurz 27,40. Pokud dnes vůbec nepřipustíme možnost posunu kurzového závazku, pak SMS vnímá jako realistický návrat kurzu zhruba na 27,40 CZK/EUR. Riziko atakování hranice 27 CZK/EUR je nízké. SMS buffer mezi tržním kurzem a kurzovým závazkem neumí dobře vysvětlit, ale trh si na něj již zvyknul. Posun na 27,40 odráží variantu lehce zklamaných očekávání ohledně úvah o posunu hranice, kurz na úrovni 27,70-27,80 by odrážel lehké varování víceméně naplňující očekávání trhu.*

**V. Tomšík** (v diskuzi o komunikaci): Kurz 28 CZK/EUR není doporučením SMS, jde o výsledek tzv. endogenní simulace.

*Odpověď SMS: Tato simulace ukazuje variantu, kdybychom si mohli odmyslet, že jsme již stanovili nějakou hladinu kurzového závazku. Tedy úroveň kurzu, kterou bychom ve stávající situaci vnímali jako správnou. S výhodou znalosti všeho toho, co víme nyní a nevěděli jsme před rokem, by byla správná úroveň 28 CZK/EUR a nikoli 27 CZK/EUR. Není to nic překvapivého, loňský výrok L. Lízala ohledně možnosti posunu závazku na 28 CZK/EUR, který vzbudil hodně pozornosti, byl koneckonců vztažen k deflaci v eurozóně.*

**M. Hampl** (v diskuzi o komunikaci): Kurz 27,4 je tedy náš základní scénář, v současnosti se pohybujeme na slabší úrovni. Pokud protiinflační tlaky zesílí, pak se podle SMS v případě absence aktivní komunikace můžeme velmi rychle od aktuálních úrovní kurzu dostat na 27,40 nebo níže. Otázka je ale proč. Trh nás sleduje a do kurzu promítá i naše budoucí akce. Pokud se budou hromadit protiinflační rizika, pak trh bude sám udržovat kurz na slabší úrovni. Což je jedno z kredibilních vysvětlení, proč je kurz oproti závazku slabší. Pravděpodobnost posunu úrovně závazku se do kurzu promítá i bez aktivní komunikace ČNB. V komunikaci bankovní rady se koneckonců objevovalo, že posun hladiny kurzového závazku není vyloučen. Otázkou je, proč máme posun závazku zexplicitnit již nyní, když kurz 27,4 zajišťuje plnění cíle na horizontu měnové politiky. Odpovědí by mohlo být, že tento kurz nezajišťuje dostatečné přeplnění inflačního cíle a že jsme daleko od žádoucí 3% inflace. Toto ale vnímá jako velmi riskantní komunikaci. Alternativní odpovědí může být „kryjeme si záda“.

**M. Singer** (v diskuzi o komunikaci): Dotyčné trajektorie kurzu bankovní rada zná. Otázkou je, že pokud cílíme na horizont měnové politiky na 1. čtvrtletí 2016, tak proč se komunikační doporučení objevuje právě nyní.

*Odpověď SMS: Pokud trh vidí hromadění protiinflačních rizik, tak vnímá zvýšenou pravděpodobnost posunu kurzového závazku ze strany ČNB. Pokud naše komunikace trhu toto potvrdí, pak trh zůstane tam, kde je. Návrat k cíli je částečně podmíněn očekáváním toho, že měnová politika bude doručovat co je potřeba pro návrat k inflačnímu cíli. Komunikační návrh není o ničem jiném, než toto potvrdit.*

**L. Lízal** (v diskuzi o komunikaci): Komunikační návrh podle něj není plně v souladu s proklamovanou vyrovnaností rizik prognózy, která je pro něj signálem pro to nic neměnit. V komunikačním doporučení SMS vlastně říká, že rizika prognózy jsou vyrovnaná, ale ne úplně, že vnímáme větší pravděpodobnost materializace negativních rizik z eurozóny.

*Odpověď SMS: Kdybychom konstatovali protiinflační rizika prognózy, pak by to znamenalo posun kurzového závazku již dnes. Komunikační doporučení vlastně odráží konstatování toho, že polštář, který jsme původně vnímali při posunu kurzového závazku na 27, je již vypuštěný. Kurzový závazek ve výši 27 CZK/EUR je stále adekvátní, ale už bez této bezpečnostní rezervy.*

**L. Lízal:** Tato zpráva o inflaci bude častěji čtená. Proto se přimlouvá za to, aby v ní bylo jasně řečeno, k jakému datu se vztahují data v ní obsažená. Jak již bylo uvedeno v prezentaci SMS, existují již některá novější data např. k výhledu eurozóny či za nezaměstnanost. Případně mohou být tyto údaje upraveny ve finálním textu. Dotazuje se na str. 22 situační zprávy, kde se objevují dvě protichůdná tvrzení. Nejprve je konstatováno, že došlo ke „ztrátě zájmu rezidentů o investování v zahraničí“, dále se ale hovoří naopak o obnovení tohoto zájmu. Upozorňuje na nesoulad mezi růstem investiční aktivity podniků a mezi stagnací úvěrů. Dotazuje se, odkud jsou investice financované, zda jejich nárůst souvisí se zvýšením ziskovosti podniků a financováním

investic ze zadrženého zisku, či zda jsou svázány s poklesem investic českých podniků v zahraničí.

**M. Singer** (v diskuzi o investování v zahraničí): Na str. 22 se uvádí že „V roce 2015 čistý příliv kapitálu meziročně opět prudce klesne, zejména vlivem předpokládaného návratu tuzemských investorů k investování v zahraničí“. Objevuje se zde i konstatování, že to souvisí se zlepšením situace v eurozóně. Logika této argumentace mu připadne jako podivná, navíc není v souladu s jeho diskuzemi s bankéři. Případné zlepšení v eurozóně může mít na odliv kapitálu z ČR oboustranné konsekvence. Je za tímto tvrzením nějaká pevná empirická evidence, koeficient v regresi?

*Odpoověď SMS: Formulace v textu u prognózy platební bilance týkající se „ztráty zájmu rezidentů o investování v zahraničí“ skutečně nejsou úplně adekvátní, SMS je upraví. Co se týká regresního koeficientu, ten SMS nemá, pouze předpokládá určitou cyklicitu. Dotazy ohledně rozporu růstu úvěrů a investic dostává SMS poměrně často. Lze konstatovat, že dosavadní oživení HDP nese známky „creditless recovery“, zejména v podnikovém sektoru. Stav úvěrů skutečně vykazuje spíše stagnaci, jedná se ale o veličinu, která vykazuje velmi silnou perzistenci. Na druhou stranu banky v šetření úvěrových podmínek avizují, že vnímají nárůst poptávky po úvěrech. Meziroční vývoj nově poskytnutých úvěrů se v uplynulých obdobích z velkého poklesu poměrně rychle překlopil do malého růstu. Dle šetření úvěrových podmínek podniky zvyšují svoji poptávku po úvěrech na fúze a akvizice, což je dlouhodobější fenomén, ale nově také poptávku po úvěrech spojených s fixními investicemi, s provozním kapitálem a se zásobami. Poptávka po úvěrech je tedy perzistentní a bude pokračovat i ve zbytku letošního roku. Investiční aktivita je financovaná i dobrými hospodářskými výsledky podniků a uvolňováním jejich v minulosti nakumulovaných finančních aktiv.*

**K. Janáček** (v diskuzi o zdrojích investic): Některé z domácích podniků mají přikázáno svými matkami, že musí investice do fixního kapitálu profinancovat ze svého cash flow, nikoliv z úvěrů.

**J. Rusnok:** Rád by, aby SMS odpověděla na některé dotazy ze stanoviska poradce, za které také děkuje. Připojuje se k dotazu z oblasti investic, kde je skutečně otázka zda „hyperinvestice“ a různé přeprůje na realitním trhu výrazně neovlivňují část agregovaného údaje o investicích. Kromě toho ho zajímá vysvětlení rostoucích divergencí mezi dvěma ukazateli nezaměstnanosti, které již nejsou zanedbatelné. Dále polemizuje se SMS o předpokládaném posílení příspěvku veřejných financí k hospodářskému růstu a do investic v roce 2015 a poté jeho zeslabení v roce 2016. Toto ale není plně v souladu s návrhem státního rozpočtu pro rok 2015, ve kterém jsou investice centrální vlády nižší, než kdykoliv před tím. Vše je navíc komplikováno schvalovacími procesy a nejistotou ohledně implementace EIA (Environmental Impact Assessment; Vyhodnocení vlivů na životní prostředí) od roku 2015. Tato nejistota přináší obavy, jestli se vůbec bude něco stavět. Pokračovat budou asi nějaké drobné investice z evropských fondů, podobně poběží investice Správy železniční dopravní cesty, která nemusí vykupovat pozemky. Celkově vyjadřuje svoji obavu, jestli předpoklady prognózy v této oblasti odpovídají reálným údajům z národního rozpočtu. Domnívá se, že vládní investice budou oproti očekávání prognózy mnohem pozvolnější a celkově nižší. Naopak vidí větší přírůstek veřejné spotřeby přes oblast mezd. Zde již došlo k 3,5% nárůstu mezd ve veřejné správě od listopadu 2014, pokud dojde k jejich dalšímu zvýšení o 3-3,5 % od ledna 2015, celkový nárůst může být výrazných 7 %. Vliv na HDP zde bude možná větší než u investic a je otázkou, zda i v této oblasti dojde ke „kocovině“ v roce 2016.

**M. Singer** (v diskuzi o vládních investicích): Táže se, jaký dopad na HDP by mělo, pokud by investice vlády byly oproti předpokladu prognózy poloviční. Toto riziko existuje, byť sám spoléhá na pozměňovací návrhy.

*Odpověď SMS: Část růstu investic byla doposud skutečně tažena komerčními developery, a to i z hlediska úvěrové emise. Šetření úvěrových podmínek přesto naznačuje nárůst poptávky po investičních úvěrech i v jiných oblastech. K růstu investic do staveb může samozřejmě ve zvýšené míře přispívat i vládní sektor. Ve výhledu vládních investic je SMS relativně konzervativní, když očekává nedočerpání EU fondů ve stávajícím programovacím období ve výši 7%, tedy zhruba 50 mld. Kč. Ministerstvo pro místní rozvoj přitom pracuje s předpokladem nedočerpání ve výši 18-24 mld. Kč. Část z vládních investic do budov a staveb již byla realizována, což je zřejmé z příspěvku vládního sektoru dle sektorálního členění hrubé tvorby fixního kapitálu v národních účtech za první dvě čtvrtletí letošního roku. Příspěvky vládního sektoru jsou velmi výrazné, ze záporných hodnot se překlopily do poměrně jasně kladných teritorií. Část očekávaných vládních investic ve zbytku roku 2014 a v roce 2015 je zřejmá z kontrahovaných zakázek vládního sektoru, které ukazují na růst infrastrukturních investic. Vazba na státní rozpočet je v tomto případě rozvolněná tím, že investují nepřímo složky vládního sektoru jako je Správa železničních dopravních cest, Česká energetická přenosová soustava a Ředitelství silnic a dálnic. Tyto instituce získávají buď příspěvky přímo z EU fondů, nebo z kapitálových dotací. Jejich investice pak nejsou přímo vidět v investičních výdajích centrální vlády. Pokud jde o možné zbrzdění novou legislativou kolem EIA, předkládací zpráva Ministerstva životního prostředí (MŽP) k této legislativě kupodivu vyznívá opačně, než článek z Eura, na který při projednávání minulé situační zprávy upozornil M. Singer. MŽP si slibuje, že nová zákonná úprava naopak povede ke zrychlení a zjednodušení procedur předcházejících územnímu a stavebnímu rozhodnutí.*

**M. Singer** (v diskuzi o vládních investicích): Nečekala SMS také, že energetické dotace na zelenou energii přinesou zemi rozkvět a rozpočtové příjmy, protože to nepochybně bylo v předkládací zprávě ministerstva životního prostředí?

*Odpověď SMS: SMS bude kauzu dále sledovat, protože se očekává velká diskuze a řada pozměňovacích návrhů. Data ohledně vypsanych veřejných zakázek naznačují oživení investic ve veřejném sektoru po jejich výrazném útlumu v roce 2013. Zatím se ale zdá, že vládní investice přispějí v rámci fiskálního impulsu k růstu HDP v letošním a příštím roce zhruba 0,5 p. b. Pokud by byly vládní investice poloviční, pak by fiskální impuls byl nikoli 0,5 %, ale 0,3%. Pokud jde o mzdy, které jsou dalším zdrojem fiskálního uvolnění v letošním i v příštím roce. SMS upozorňuje na chybu ve státním rozpočtu, který na příští rok předpokládá dodatečné 4% zvýšení mezd, ve kterém ale nezohlednil mezitím rozhodnutý 3,5% růst mezd z listopadu letošního roku. V lednu 2015 tak již dojde k dodatečnému nárůstu mezd jen o necelé 1 %, nikoli o 3,5 %.*

*Rozdíl mezi odlišným vývojem registrované nezaměstnanosti a podílu nezaměstnaných osob spočívá v odlišných definicích obou ukazatelů. Jedním z vysvětlení rozdílu je to, že částečně zaměstnaní uchazeči o zaměstnání jsou u podílu nezaměstnaných osob vykázáni jako nepracující, v obecné míře nezaměstnanosti pak jako pracující. Během roku 2012 přitom došlo k výraznému nárůstu počtu částečně zaměstnaných uchazečů. Druhým důvodem je odlišný jmenovatel u obou ukazatelů. V podílu nezaměstnaných osob je použita celková populace, která souvisle klesá, zatímco u pracovní síly použité ve výpočtu obecné míry nezaměstnanosti došlo k nárůstu. V poslední době je zřejmě zlepšení u obou ukazatelů.*

**V. Tomšík** (v diskuzi o rozdílných ukazatelích nezaměstnanosti): Rozdíl v definicích MPSV a ČSÚ je známý, spíše jde o to, proč se rozdíl v posledních letech prohlubuje.

**J. Rusnok** (v diskuzi o rozdílných ukazatelích nezaměstnanosti): Zajímá ho hlavně vysvětlení rozdílu v absolutním počtu nezaměstnaných, tedy přes 500 tis. u MPSV a přes 300 tis. u ČSÚ.

*Odpověď SMS: Rozdíl je vysvětlitelný odlišným počtem částečně zaměstnaných uchazečů. Ve výběrovém šetření ČSÚ stačí, aby měl nezaměstnaný registrovaný na MPSV jeden den v týdnu brigádu a podle definice VŠPS už není nezaměstnaný. Částečně zaměstnaných uchazečů o práci je zhruba 60 tisíc. Dalším rozdílem je to, že jedna ze statistik je tvořena na základě výběrového šetření a druhá je tvrdá statistika.*

**J. Rusnok:** Vidí určitý nesoulad mezi předpokladem prognózy ohledně kurzu, který by měl být na konci roku 2016 silnější než v minulé prognóze, a předpokladem o výši inflace ve stejném období, která by měla být naopak vyšší. Samozřejmě zde působí i jiné faktory, ale například u regulovaných cen jejich nárůst nepředpokládá.

*Odpověď SMS: SMS prognózuje silnější kurz až pro druhou polovinu roku 2016, v první polovině roku je kurz oproti minulé prognóze slabší. Vzhledem k existenci cenových rigidit se posilující kurz začne promítat do cen až se zpožděním. Pokud by byla predikce inflace protažena za predikční horizont do roku 2017, posilování kurzu z konce roku 2016 by se v ní začalo projevovat. U predikce regulovaných cen SMS reflektuje posun tržních výhledů cen plynu. Je samozřejmě možné, že se ceny plynu a jejich výhledy posunou dolů v reakci na nedávný propad cen ropy. O cenách regulovaných komodit pro rok 2016 toho víme hodně málo.*

**K. Janáček:** SMS argumentuje, že meziroční růst dovozních cen byl dominantně tažen ve skupině komodit s vyšším stupněm zpracování, podobně se vyvíjely i ceny polotovarů, zatímco ceny energetických i neenergetických surovin trvale klesaly. Je otázkou, která tendence bude intenzivnější. Prognóza implicitně předpokládá, že se vyrovnají. Nicméně upozorňuje na to, že údaje o dopadu dovozních cen se liší na různých místech situační zprávy. Graf II.2.7 na straně 15 předpokládá pro rok 2015 jejich posun mírně protiinflačním směrem k zápornému růstu. Údaj v tabulce klíčové makroekonomické indikátory pro tentýž rok ale uvádí nulu, čili stagnaci. Textaci je nutno sladit. Dotazuje se, jaký vliv na univerzální pokles světových cen komodit, který se předpokládá pro rok 2015 i dále, může mít do budoucna posilující kurz dolaru vůči všem světovým měnám. Uvádí, že na jednání OECD vysoký zástupce amerického FeDu nevyhloučil kurz USD v dvouletém horizontu až na 1,10 USD/EUR. Upozorňuje, že ceny komodit se vesměs vyjadřují v USD, často dochází k protisměrnému pohybu cen ropy a kurzu USD. Je pochopitelné, že v tomto případě by oslabila koruna podstatně silněji, než předpokládá SMS.

*Odpověď SMS: Dovozní ceny v grafu II.2.7 jsou nazírány mezičtvrtletní optikou, nikoli meziroční. Zároveň jde o příspěvky dovozních cen do domácích nákladů, které v sobě zohledňují cenovou rigiditu, takže se do nich se zpožděním promítá i pokles cen průmyslových výrobců z letošního roku. Do příspěvku vstupují také marže mezi cenami a mezi náklady. Graf tedy není prognózou dovozních cen a není s ní úplně srovnatelný. Co se týče kurzu dolaru a cen komodit, zatím došlo k tomu, že dolarové ceny klesly více, než oslabila koruna k USD. V situační zprávě je v jednom z grafů uveden rozklad obou protisměrných vlivů do korunových cen ropy.*

**K. Janáček** (v diskuzi o cenách komodit a kurzu USD): Upozorňuje, že to může nastat do budoucna.

*Odpověď SMS: Mechanismus protisměrného působení kurzu dolaru a dolarových cen ropy funguje dlouhodobě. SMS uvádí posílení dolaru jako jeden z faktorů snížení dolarové ceny ropy, ale momentálně působily i další faktory, které korunovou cenu ropy stlačily dolů.*

**P. Řežábek:** Připojuje se k tomu, že ve stávající době není jednoduché sestavit konzistentní prognózu. Formuluje i provokativnější otázky. Nová prognóza snižuje výhled meziročního růstu inflace po celý rok 2015 a zejména pro 1. čtvrtletí roku 2016. V roce 2016 dojde v 1. čtvrtletí k překročení cíle o 0,1 p. b., ve zbývajících čtvrtletích pak o 0,3 p. b. Z tohoto mu vychází, že ani v roce 2016 nebude ukončeno používání kurzu jako nástroje.

Meziročně očištěná míra úspor domácností od počátku roku 2013 roste a i ve zbytku roku 2014 se dále očekává její další růst. V posledním odstavci na str. 19 je uvedeno, že k překmitu meziročního růstu spotřeby domácností nad dynamiku hrubého nominálního disponibilního důchodu dojde až v roce 2016. Táže se, zda toto není v rozporu s předpokládaným efektem, který měl přinést kurzový závazek.

*Odpověď SMS: SMS se již snažila reagovat v odpovědi na předchozí otázky. SMS souhlasí s tím, že prognóza spíše dává prostor pro postupný exit. Pokud bychom chtěli jednorázový transparentní exit s natlakovaným inflačním prostředím, pak simulace ukazují, že podmínky pro něj by vznikaly až na závěr roku 2016, možná počátkem roku 2017. U míry úspor došlo k poměrně zásadní revizi historických dat. Míra úspor je v tomto ohledu asi ten nejméně spolehlivý ze všech ukazatelů z národních účtů. Došlo tedy ke změně ekonomické historiky, která je daleko méně o tvorbě obezřetnostních úspor v letech 2012-2013, než tomu bylo na minulých datech. Nová časová řada naznačuje spíše klasické vyhlazování spotřeby v čase, se kterým SMS počítá i na prognóze. V první fázi oživení růstu reálných příjmů v roce 2014 a začátku roku 2015 bude spotřeba lehce zaostávat za dynamikou příjmů a míra úspor se o něco zvýší, v pokročilejší fázi oživení v roce 2016 naopak poklesne.*

**P. Řežábek** (v diskuzi o míře úspor): SMS klasicky prezentuje oblíbenou poučku, jeho otázka směřovala v tom směru, že používání kurzu jako nástroje mělo vést k nárůstu spotřeby domácností a poklesu míry úspor. Míra úspor by tedy neměla mít takovýto průběh. Toto vnímá jako nekonzistentní a není to pro něj v souladu s příběhem prezentovaným SMS.

**Tomšík** (v diskuzi o míře úspor): Ale spotřeba domácností roste.

*Odpověď SMS: Za půl roku může být po další revizi míra úspor opět jiná. Stávající časová řada míry úspor nicméně nedává podporu hypotéze, že by ČNB podpořila devizovou intervencí oživení ekonomiky přes snížení míry úspor. Nevíme ale, jak by míra úspor vypadala bez intervence, zda by nenarostla ne na 11%, ale na 13%.*

**M. Hampl** (v diskuzi o míře úspor): Možná stojí za to zopakovat, že data o spotřebě jsou mnohem spolehlivější, než data o úsporách.

*Odpověď SMS: Je vhodné také uvést rozměr zmiňovaného přehodnocení míry úspor. To je skutečně významné v řádu zhruba 1,6 p. b. Kdybychom museli reagovat měnovou politikou na takovéto změny míry úspor, nebylo by to asi vhodné. SMS v situační zprávě uvádí poznámku pod čarou, která na zásadní přehodnocení vývoje tohoto ukazatele upozorňuje.*

**P. Řežábek:** Srovnává ekonomický vývoj v ČR a v našem okolí. Zatímco my momentálně přehodnocujeme ekonomický růst směrem dolů, Slovensko ho přehodnocuje směrem nahoru a to navzdory tomu, že je v deflaci. Činí z tohoto SMS nějaký závěr?

*Odpověď SMS: U Slovenska SMS zaznamenala rychlejší růst domácí poptávky. Nicméně rozsah přehodnocení růstu činil cca 0,1 p. b. a nebyl tak zásadní. Růsty slovenského HDP už nejsou tak imponantní, jako byly před několika lety. Evropská komise přitom pro ČR očekává nepatrně vyšší růst než pro Slovensko.*

**M. Hampl** (v diskuzi o Slovensku): Poznává, že se ČR z hlediska růstu HDP dostala z jižní osy kolem Kypru či Itálie do první třetiny zemí a Slovensko přeskočila. Je zde zajímavý relativní posun ČR oproti Slovensku za posledních 12 měsíců. Pro rok 2014 Evropská komise předpokládá růst HDP v ČR 2,5%, což odpovídá i predikci ČNB, pro Slovensko předpokládá růst 2,4 %. Přitom před půl rokem pro Slovensko očekávala růst více než 3 %.

*Odpověď SMS: Při pohledu na přehodnocení prognóz nikoli za poslední čtvrtletí, ale za poslední půl rok, je ČR jedna z mála zemí, kde se predikce analytiků i oficiálních institucí posunuly směrem nahoru. Prognózy ČNB a analytiků se sešly na 2,5 % z opačných směrů. Zatímco my jsme prognózu snižovali z 2,9 %, u ostatních institucí došlo k zvyšování jejich predikcí pod vlivem předchozího pozitivního vývoje. Z pracovní úrovně má SMS informaci, že Slovensko ještě ne úplně zohlednilo standardy ESA 2010.*

**V. Tomšík:** Dotazuje se na prognózu celkové inflace. Diskutovaná situační zpráva je již čtvrtá v řadě, která oddaluje to, že bychom mohli na konci horizontu prognózy směřovat do horní poloviny tolerančního pásma inflačního cíle. Nenaplnuje se tak původní předpoklad posunu inflace k 3% hladině, která by vytvářela rezervu proti tomu, abychom se po opuštění stávajícího kurzového závazku nemuseli k němu opět vracet. V prezentaci SMS byly naznačeny modelové simulace a citlivostní scénáře, dle kterých další rolování případného exitu vyčerpává svůj potenciál pro posun inflace směrem ke 2,5-3 %. Přesto SMS počítá s poměrně silným růstem úrokových sazeb na konci roku 2015 resp. v roce 2016, kdy sazba PRIBOR poskočí z 0,3 % až na 1,6 %. Táže se, zda SMS vidí nějakou možnost, abychom se dostali do horní části tolerančního pásma, a jakým způsobem k tomu může dojít. SMS argumentuje, že oddálení exitu již příliš fungovat nebude, je posun kurzu nutný, jak SMS naznačuje v doporučení pro komunikaci? A nebo SMS spoléhá na oživení eurozóny po opatřeních ECB? Pokud ano, pak by ho zajímalo, jaký posun PPI nebo CPI to může vyvolat a v jakém časovém horizontu. Jestli to není, že jenom na něco čekáme.

*Odpověď SMS: Simulace SMS naznačovaly, že pro konec roku 2016 má ještě oddalování exitu určitý efekt. Ten bude ale na konci tohoto horizontu již relativně marginální. Mohli bychom se dostat do situace, kdy bez posunu hladiny kurzu bude v příští nebo přespříští prognóze inflace na horizontu prognózy směřovat pod 2 %. V také situaci pak bude úvaha o posunu úrovně kurzového závazku na stole. Zatím tato rizika nejsou realizovaná, ale nárazník, který jsme měli vytvořený, se vyčerpává, účinnost prodlužování závazku časem slábně.*

**M. Singer:** Táže se na stanovisko poradce, konkrétně na nárůst neobsazenosti kancelářských nemovitostí. Ptá se, zda se toto nedá vysvětlit prudkým nárůstem dokončování nových kanceláří a investic, kdy nastěhování nájemníků nějakou dobu trvá i v případě, že tito nájemníci mají již podepsané smlouvy. To, že je podepsaná smlouva, ještě neznamená, že se firma hned odstěhuje. On sám firemní stěhování zažil dvakrát a je to operace „kulový blesk“.

*Odpověď poradce Hlaváčka: Skutečně platí, že míry neobsazenosti jsou vyšší pro nově dostavené investiční projekty, než pro ty starší, rozdíl se pohybuje někde kolem 3-4 %. Na druhou stranu asi nelze tvrdit, že nárůst míry neobsazenosti je dán pouze nárůstem počtu nových projektů.*



*K nárůstu míry neobsazenosti dochází už 2 roky, přičemž k němu docházelo i v době, kdy investiční aktivita klesala. Anekdotická evidence pro některé z nových projektů naznačuje, že u nich dochází k určité „kanibalizaci“, kdy jsou nové projekty již stavěny s tím, že se do nich přestěhuje hlavní nájemce z jiného staršího projektu. Většina nárůstu míry neobsazenosti je tak zřejmě fundamentální.*

**M. Singer:** U grafu II.2.16 „Vývoj nominálního disponibilního důchodu“ velmi kontrastuje volatilita vývoje v minulosti s vyhlazeností vývoje v predikčním horizontu. Je to dáno tím, že prognózujeme jen celkový disponibilní důchod a jeho jednotlivé složky pouze dopočítáváme podle odhadnutých proporcí? Dotazuje se, zda se již do cen potravin promítají omezení pro vývoz do Ruska. I když je situační zpráva celkově dobře napsaná, domnívá se, že se v ní často objevují příslovce jako „znatelně“, „zřetelně“, „viditelně“ apod. Důvodem je asi časté opakování přesných slov, jako jsou „výrazně“, „významně“, „značně“. Upozorňuje ale, že toto není technický jazyk, není dobré rozvolňovat argumentaci kvůli stylistice. Takto se můžeme bavit o počasí na ulici, ale už meteorolog bude používat pevná striktní příslovce.

*Odpověď SMS: Vyhlazenost prognózy složek hrubého disponibilního důchodu vyplývá z toho, že i když SMS tyto složky prognózuje, veškeré metody předpovědi jsou napojeny na ekonomický cyklus nebo na ceny, což jsou hladké veličiny. SMS tak není schopna ex ante vygenerovat takovou volatilitu, kterou vidí ex post. Nižší ceny potravin v souvislosti s omezením vývozu do Ruska jsou částečně vidět v cenách zemědělských výrobců prostřednictvím snižujících se cen mléka. Ve spotřebitelských cenách potravin nebylo nic, co by se s vlivem Ruska dalo přímo spojit. Tento vliv se projevuje až na prognóze, kde se předpokládá poměrně významné snížení růstu cen potravin a dokonce dočasný překmit do záporných temp. V tomto ale bude dominovat vliv velmi dobré sklizně v letošním roce.*

**J. Rusnok** (v diskuzi o cenách potravin): Na druhou stranu proti poklesu cen potravin mohou působit tendence ochrany trhu netarifními překážkami, jako je například vyhláška Ministerstva zemědělství o povinnosti hlásit dovoz masa tři dny předem.

## **II. Uzavřené jednání bankovní rady**

**M. Hampl:** Souhlasí s vyzněním situační zprávy, která je podle něj dobře zpracovaná. Má určitý problém s návrhem v oblasti komunikace. Není přesvědčený, že výnosy takového kroku v současnosti převyšují jeho náklady. S odstupem roku stojí za to říci, že uvolnění měnových podmínek zafungovalo asi silněji, než se dalo tehdy očekávat. Zhodnocení toho, co se za rok v reálné ekonomice odehrálo, je to popsáno i v hezkém boxu v situační zprávě.

**L. Lízal:** Celkové vyznění situační zprávy celkem dobře odráží situaci. V nové prognóze jsou dobře promítnuty posuny výhledů zahraničí, kde bohužel došlo k naplnění dříve identifikovaných protiinflačních rizik. Vrací se tak hlavní otázka i z minulého jednání, totiž zda domácí oživení vyvolá dostatečné inflační tlaky, které budou schopny přetlačit případné další zahraniční dezinflační tendence. Odpověď na ni zatím podle něj zatím není. V tomto kontextu vnímá i ono rozporuplnější komunikační doporučení. Z hlediska stavu české ekonomiky vnímá to, že se pozitivní impuls, který byl doručen před rokem, ukázal ne jako pouze správný, ale jako naprosto

nezbytný. Z dnešního pohledu dokonce můžeme říci, že přišel o něco později, než by měl. Z měnověpolitického hlediska vnímá jako určité varování pokles rychlosti obrátky peněz. Je otázkou, zda jde jen o krátkodobý výkyv, nebo o dlouhodobější změnu. Nedomnívá se, že bychom na dnešním zasedání měli jakýmkoli způsobem měnit nastavení úrokových sazeb i kurzového závazku.

**J. Rusnok:** Už na veřejném zasedání se přihlásil k tomu, že situační zprávu oceňuje a že je čím dál těžší ji psát. Proto je také schopen mnohem více tolerovat to, že se někdy stává méně srozumitelnou v tom smyslu, že není vždy úplně jasné, co je předpoklad založený do modelového výpočtu, co už je výsledek a co je aktivní prognóza. Domnívá se, že složitost situace je velká, přispívá k ní i vysoká datová nejistota. Vnímá i několik pozitivních trendů. Vítá obrat v trendu inflace ve 3. čtvrtletí, která směřuje směrem k cíli, zatímco v minulosti směřovala od cíle. Směrování inflace k cíli vnímá v širším kontextu měnové politiky, přičemž se podle něj potvrzuje správnost kroku učiněného před rokem. I dnešní data o průmyslu, stavebnictví i zahraničním obchodě jsou velmi pozitivní. Průmysl reálně roste po očistění o vliv počtu pracovních dnů o necelých 6 %, stavebnictví o 8 %, zářijový zahraniční obchod vykazuje meziročně o 8 mld. Kč vyšší přebytek. Jdeme tedy v zásadě správným směrem. Byť pochopil vysvětlení, které zaznělo na veřejné části ohledně konzistence prognózy s komunikačním doporučením, nadále se domnívá, že na takovou změnu máme čas. Souhlasí se SMS v tom, že kurz je nástroj, který by se měl použít, pokud se mění podmínky. Nedomnívá se ale, že jsme se dostali do situace kritické změny podmínek, která by použití tohoto velmi silného nástroje ospravedlnila. Zejména z komunikačního hlediska se jedná o „bazuku“ a byl by tedy s jeho používáním velmi opatrný. Používá analogii s onkologicky nemocným pacientem. Pokud se mu zvýší v průběhu léčby teplota, tak ho znovu nepošlu na ozařování. Pokud za dva měsíce uvidíme, že se situace dramaticky zhoršuje, že se ekonomika nevrací k trajektoriím, na kterých jsme ji chtěli mít, a že se ještě více vzdalujeme cíli, nemá problém s tím diskutovat změnu úrovně kurzového závazku. V současné situaci ale vnímá komunikační doporučení jako předčasné.

**K. Janáček:** Ve srovnání s 5. situační zprávou nová prognóza snižuje očekávanou trajektorii celkové i měnověpolitické inflace pro celý zbytek roku a pro rok 2015. S tím pak koresponduje snížení očekávaného tempa růstu HDP i posun úrovně mezd v podnikatelské sféře směrem dolů. Snížení výhledu celkové i měnověpolitické inflace pro toto období do roku 2015 jde na vrub čisté inflace, předpokládaný vliv regulovaných cen se nemění. Na rozdíl od snížení očekávané inflace 2014 a 2015 situační zpráva pro rok 2016 mírně zvyšuje výši hladiny inflace oproti 5. situační zprávě. Počítá s převážením vlivu pozdějšího exitu z kurzového závazku. Očekávané snížení trajektorie čisté inflace do konce roku 2015 oproti předchozí velké situační zprávě se odvozuje od dvou paralelně působících vlivů: od prohloubení protiinflačního působení vnějšího prostředí a od zpomalení očekávaného mzdového vývoje v podnikatelské sféře. Při hodnocení výše zmíněných vlivů zastává závěr, že váhově se na zpomalení inflace podílí především prohloubení protiinflačních charakteristik ze zahraničí, zejména eurozóny. Také souhlasí s vyzněním situační zprávy a s tím, že s vývojem zahraničí jsou spojena výrazně vyšší rizika a nejistoty do budoucna. Navazuje na M. Hampla a J. Rusnoka v tom, že se domnívá, že kurz, který se pohybuje na viditelně slabší hladině než 27,40, znamená, že za nás zatím trhy „dělají práci“. Souhlasí tedy s tím, abychom nekomunikovali možnost posunutí hladiny našeho kurzového závazku a vyčkali na vývoj minimálně do další velké situační zprávy.

**P. Řežábek:** Jeho hodnocení zahraničního a tuzemského prostředí z projednávání minulé situační zprávy se příliš nemění. Nejistoty nadále přetrvávají, zejména nejistota spojená s vývojem v zahraničí je velká. Oživení domácí poptávky je pozitivním signálem, na druhou stranu by bylo vhodné počkat na jeho další potvrzování. Není podle něj jasné, jestli je nový trend v investicích nejlepší pro celkový postup v dalším vývoji ekonomiky. Z hlediska příspěvků jednotlivých odvětví k ožívování ekonomiky existují výrazné selektivní rozdíly, zejména tam výrazně dominantně ční automobilový průmysl. Bez promítnutí oživení i do dalších sektorů se podle jeho názoru nejedná o efektivně stabilní a zdravý posun. Proti oživení ekonomiky směřuje snížení výhledu inflace. Jak již uvedl na otevřeném jednání, dřívější předpoklady ohledně výrazného překmitnutí inflace přes 2% cíl do horní hranice tolerančního pásma se tak nenaplnují. Situace se podle jeho názoru příliš nevyjasnila, existují některá zlepšení, proti kterým směřují opačné signály. S preventivní komunikací možného posunu hladiny i s ohledem na svůj předchozí postoj k intervenci nesouhlasí.

**V. Tomšík:** Souhlasí plně s tím, co předkládá situační zpráva. Ekonomika skutečně roste ve všech svých složkách, nejde jen o ojedinělý signál, jedná se o potvrzení trendu. Výjimku tvoří čistý export, jehož vývoj je ale v souladu s naší prognózou, neboť importy jsou spjaty s investicemi. Jde tedy o indikátor dalšího budoucího ekonomického růstu. Je velmi rád, že je v souladu vývoj celkové inflace s inflací měnově politickou, a že se po pěti letech neustálého poklesu korigovaná inflace bez pohonných hmot dostala do kladných čísel a začíná se blížit na horizontu prognózy ke 2 %. Korigovaná inflace přitom primárně odráží ekonomickou situaci na trhu, poptávku a nabídku. Zlepšení situace je podle něj odrazem dlouhodobě uvolněné měnové politiky i toho kroku, který jsme udělali před rokem. Zatímco nemá pochybnosti o minulých číslech, velkou nejistotou je pro něj budoucí vývoj v eurozóně, ze které nelze v nejbližší době očekávat nějaké výraznější proinflační impulsy. Z hlediska komunikace možné změny kurzového závazku uvádí, že je pro něj důležité dívat se do budoucna. Je přesvědčen, že kdybychom měli k dispozici jemnější nástroj úrokových sazeb, pak by dnes padnul návrh na jejich snížení minimálně o 25 bazických bodů. Je si plně vědom toho, že máme k dispozici pouze hrubý nástroj typu bazuky. Obává se, že kdybychom šli cestou předčasné komunikace změny hladiny kurzového závazku, můžeme naopak přestřelit. Trh může tuto komunikaci interpretovat jako potřebu dalšího výraznějšího posunu kurzu a můžeme ho výrazně rozkmitat. Vidí rozdíl mezi dnešní situací a situací před rokem. Před rokem v případě nezavedení kurzového závazku hrozila výrazná apreciacie. Dnes ale takováto apreciacie nehrozí vzhledem k platnosti stávajícího kurzového závazku. Proto je i opatrný ohledně komunikace do budoucna, ale rovnou říká, že podmínku dalšího uvolnění tady vidí. Chválí SMS nejen za tuto situační zprávu, ale za konzistentní přístup po delší dobu. SMS vždy argumentovala potřebou uvolnění měnových podmínek, ať již úroku a či měnového kurzu. Bankovní radě vždy nějakou dobu trvalo, než toto doporučení SMS vstřebala. Rozumí tomu, proč SMS přichází s návrhem změny komunikace, vnímá to jako pokus o slovní intervenci. Za sebe ale na tento krok také není připravený. Určitým signálem pro trh může být komunikace rizik prognózy. Je možné komunikovat, že dlouhodobě zaujímáme přístup typu „wait and see“. Otázkou je, jak komunikovat rizika prognózy. Pokud uvedeme, že jsou protiinflační, pak se nabízí otázka, proč neprovádíme žádnou akci. Když uvedeme, že jsou vyrovnaná, pak s trhem příliš nepohneme. Navrhuje do minutes uvést, že bankovní rada vedla diskuzi o další kumulaci protiinflačních rizik, a že kurzová hladina 27 CZK/EUR není kotva.

**M. Singer:** V posledním roce jsme si osvěžili učebnice, včetně teze že inflace je měnový jev, nikoliv jev strukturální. Tuto tezi si osvěžujeme na příkladu ekonomiky USA, kde nejenom že FED nezpůsobil hyperinflaci, ale zároveň začíná předvádět pořádaný a klidný exit z politiky, která americké ekonomice zřetelně pomohla. Naopak se obává, že eurozóna potvrzuje stejnou tezi, ale opačným způsobem. Eurozóna je pro něj největším zdrojem obavy. Předpovědi Consensus Forecast pro eurozónu byly doposud velmi optimistické, v poslední předpovědi ale došlo ke střetu s realitou. Consensus Forecast pro eurozónu se pro nejbližší období propadl, pro rok 2016 se ale vrací k optimismu. Jeho vlastní dlouhá zkušenost s předpověďmi Consensu Forecast ho vede ke skepsi ohledně tohoto optimismu v roce 2016, domnívá se, že se do Consensu Forecast zatím pouze zafaktorovala poslední čísla ohledně spotřebitelské nálady v eurozóně a že je možné, že eurozóna bude podstatně slabší i delším horizontu. Podotýká, že poslední čerstvá data z německého maloobchodu jsou výrazně negativní. Pokles v ekonomice, která v měřítku eurozóny v zásadě funguje, znovu připomíná, že inflace je peněžním jevem. Pokud Německo jako zásadní a v podstatě zdravá část eurozóny trenduje k nárůstu spořivosti, pak to pro nás může znamenat výrazný problém s importovanými cenovými tlaky v budoucnu. Bude-li měnová politika v eurozóně tak neefektivní, jako doposud, může k tomuto problému dojít. To nicméně neznamená, že ho máme reflektovat již v tuto chvíli. Jedinou pozitivní informaci z eurozóny je slabší kurz eura, který může Německu pomoci. Pokud ale v Německu propukne spirála odkládání, pak budou podniky generovat relativně zdravý cash flow na sesekaném výrobním programu, podobně jako to dělaly do loňska u nás. Může dojít k hromadění peněz v podnicích a k hromadění úspor obyvatel. Pokud se Němci se rozhodnou, že se z krize prospoří, tak jako se rozhodli naši spoluobčané, může to znamenat velký problém pro eurozónu a zprostředkovaně i pro nás. K návrhu komunikace uvádí, že původní návrh od SMS upravil ve dvou směrech. Přidal tam zmínku o tom, že nižší cena ropy je pozitivním nabídkovým impulsem, abychom si vytvořili prostor toto kvitovat v budoucnu a případně to explicitně výjimkovat. Vnímá, že někteří z členů bankovní rady jsou vůči tomuto tématu citliví. Zadrugé zmírnil vyznění věty k možnosti posunu hladiny kurzového závazku, která vzbudila u členů bankovní rady velkou pozornost. Když slyší evidentně konsensuální názor všech členů bankovní rady, pak se mu jeví jako vhodná varianta celou větu vypustit a o větu dříve uvést, že kurz je oproti hladině závazku slabší a zároveň připustit, že to v tuto chvíli nejen neškodí, ale přispívá k návratu inflace a české ekonomiky na zdravou rovnovážnou trajektorii růstu. Tímto se možná dostaneme do smysluplného řešení komunikace. Říká to i proto, abychom se teď nevyčerpávali na tom, že budeme komunikovat komunikaci. K ekonomickému vývoji na Slovensku ve srovnání s Německem uvádí, že rozdíl může být v očekáváních. Pokud mají Slováci za sebou mnoho let relativně zdravého růstu ve zdravé ekonomice, pokud jsou ochotni se zadlužovat a pokud deflaci vnímají jako krátkodobý jev, pak je slovenská ekonomika v mnohem menších problémech než ekonomika německá. V té mají spotřebitelé za sebou dlouholetou zkušenost s nízkou inflací, mají za sebou Hartzovy reformy, vnímají historický základ, že se spoření vyplácí. Takováto očekávání ale mohou německé ekonomice i eurozóně velmi zkomplikovat život.

**K. Janáček:** Komunikaci považuje za velmi smysluplně vyřízenou. Situační zpráva předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb i měnověpolitických sazeb do 1. čtvrtletí 2016. Po ukončení kurzového závazku, které je situováno do 2. čtvrtletí 2016, je podle situační zprávy očekáván nárůst tržních i měnověpolitických sazeb ještě v 2. čtvrtletí o 0,8 p. b. Vzhledem k tomu, že celková i měnověpolitická inflace by se podle prognózy měla v daném čtvrtletí dostat jen marginálně nad 2% a setrvat tam v dalších dvou čtvrtletích, jeví se rozměr nárůstu úrokových

sazeb jako neúměrně agresivní. Do konce roku 2016 se má repo sazba dostat z 0,05 % na 1,5-1,6%. A to navíc při mírném posilování kurzu, které je ale rychlejší, než bylo uvedeno v minulé predikci. Je pro něj velkou otázkou, zda to zvýšení repo sazby není příliš přehnané.

**V. Tomšík:** Rovněž si klade otázku ohledně adekvátnosti předpokládaného růstu sazeb PRIBOR, nikdy v historii 5-6 let jsme v prognóze nepředpokládali takto rychlý nárůst sazeb. Jedinou výjimkou je minulá prognóza. Na druhou stranu lze predikovaný rychlý nárůst PRIBORu vnímat pozitivně jako určitý nárazník, pokud by při exitu začal devizový kurz nadměrně posilovat. V této situaci nám pak může pomoci, že nebudeme s růstem sazeb postupovat takto rychle, budeme moci řídit úrokový diferenciál a s jeho pomocí nadměrné posilování kurzu korigovat. Toto mu připadá v rámci prognózy jako konzistentní a logické a nechává ho to klidným. Co ho nicméně klidným nenechává, je to, že pokud bychom se rozhodli pro transparentní exit z kurzového závazku, pak musí být inflace v tomto okamžiku vyšší, než je náš cíl. Otázkou ale je, jak se na tuto vyšší inflaci dostat. Již čtyři prognózy za sebou prognóza inflace směřuje výrazně pod 3 %. M. Singer navrhuje v prohlášení bankovní rady komunikovat, že nám slabší kurz oproti závazku pomáhá v tom ekonomickém vývoji. Je ale otázkou, zda je i tento slabší kurz dostatečný. SMS naznačuje, že nikoli.

**M. Hampl:** Vznáší několik poznámek k zajímavé a barvitě diskuzi, která je jako vždy velmi inspirativní. Nejenom, že je inflace měnový jev, jak uvádí M. Singer, ale je to centrální banka, která v dané měnové zóně rozhodne o tom, jaká inflace tam bude. Tuto abecedu veřejná diskuze téměř pominula. Proto je to dobré po roce říci, že měnovou zónou je pro nás Česká republika, a že institucí, která rozhodne výši o inflace na tomto území, je centrální banka. Jen je v různých obdobích různě obtížné tohoto cíle dosáhnout. Rizika ze zahraničí jsou velká. Ale to vždycky byla, bankovní rada se o nich vždy bavila, přičemž nás zahraničí systematicky překvapovalo spíše negativně. Na druhou stranu to ale neznamená, že budeme ve špatných časech inkasovat negativní efekty do inflace a do hospodářského růstu ze zahraničí, a následně budeme mít znovu špatné časy při vzniku domácích protiinflačních tlaků. To by znamenalo, že jsme v asymetrické situaci, kdy inkasujeme pouze negativní šoky. Krize ukázala, že přes všechnu integraci a přes všechny obchodní a investiční vazby v EU dlouhodobě platí, že v rámci EU existují zóny rozvoje a zóny úpadku. Tyto zóny se mohou měnit a i sousedící země se mohou v takto dramatických časech vyvíjet zcela odlišně. I když tedy existují rizika ze zahraničí, tak to neznamená, že i v případě hospodářského poklesu v Německu, Rakousku či v Polsku nemůže česká ekonomika růst. V posledních letech jsme si v ČR vytvořili naši vlastní „mentální recesi“, pokud tato „mentální recese“ odezní, pak není důvod, abychom nemohli růst rychleji než okolní země. Domnívá se, že podceňujeme váhu domácí spotřeby a investic v HDP, a že jsme nadměrně fixováni na rizika adverzního vývoje v Německu. Z toho pohledu se také dívá na naši komunikaci a na to, co můžeme udělat pro to, aby křehké oživení zapustilo kořeny. Razil by zde přístup tzv. konstruktivní neurčitosti. V minulosti jsme vždy na dotazy, zda můžeme vyloučit změnu kurzového závazku, odpovídali, že zodpovědný centrální bankéř nemůže vyloučit nic. Pro tuto chvíli mu tento přístup stačí a myslí si, že odpovídá aktuální situaci. I když měl V. Tomšík dobrou myšlenku ohledně komunikace kurzu a kumulace protiinflačních rizik v minutes, není si schopen představit, co bychom do minutes napsali, než že bychom museli popřít to, že jsme byli posun kurzového závazku ochotni zvažovat. To už je ale lepší do minutes nepsat nic. Bankovní rada se dnes baví o vývoji PRIBORu za dva roky. Poznámena ale že vzhledem k vývoji evropské regulatoriky není jisté, zda za dva roky tady vůbec budeme mít PRIBOR, jestli ho tady vůbec bude někdo kotovat. V takto dlouhém horizontu může vzniknout řada překvapení.

**L. Lízal:** Domnívá se, že současná situace, kdy inflace směřuje směrem k cíli, je pro nás dobrá zpráva. Jak vypadá konec predikčního horizontu, není tak zásadní, protože tento konec je do určité míry dán modelovými předpoklady. Pokud dobře pochopil komunikační strategii, SMS se obává, že pokud by kurz klesl spíše k 27 CZK/EUR, pak by nám modelový aparát na vzdáleném konci neukázal inflaci v tolerančním pásmu. Táže se ředitele SMS Holuba, zda je to skutečně tak.

**T. Holub (ředitel SMS):** Při posunu kurzu na 27 CZK/EUR bychom se s inflací pohybovali nadále v tolerančním pásmu, ale 2% cíle bychom nedosáhli na celém horizontu prognózy. Stejný závěr platil již v minulé prognóze.

**J. Rusnok:** Tomuto rozumí, nicméně je podle něj třeba vnímat i další souvislosti a celkový kontext situace. Posun hladiny kurzového závazku nevidí jako věc, kterou bychom měli vyloučit, zdá se mu ale, že na něj máme nějakou chvíli čas. Souhlasí s M. Hamplem v tom, že se nemáme vzdát autonomní hospodářské politiky a jejího prosazování. Určitě máme prostor dosahovat jiných výsledků, než okolní země, toto ale platí v krátkém období, méně už v období dlouhém. Vrací se k vnějším rizikům, která samozřejmě respektuje, nicméně se domnívá, že i ona jsou v delším období mlhavá. Krátkodobě dochází k záchvěvu v eurozóně, která má i fundamentální problémy, které ji mohou ovlivňovat i dlouhodobě. Bavíme se zde ale o velmi jemných kalibracích v řádu kolem 1 p. b., takže by tato rizika nepřeceňoval. Německo bude mít problém, pokud v něm klesá spotřeba a roste sklon k úsporám, na druhou stranu působí ale změna kurzu USD/EUR, která může být ještě významnější. Ohledně opuštění kurzového závazku se domnívá, že případný exit nejspíše budeme odkládat, protože se bez výrazného natlakování neobejdeme.

**P. Řežábek:** Připomíná, že se do zhoršujících výhledů EU promítají také její vztahy k Rusku a situace na Ukrajině, což přiznávají i analytici v Německu. Jakékoli uvolnění těchto vztahů eventuelně rekonstrukce Ukrajiny pak může pro Evropu znamenat pozitivní impuls. Připomíná dřívější debatu ohledně konkurenčních podmínek v Evropě a v USA v souvislosti s cenami energií. USA vykazovaly relativně vůči EU lepší konkurenceschopnost vzhledem k levnějším cenám energie, Evropa se těmto cenám přibližuje pouze zčásti. Komentuje optimismus ohledně budoucího vývoje domácího stavebnictví, který je z velké části založen na infrastrukturních stavbách. Pomineme-li „parkoviště D1“, pak v poslední době v ČR dochází k rekonstrukcím mostů, opravám povrchů komunikací, které jsou často zbytečné. Je otázkou, zda tyto investice nevytváří optimističtější signály, než je jejich reálný dopad. Proto by bylo vhodné na potvrzení některých čísel a směrů.

**M. Singer:** Vystoupení M. Hampla mu připomnělo dobu, kdy přišel do ČNB a poslouchal komentáře některých tehdejších členů bankovní rady o tom, že není potřeba uvolňovat měnovou politiku, protože nízká inflace ničemu nevádí, či že úroveň úrokové sazby ECB je prorazitelná s tak strašlivými riziky, že by se mohla zhroutit nebesa. Druhá část bankovní rady se tehdy vyhrzovala v tom smyslu, že v okamžiku, kdy je splněno cenové kritérium, máme ze zákona také zodpovědnost za plnění dalších cílů vlády, tedy i za ekonomický růst. Svým způsobem se debata vrací a zřejmě se bude vracet v každé centrální bance. To je také důvod, proč se věnoval situaci v eurozóně. Část ECB může mít mentální problém připustit si, že je měnová politika schopna ovlivňovat cenovou úroveň v té míře, ve které ji ovlivňuje, podobně jako tomu bylo po velmi dlouhou dobu v Japonsku. Tento názorový proud je nepochybně posilován i domácím míněním. Problém není jen v tom, že budeme v nejbližším půl roce inkasovat protiinflační tlaky, ale také v možné systematicky chybné zahraniční měnové politice. Pokud bude ECB reagovat dle schématu „too little too late“, bude potom systematicky „behind the curve“ což následně změní

očekávání obyvatelstva. Vyzývá SMS, aby začala sledovat vývoj cen nemovitostí v Německu, protože důchodový efekt přes nemovitosti ovlivňuje spotřebitelské chování. Nedávno četl článek, který na panelových datech prokazuje důchodový efekt přes ceny nemovitostí i v ČR. To je další důvod, proč byla devizová intervence správným tahem, protože pokles cen nemovitostí by zřejmě působil na oslabení spotřebitelské poptávky. Obává se signálů negativního cyklení Německa směrem k deflaci, prorážení mentality „prospoříme se do budoucna“ je mimořádně nákladné z hlediska komunikace. V souvislosti se svojí nedávnou schůzkou s velvyslancem USA uvádí zajímavý fakt: i když USA není náš druhý nejvýznamnější obchodní partner z hlediska objemu zahraničního obchodu, je po Německu naším druhým nejvýznamnějším obchodním partnerem z hlediska přidané hodnoty jak na dovozech, tak na vývozech. Touto optikou by mohlo být zajímavé diskutovat vliv Ruska, zda v něm Německo realizuje výraznou přidanou hodnotu. Zatímco levnější ropa vytváří příznivý nabídkový impuls, dosavadní poklesy energií v Evropě neměly s příznivým nabídkovým impulsem nic společného. O příznivý nabídkový impuls se zřejmě jednalo v USA, nižší ceny energií v USA však vedou naopak k poklesu poptávky v Evropě, protože energetické firmy vykazují menší zisky a mají tudíž méně prostředků na investice. Ještě významnější je podle jeho názoru to, že se v Evropě regulacemi povedlo v podstatě zničit trh s energiemi jako investiční odvětví.

**M. Hampl:** Je pro něj výraznou úlevou, že největší část debaty věnujeme rizikům ze zahraničí a ne rizikům z domácí ekonomiky. Uvádí, že Německo je zemí s jedním z nejvyšších podílů nájemního bydlení v Evropě, takže v něm efekt bohatství nebude tak silný jako například v anglosaském světě. SMS toto ověří. Nerad by byl nepochopen, samozřejmě že nevěří tomu, že měnová politika může změnit potenciál ekonomiky. Nicméně se může snažit plněním svých cílů napomáhat tomu, aby ekonomika byla potenciálu co nejbliže. I to ale může znamenat, že česká ekonomika poroste relativně rychleji ve vztahu ke svému okolí, a že se bude nacházet spíše na pólu rozvoje, než na pólu úpadku.

**M. Singer:** Je přesvědčený, že existuje kontinuum ekvilibrií vývoje ekonomiky, které může měnová politika ovlivnit. Jinými slovy Japonsko by s lepší měnovou politikou nemuselo zažít deflaci z posledních 20ti let, která měla důsledky na strukturu ekonomiky.

**M. Hampl:** Platí to i obráceně, hyperinflace samozřejmě také vadí.

**M. Singer:** Roli hrají i sebenaplňující se očekávání, která se přenášejí do ekonomiky, a která pak vedou k tomu, že ta ekonomika podinvestovává a dostává se tím do problémů. Jinými slovy, měnová politika je v určité míře schopna svět nejen vyvažovat, ale podle jeho názoru i měnit. Trade-off mezi inflací a růstem je také jiný na spodku cyklu než na jeho vrcholu. Pokud měnová politika tohoto vztahu nevyužívá, pak to to ekonomiku dlouhodobě podvazuje.

**M. Hampl:** Toto je ale velmi riskantní myšlenka.

**M. Singer:** Japonsko je ukázka toho že dlouhodobě lze špatnou měnovou politikou ekonomiku podvázat, podobnou ilustrací je i Velká Británie mezi světovými válkami.

### 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