

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 6. srpna 2015

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 5. situační zprávy

V. Tomšík (v diskuzi o úrokovém diferenciálu): Děkuje za situační zprávu, která poprvé přináší pohled na rok 2017. Není jednoduché popsat situaci za rok a půl až dva roky.

Prognóza očekává v roce 2017 poměrně razantní nárůst úrokových sazeb, který je konzistentní s dvouprocentním inflačním cílem. To ale implikuje poměrně vysoký úrokový diferenciál vůči eurozóně až 1 procentní bod. Navíc sekce měnová (dále jen SM) očekává nominální zhodnocení kurzu v roce 2017 kolem 3 %. To znamená korunový výnos 4 %. Pokud platí nekrytá úroková parita, což je základní kámen modelu SM, klade si otázku, že by musela vzrůst riziková prémie na česká aktiva. Je to možné? Je v tom prognóza konzistentní?

P. Řežábek (v diskuzi o úrokovém diferenciálu): V. Tomšík se odvolával na nekrytou úrokovou paritu. Když se navíc podívá na kurz koruny k euru, kde SM předpokládá posílení o 2 % a zároveň předpokládá v roce 2017 čtyři a případně i více standardních zvýšení repo sazby, což je zejména v prvním čtvrtletí 2017 velmi dramatické, pak není možné, aby kurz neposiloval rychlejším tempem. Z čeho SM vychází, že koruna vůči euru neposílí více? Vysvětlením by bylo, že by se měnil kurz eura vůči dolaru. Při takovém nárůstu sazeb mu to nepřipadá konzistentní. Navíc analytici v naprosté většině očekávají větší posílení koruny.

J. Rusnok (v diskuzi o úrokovém diferenciálu): Oceňuje situační zprávu. Jak říkal V. Tomšík, není snadné v dnešních časech dívat se na to, co se bude dít za horizontem prognózy. Rok 2017 je pro nás důležitý. Je to zatíženo řadou nejistot, ale popis a argumentace SM mu dávají smysl. Připojuje se k dotazu V. Tomšíka o úrokovém diferenciálu. Zajímá ho hlubší komentář k nárůstu úrokového diferenciálu mezi domácími sazbami a sazbami v eurozóně na konci horizontu, kde do určité míry SM nekonzistentně očekává ne příliš velké posílení kurzu po opuštění kurzového závazku.

Odpověď SM: SM se snažila problematiku úrokového diferenciálu objasnit na schůzce s bankovní radou k alternativám. Kvůli prodlužování horizontu predikce o jeden rok začala SM asi před rokem u zahraničních úrokových sazeb přebírat výhledy z tržních křivek jako danou informaci pouze na šest čtvrtletí. V dalších čtvrtletích SM tyto informace diskontuje. V podstatě váží tržní informace s modelovou rychlostí návratu k rovnovážné hodnotě. To dává smysl i v tom, že výhledy Consensus Forecasts implikují, že v roce 2017 bude eurozóna z hlediska inflace i růstu ekonomiky na svých rovnovážných hodnotách. Touto optikou by bylo poněkud zarážející a sporné, pokud by zahraniční sazby zůstaly tak dlouho pod rovnovážnou hodnotou u nuly, jak momentálně trh implikuje. Model tak pracuje s nižším úrokovým diferenciálem oproti tomu, co je vidět v grafech. Úrokový diferenciál není jeden procentní bod, ale de facto jen asi půl procentního bodu.

M. Singer (v diskuzi o úrokovém diferenciálu): Bylo by dobré se o tom zmínit v poznámce pod čarou.

V. Tomšík (v diskuzi o úrokovém diferenciálu): Zvýší se riziková prémie na česká aktiva?

Odpověď SM: K určitému posílení kurzu po opuštění závazku dojde, ale SM nepředpokládá, že se zvýší riziková prémie.

Pokud jde o míru posílení koruny po opuštění závazku, je potřeba si také uvědomit, že model

pracuje s předpokladem, že rovnovážná reálná konvergence již nikdy nebude tak rychlá jako v období před krizí, kdy kurz posiloval o jednu korunu za rok, což odpovídalo rovnovážnému reálnému posilování o 3-4 % ročně.

Aktuálně SM pracuje s předpokladem, že rovnovážná reálná apreciacie je 1,5 %, přičemž část může jít přes inflační diferenciál, pokud se bude eurozóna obtížně dostávat na svůj dvouprocentní inflační cíl. Fundamentální tlak na posílení v modelu proto není tak velký. Posílení o jednu korunu v roce 2017 tudíž není z pohledu SM malé. Analytici zmiňují kurz koruny k euru v roce 2017 na úrovni 24 nebo 25 korun za euro z toho důvodu, že možná počítají s vyšší rovnovážnou reálnou apreciací.

Změny v kurzu eura k dolaru na míru posílení kurzu koruny k euru nebudou mít velký vliv. Pokud ECB ukončí kvantitativní uvolňování v roce 2016, mohou nastat tlaky na posilování eura. Spíše ale jde o určitou „technikálii“ Consensus Forecasts, z něhož SM přebírá výhled na rok 2016, ale v dalším období SM přebírá výhled z dlouhodobého Consensu, který byl zveřejněn již v dubnu. SM by tomu nedávala příliš velkou váhu.

P. Řežábek (v diskuzi o úrokovém diferenciálu): Jeho to překvapilo. Fed také zřejmě začne zvyšovat sazby.

M. Singer (v diskuzi o úrokovém diferenciálu): Od toho máme budoucí situační zprávy.

L. Lízal: V souvislosti s předchozí diskuzí o úrokovém diferenciálu upozorňuje, že podle grafu na str. 53 úrokový diferenciál koruny vůči euru v poslední době roste. To znamená, že v současné době dochází ke zpřísnění měnových podmínek v porovnání s vývojem v eurozóně.

P. Řežábek: Navazuje na dotaz V. Tomšíka ke konzistenci situační zprávy. SM předpokládá ukončení používání kurzu v lednu 2017. Bankovní rada deklarovala, že to bude nejdříve ve druhém pololetí 2016. Co by se stalo, kdyby k opuštění došlo v pololetí roku 2016?

Odpoověď SM: SM zkoušela simulaci s různým načasováním exitu. Polovina roku 2016 se zdála být jako první termín, kdy by exit byl možný. Úrokové sazby však v této simulaci zůstávaly i poměrně dlouho po exitu blízko technické nuly a inflace se jen stěží dostávala na cíl.

M. Singer: Jak by se vyvíjel kurz? Požaduje předkládat bankovní radě simulace s různým načasováním exitu.

Odpoověď SM: Kurz by velmi mírně posiloval. SM děkuje za námět na prezentování simulací s různým načasováním exitu. Tuto informaci SM v minulosti již předkládala.

V. Tomšík: Co si SM myslí o doporučení poradce M. Hlaváčka, který ve stanovisku přichází se zajímavou myšlenkou začít opět indikovat budoucí vývoj kurzu? V období před zahájením používání kurzu jsme byli vysoce transparentní, když byl zveřejňován předpoklad o vývoji kurzu. Momentálně kurz není zveřejňován. Pokud by byl zveřejňován, možná by koruna po opuštění závazku neposílila výrazně.

Odpoověď SM: SM zveřejňování prognózované trajektorie kurzu nedoporučuje. Všechny dosavadní materiály SM k procedurám kurzového závazku i k exitu doporučovaly obnovit zveřejňování trajektorie kurzu až po exitu. Důvodů je několik. Hlavním důvodem je to, že v režimu kurzového závazku veřejnost nerozliší závazek a prognózu kurzu po ukončení závazku. Veřejnost by patrně prognózovanou trajektorii kurzu po exitu interpretovala jako trajektorii preferovanou ČNB. Každý by si tak mohl podobně jako V. Tomšík dopočítat, že ČNB slibuje bezrizikový výnos kolem 3 %. Proto je potřeba nejdříve režim používání kurzu ukončit a teprve potom zveřejňovat trajektorii kurzu s tím, že je spojená s obvyklou nejistotou. Také se může

například ukázat, že bude potřeba mnohem většího zpřísnění měnových podmínek. Tomu by odpovídala jiná trajektorie úrokových sazeb a jiné tempo posilování kurzu.

M. Singer: Investice do koruny by nebyla bezriziková. Nechybí sekci bankovních obchodů (dále jen SBO), že nezveřejňujeme, kde očekáváme kurz po ukončení používání kurzu?

Odpověď SBO: Nechybí. SBO souhlasí s argumenty SM.

Odpověď SM: SM navrhuje verbálně komunikovat, že na horizontu prognózy, to znamená do konce roku 2017, nedochází k posílení kurzu pod úroveň před zahájením používání kurzu, která byla na 25,80 korun za euro. Případný „announcement“ efekt zveřejnění trajektorie, která končí na 26,10, by byl marginální. Je potřeba komunikací bojovat s tím, že by koruna mohla ročně apreciovat o 3-5 %.

V. Tomšík (v diskuzi o reálném rovnovážném kurzu): V souvislosti s jeho předchozím dotazem je rád za Box 2, který prezentuje dva odborné názory SM na reálný rovnovážný kurz. Oceňuje přitom, že SM nenavrhuje ke zveřejnění prognózu rovnovážných kurzů. Box ukáže trhu, kudy vede cesta. Odkazoval se na poradce M. Hlaváčka, který navrhuje zveřejňovat prognózu kurzu. SM tomu oponuje. Navrhuje zveřejňovat odhady rovnovážného kurzu i v dalších Zprávách o inflaci.

J. Rusnok (v diskuzi o reálném rovnovážném kurzu): Připojuje se k návrhu, který zazněl a na který také upozornil poradce ve stanovisku, zda bychom neměli začít trh „vychovávat“ v otázce očekávání apreciacie vhodnou komunikací. Myslí si, že mnoho analytiků se ještě bude předhánět v odhadech možného posílení kurzu po opuštění závazku a mohou se objevit komentáře typu, kde měl být kurz k německé marce za doby V. Komárka. Jak to vidí SM?

Odpověď SM: SM zařadila box o fundamentálním kurzu, který naznačuje, že podle jedné ze dvou metod, a to dokonce té, kterou SM považuje za spolehlivější (BEER), je kurz nyní zhruba na rovnovážné úrovni. SM navrhuje odkazovat se na tento box v komunikaci nad rámec toho, že dochází k průsaku slabšího kurzu do cen. V období před zahájením používání kurzu byl kurz mírně nadhodnocen. Zahájení používání kurzu posunulo kurz zhruba na rovnovážnou úroveň. Je potřebné provádět patřičnou edukaci směrem k odborné veřejnosti. K tomu bude směřovat celá řada akcí již během podzimu. Je potřeba vysvětlovat zpomalování reálné rovnovážné apreciacie v období, které nás čeká, oproti tomu, co bylo před krizí. A také dále ukazovat, že zahájení používání kurzu nevedlo ke vzdálení kurzu od rovnováhy, ale naopak šlo spíše o korekci předchozího nadhodnocení. Část reálného rovnovážného posilování může navíc po nějakou dobu jít přes kladný inflační diferenciál. Je také možné, že spekulanti nebudou mít po exitu proti komu se ziskem uzavírat své pozice. Kurz bude mít při vybírání pozic spíše tendenci ke skokovému oslabení.

M. Singer (v diskuzi o reálném rovnovážném kurzu): Než bude box o rovnovážném kurzu zveřejňován pravidelně, bylo by rozumné se podívat na to, jak se odhady pohybovaly v minulosti a zda je určitá stabilita šedého pásma.

V. Tomšík (v diskuzi o reálném rovnovážném kurzu): Je potřeba být také konzistentní s Analýzami sladčnosti, kde to vycházelo trochu jinak.

Odpověď SM: SM standardně provádí odhady každé čtvrtletí od roku 2012. Informaci o stabilitě odhadů SM zašle. SM dále popisuje používané modely. První model BEER dává na pravou stranu rovnice všechny relevantní dlouhodobé proměnné jako je diferenciál produktivity a přímé zahraniční investice. Model FEER simultánně odhaduje několik rovnic a má podmínku vnější i vnitřní udržitelnosti. SM také čerpala ze zkušeností Národní banky Slovenska, která odhady těchto modelů zveřejnila při vstupu do ERM II. Tím ukázala

analytikům, jak se může kurz vyvíjet a také jaká je míra nejistoty.

M. Singer (v diskuzi o reálném rovnovážném kurzu): Jsou ty odhady stabilní?

Odpověď SM: SM se zdá, že odhady jsou relativně stabilní. V textu je poznámka pod čarou, že konfidenční intervaly jsou u každé metody širší než prezentované pásmo, které vyjadřuje rozpětí odhadů dvou různých metod. Také Mezinárodní měnový fond považuje měnu za nadhodnocenou či podhodnocenou, pokud je „misalignment“ v absolutní hodnotě větší než nějaká kritická mez, například 10 %. To je potřeba mít na paměti.

M. Singer (v diskuzi o reálném rovnovážném kurzu): Prosí zmínit to v boxu. Relativně úzké pásmo může být matoucí.

K. Janáček: V posledním bodě měnověpolitického doporučení je uvedeno, že návrat do standardního režimu nebude znamenat skokové posílení kurzu zejména z důvodu průsaku slabšího kurzu do cen a dalších veličin. V závěru prvního boxu na str. 33 je uvedeno, že průsak by měl být 0,3 procentního bodu, přičemž dosud se polovina vyčerpala. Takže SM očekává, že 0,15 procentního bodu se bude konzumovat v následujících čtvrtletích. Jde o průsak cen surovin a dalších komodit a zboží, které kupujeme za dolary. Domnívá se SM, že je to dostatečně tvrdý argument, aby bylo možné argumentovat, že kurz výrazněji neposílí na předintervenční úroveň? Nemělo by se do návrhu komunikace dát i něco jiného?

Odpověď SM: V Boxu 1 je prezentován průsak kurzu koruny k dolaru nad rámeček regulovaných cen energií a cen pohonných hmot do korigované inflace přes dovážené zboží. Průsak je zhruba čtvrtinový oproti průsaku kurzu koruny k euru.

P. Řežábek: Část průsaku se umoří v maržích.

V. Tomšík: Ve dvacetileté historii České republiky jsme se v posledních několika čtvrtletích poprvé dostali do přebytku běžného účtu. Asi je to do určité míry logické s vývojem konvergence ekonomiky, kdy sem přišly zahraniční investice a nyní se to bude splácet přes vývoz. Co generuje tak výrazný a udržitelný nárůst přebytku běžného účtu? Je to důsledek strukturálních reforem za posledních deset až dvacet let nebo je v tom i cyklický příběh? Pokud je v tom cyklický příběh, pak by nebyl takový tlak na posílení kurzu koruny v roce 2017. Pokud jde ale o strukturální jev, jak se s tím vypořádáme, když říkáme, že koruna při exitu skokově neposílí?

Odpověď SM: Jde částečně o to, že ekonomika se nachází v pokročilejší fázi konvergence, kdy ze schodkové bilance zboží a služeb jsou přebytky, které financují deficitní bilanci výnosů. Konvergenční modely implikují, že zhruba po 20 až 25 letech by se měl běžný účet konvergující ekonomiky při této struktuře vyrovnat. Dále se v přebytku běžného účtu projevuje příliv z evropských fondů, který je v letošním roce poměrně masivní v rozsahu až 3 % HDP. Tyto příjmy jsou nakupovány přímo do devizových rezerv bez vlivu na kurz. To analytici často nedoceňují. Kromě toho se ceteris paribus projevuje pozitivní efekt nižších cen ropy, který ovšem není na první pohled příliš patrný, protože se mírně zhoršuje reálný čistý vývoz.

V. Tomšík: Na zítřejším setkání s analytiky jim to bude vysvětleno.

P. Řežábek (v diskuzi o růstu mezd): Počet zaměstnaných, nezaměstnaných a počet volných pracovních míst se vyvíjejí příznivě. Dříve byly připomínky, ke kterým se připojoval, že růst mezd byl podle SM příliš optimistický. S ohledem na dnešní trendy se zdá, že SM je v očekávaném růstu mezd příliš pesimistická. Blížíme se relativně rychle předkrizovému období. Stojí si SM za těmito čísly?

K. Janáček (v diskuzi o růstu mezd): Dotazuje se k prognózám analytiků na str. 25, které se oproti ČNB významně rozcházejí téměř o 1 procentní bod u očekávaného růstu mezd v roce 2016. V textu to ale není komentováno. V čem vidí SM důvody tohoto rozdílu?

Odpověď SM: SM prognózu mezd zvýšila. Počínaje druhým čtvrtletím 2016 se meziroční růst mezd pohybuje mírně nad 4,5 %. S ohledem na dosud pozorovaný růst mezd lehce nad 2 % to SM považuje za výrazné zrychlení růstu. To odpovídá očekávanému reálnému růstu ekonomiky a návratu inflace k 2% cíli. V první fázi oživení se zdálo, že mzdový růst zaostával za vývojem ekonomiky. Pro příští rok se množí signály, že vzniká mírný nedostatek pracovní síly a také odbory mohou být agresivnější.

P. Řežábek (v diskuzi o růstu mezd): Bylo relativně dlouhé období, kdy byly dramaticky omezeny bonusy a mimořádné výplaty. Tato složka se může rychle obnovit.

K. Janáček (v diskuzi o růstu mezd): SM říká, že po zimě vždy přijde jaro, ale nevíme přesně kdy.

Odpověď SM: Květnové údaje o mzdách v průmyslu SM považuje za zklamání. SM v návaznosti na výsledky kolektivního vyjednávání ve Škodě Auto a jiných automobilových firmách čekala, že se zvýší růst mezd vlivem mimořádných bonusů. Dnes byly ovšem zveřejněny údaje za červen, kde je meziroční růst mezd v průmyslu 4,3 %. Ve druhém čtvrtletí tak rostla průměrná mzda v průmyslu o 3,0 %. To je stále relativně umírněný růst s ohledem na to, že průmysl je v dobré kondici.

M. Singer: Není cosi cyklického v rozdílu mezi dvěma ukazateli nezaměstnanosti? Rozdíl je historicky vysoký.

Odpověď SM: SM vliv cyklu na rozdíl mezi registrovanou nezaměstnaností a obecnou nezaměstnaností podle definice Mezinárodní organizace práce (dále jen ILO) dosud neodhalila. Teoreticky by se dalo očekávat, že když roste nezaměstnanost, někteří nezaměstnaní mají alespoň brigády. Jsou nadále v registrované nezaměstnanosti, ale podle Výběrového šetření pracovních sil pracují, i když odpracují týdně třeba jen 4 hodiny.

SM souhlasí s poradcem M. Hlaváčkem, že nedostatek pracovní síly může vznikat rychleji dle ukazatele míry nezaměstnanosti ILO, která se zejména po revizi dostala již nyní na 5 %, což je odhad NAIRU podle výpočtů SM, než podle registrované míry nezaměstnanosti. Na druhou stranu evidence z šetření bariér růstu v průmyslu ukazuje, že nedostatek zaměstnanců jako bariéra se sice mírně zvětšuje, ale oproti minulému cyklickému maximu je pořád výrazně menší. Tato měkká evidence vede spíše k tomu, že je potřeba více věřit registrované nezaměstnanosti než nezaměstnanosti ILO.

L. Lízal: Výhled na rok 2017 je dán modelovými předpoklady a předpoklady o rovnovážných hodnotách. Je to tedy spíše o tom, kam by měla ekonomika směřovat. Z tohoto pohledu poznamenává podobně jako minule, že výhled na rok 2016 ohledně zahraničních cen výrobců se zatím nemění. To signalizuje, že analytici zatím výhledy nepřeceňují. Vzhledem k očekávanému poklesu cen ropy a delšímu průsaku nižších cen se mu tyto výhledy zdají být nadhodnocené. Není to protiinflační riziko?

Odpověď SM: Výhled z Consensus Forecasts SM expertně snížila, protože pokud by se měl naplnit, znamenalo by to nestandardně rychlý růst cen do konce letošního roku. SM nemůže vyloučit, že další výhledy nebudou přehodnoceny směrem dolů, zvláště pokud cena ropy zůstane na 50 dolarech.

M. Singer: V textu by to zdůraznil. Ten zvrát je poměrně výrazný.

L. Lízal: SM začala s využitím modelu NiGEM odhadovat dopad kvantitativního uvolňování ECB do zahraničních tržních úrokových sazeb, který je asi -1 %. V textu situační zprávy není jasné, jakým způsobem se tento přístup dá porovnat s předchozími analýzami. Pokud jsou grafy prezentovány tak, že není jasné vidět srovnání, a pokud nebude řečeno, že jsme začali počítat vývoj zahraničních sazeb jinak, může to být komunikační problém.

Odpověď SM: SM navrhuje neuvádět ve Zprávě o inflaci zmínku o stínových zahraničních úrokových sazbách. Důvod je ten, že hlavní efekt, kterým stínové sazby ovlivňují domácí ekonomiku, je určitý latentní tlak na posilování koruny vůči euru, pokud bychom neměli kurzový závazek. V základním scénáři, který bude publikován, je však předpokládán kurzový závazek až do konce roku 2016, který kompenzuje tento latentní tlak na posílení kurzu prostřednictvím devizových intervencí. Tento efekt je nejvíce viditelný v simulaci s volnými sazbami v měnověpolitickém doporučení, která ukazuje, kde by musely být domácí úrokové sazby, aby kvantitativní uvolňování ECB nevyvolalo nadměrné zhodnocení kurzu koruny. Výsledek říká, že je-li kvantitativní uvolňování ekvivalentní zahraničním sazbám na -1 %, domácí sazby by také musely být -1 %, aby to fungovalo i bez kurzového závazku.

L. Lízal: Toto bude vidět v okamžiku exitu, kdy tento tlak nebude implicitně schovaný v závazku, ale bude přímo vidět na posílení kurzu.

Odpověď SM: Stínové zahraniční sazby se v roce 2017 vracejí směrem k tržním zahraničním úrokovým sazbám, protože SM počítá s tím, že ECB ohlásila kvantitativní uvolňování do září 2016. V případě prodloužení této politiky ECB to bude argument pro pozdější exit z kurzového závazku, protože jinak by exit v té době vedl k nadměrným tlakům na posilování kurzu koruny.

M. Singer: Na str. 35 se píše o cenách průmyslových výrobců. Proč je část textu modře?

Odpověď SM: V minulosti byla přijata konvence, že prognostické části do kapitoly III nepatří, a SM navíc tyto části nepovažuje za stěžejní. Jsou uváděny modře, aby je bankovní rada viděla. Kromě cen průmyslových výrobců jde i o ceny zemědělských výrobců a prognózovaný měnový vývoj.

L. Lízal: Jeho poradce zjišťoval, jak je možné, že J. Seidler z ING dokáže tak dobře odhadovat naše intervence v relativně reálném čase. Zjistil, že to lze rekonstruovat na D+2 bázi. Dosud jsme si mysleli, že to je vidět až z dekadní bilance. Je to upozornění pro SBO, že informace je veřejná o něco dříve, než jsme očekávali.

M. Singer: Zdá se mu, že většina rizik i značná část diskuze je a bude řešena až v rámci dalších situačních zpráv a jejich projednávání. V tuto chvíli nevíme dostatek ani o tom, jak bude za tři měsíce, natož pak jak bude v době, kdy prognóza ještě navíc předpokládá ukončení používání kurzu o půl roku později oproti tomu, co komunikovala bankovní rada. Máme relativně dost času.

M. Singer: Děkuje za box o Německu.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

V. Tomšík: Hodnotí aktuální ekonomickou situaci včetně výhledu na rok 2017. Opět je přesvědčen o tom, že ekonomika je na trajektorii robustního, to znamená dlouhodobě udržitelného růstu. Pro něho je podstatné a zaznělo to již na otevřeném jednání, že nelze očekávat výrazně vyšší růst ekonomiky, a to i s tím, že konvergenční a transformační proces je v jiném stadiu než před pěti nebo deseti lety. Souhlasí s předpokladem SM, že potenciální růst

by mohl být kolem 3 %. To má implikaci do reálné apreciacie kurzu. V letošním roce SM předpokládá vyšší růst oproti růstu potenciálu. Souhlasí s tím, co zaznělo a co je uvedeno v předložených materiálech, že k tomu přispěla dlouhodobě uvolněná měnová politika. V poslední době vidíme i uvolněnou fiskální politiku a zrychlení přílivu prostředků z evropských fondů. Také je zde pozitivní nabídkový šok v podobě relativně nízké ceny ropy. Tento nabídkový šok pomůže hospodářskému růstu. Vidíme také oživení poptávky v eurozóně. To vše bude přispívat k udržitelnému hospodářskému růstu.

Dostává se ke klíčové úvaze o stabilitě cen. I přes tento pozitivní vývoj je na celém horizontu prognózy inflace pod inflačním cílem a směřuje k cíli zespodu. To je nutné komunikovat. Nejde jen o celkovou, ale i o měnověpolitickou inflaci, která také míří k cíli zespodu. Pro měnovou autoritu je důležité nejen to, aby inflace byla v cíli, ale aby to bylo udržitelné. Již v roce 2013 bylo komunikováno, nejenže inflace má být dlouhodobě kolem 2 %, ale že si můžeme dovolit takovou měnovou politiku, že až nastane exit, aby nebylo nutné se vracet k nekonvenční měnové politice. Přitom máme toleranční pásmo kolem 2 %. Umí si představit, že když se reálný konvergenční proces obnovuje a bude implikováno reálné zhodnocení kurzu, tak by toto reálné zhodnocení kurzu mohlo jít přes cenový diferenciál. Pokud eurozóna nebude naplňovat svůj 2% inflační cíl, můžeme si dovolit inflaci i k 3 %. Souhlasí s prognózou a myslí si, že exit nenastane v nejbližší době. SM předpokládá exit v prvním čtvrtletí 2017. Bankovní rada komunikovala polovinu roku 2016. Nyní se dostává k zásadní otázce, jak načasování exitu komunikovat, protože SM navrhuje velkou změnu v tom, že nedojde k ukončení závazku dříve „v žádném případě“. Umí si toto silné prohlášení představit, pokud by to byl většinový názor bankovní rady, to znamená, pokud většina bude představovat více než čtyři hlasy. Měnová politika i život nás učí „nikdy neříkej nikdy“. Jako ekonom věří tomu, že z pohledu emise korun a nákupu devizových rezerv nemáme žádné bariéry, abychom závazek neubránili do poloviny příštího roku. Nikdy ale nevíme, co nastane. Výrok „v žádném případě“ si umí představit, protože jsou i jiné nástroje, které by umožnily závazek dodržet, jako jsou záporné úrokové sazby a další nekonvenční nástroje. Musel by ale vidět ochotu výrok „v žádném případě“ takto dlouhodobě udržet. Pokud ne, lze uvažovat o zmírnění v tom smyslu, že jde o nepodmíněný závazek.

P. Řežábek: Bude se částečně překrývat s V. Tomšíkem. Data z České republiky potvrzují trajektorii růstu a je jen otázka, jak vysoký bude. V situační zprávě je růst vyšší a dále pak opět nižší. Mít predikce přesné na desetiny procenta není nic jednoduchého, protože Evropa je velká neznámá a je to náš největší obchodní partner. Celkově Evropa neroste příliš rychle, ale některé země mají téměř podobné výsledky jako česká ekonomika. V Evropě jsou vidět relativně velké rozdíly. Hodnocení rizik jednotlivých států (také viz ratingové agentury) v Evropě dále diverguje. Dochází paradoxně k tomu, že i riziko Evropy se dostává na pořad ratingových agentur. Jde o dvě témata. Jedním je problém Řecka a druhým je nervozita z možného odchodu Velké Británie z Evropské unie, který by mohl mít ještě větší dopad.

Není nadšen z doplnění Prohlášení o text „v žádném případě“, protože má také problém říkat „nikdy-nikdy“. Proč navrhopvat zesílení, když trh jde paradoxně opačným směrem? Mohlo by to vyvolat další eskalaci střetu. Souhlasí s tím, co bylo dnes komentováno a co zopakoval V. Tomšík. Inflace je pod cílem a bude se k němu vracet. Dalším rizikem je vývoj v zahraničí, kdy ECB ukončí používání svých nástrojů a jak rychle se stabilizuje finanční sektor v Evropě. Vypadá to čím dál tím více pozitivně, protože banky postupně vykazují větší zisky.

Opačným rizikem, které již zmínil, je případně vyšší růst mezd, protože výplaty bonusů v minulých letech byly výrazně omezeny, což zatím v letošním roce přetrvává. Může se i stát, že v rámci optimalizace budou letošní bonusy vyplaceny až v příštím roce. To by mohlo zamíchat kartami, které jsou momentálně rozdány. Stejně tak by mohlo zamíchat kartami, pokud by v Evropě došlo k rychlejší konsolidaci.

Riziko Číny se do určité míry zhmotnilo, ale nemyslí si, že se měl celý svět točit podle toho, zda je Čína větší nebo menší riziko.

K. Janáček: I přes nárůst inflace v poslední době se inflace stále nachází pod dvouprocentním cílem. Podle nové prognózy tomu tak bude i na horizontu měnové politiky a situační zpráva dosažení dvouprocentního inflačního cíle očekává začátkem roku 2017. Již z toho vyplývá oprávněnost argumentů, že je nadále žádoucí udržovat uvolněné měnové podmínky, jakkoliv je možno konstatovat, že většina informací od minulé prognózy z cenového vývoje a reálné sféry implikuje menší potřebu dalšího uvolnění měnové politiky ve srovnání s prognózou třetí situační zprávy, respektive že potřeba dalšího uvolnění měnových podmínek se postupně, byť pomalu, snižuje. V uvedené konstelaci nová prognóza nadále vychází z předpokladu stability tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016. Při podstatně vylepšené výkonnosti české ekonomiky a jejich parametrů mohou vznikat a vznikají v okolí ČNB výhrady vůči režimu cílování inflace, respektive vůči udržování stávajícího kurzového závazku jako nástroje návratu inflace k inflačnímu cíli. Kritika směřuje do dvou stran. Zprvé na jednostrannou orientaci na jednu veličinu, tj. inflaci. Dvouprocentní inflační cíl je stavěn do konfliktu s reálnou ekonomikou, respektive kritici konstatují, že jeho dosahování jde na úkor reálných veličin. Zadruhé, udržování dané hladiny kurzového závazku jako nástroje k dosahování inflačního cíle je neadekvátní, když odhady realistické hodnoty nominálního kurzu se pohybují výrazně jinde, což je zřejmé z prohlášení kritiků.

Jako žádoucí reakci s cílem co nejvíce minimalizovat možné náklady vidí nadále komunikovat jednoznačné odhodlání dodržet kurzový závazek v nezměněné podobě jako nástroj dosažení inflačního cíle a přesněji komunikovat udržitelnost tohoto závazku. To znamená nepřipouštět o tom pochybnosti. Proto by alespoň v dané fázi nezmiňoval možnost dalších nástrojů, konkrétně záporných sazeb. Zadruhé argumentovat, že orientace na dosažení inflačního cíle, to je ke stabilizaci žádoucí hladiny inflace, nešla a nejde na úkor reálných veličin a naopak přispěla ke stávající zlepšené kondici ekonomiky. Zatřetí, přesvědčivost komunikace nabývá v dané fázi klíčovou roli z hlediska brzdění spekulacních praktik a testování závazku. V tomto kontextu považuje za závažný názor poradce, že je nezbytné precizovat komunikaci k vývoji kurzu po opuštění závazku. Naše dlouhou dobu opakované konstatování, že návrat k normálnímu režimu by neměl vést k posílení kurzu na úroveň před zahájením intervencí ČNB, je podle jeho názoru nedostačující. Myslí si, že tuto část komunikace je třeba posílit o další argumenty.

J. Rusnok: Jak řekl na otevřeném jednání, prognóza mu konvenuje. Myslí si, že velice dobře popisuje stav české ekonomiky a její nejbližší výhled. Je také správně uměřená v tom smyslu, že ukazuje na jistou mimořádnost roku 2015. Je potřeba si znovu připomenout, že jsme v situaci mimořádného skoku v cenách komodit, který se nejvíce projevuje v roce 2015. To samo o sobě výrazně přispívá k růstu reálné ekonomiky, ať již přes zlepšenou bilanci zahraničního obchodu, ale i přes určité zvyšování části konkurenceschopnosti českých podniků, protože jsme zpracovatelská země závislá na dovozu komodit. K tomu by přidal mimořádnost, která spočívá v tom, že se sem valí obrovské peníze z evropských fondů, protože se to v minulosti špatně organizovalo a nyní je velká snaha to dotáhnout. Odkazuje se na výsledek státního rozpočtu, kde je plus 50 miliard korun z evropských fondů. Přitom tam není žádný zásadní fiskální obrat. Tento faktor by nepodceňoval. Proto se mu zdá, že je rozumné, že se SM dívá rozvážně na roky 2016 a 2017, protože v tomto ohledu by to mohl být jistý návrat k určitému normálu.

Je zde samozřejmě řada nejistot například v cenách komodit, které nyní zažívají určité zastavení a zřejmě částečný propad. Nikdo ale není schopen říct, nakolik je v tom započten vliv Íránu a podobně. Stejně tak je řada nejistot ohledně výkonnosti evropských ekonomik, které jsou v situační zprávě dobře popsány. Děkuje za příspěvek k Německu. Pro českou ekonomiku jej

to fundamentální záležitost.

Vyznění mu připadá uměřené a vyrovnané. Konstatuje spolu s ostatními, že potřeba dalšího uvolňování měnových podmínek se snížila, což je dobře pro aktuální situaci. Nejsme pod akutním tlakem z hlediska protiinflačních rizik. Vidíme nějaká proinflační rizika na horizontu, ale zatím se zdá, že jsou v bezpečné vzdálenosti a nenabývají rozměru, který by nás měl znepokojovat. To vytváří rovnovážný celek a z tohoto pohledu si myslí, že logickým výsledkem je zachování stávajících podmínek používaných nástrojů. Myslí si, že i z hlediska komunikace je potřeba hledat rovnováhu mezi určitou transparentí, kterou bereme za obecnou hodnotu měnověpolitického chování, ale také určitou mírou zdravé nejistoty. Ta je pro trh férová, protože nevíme, co bude, což prognóza také přiznává. Nová data nás zřejmě v některých věcech budou překvapovat. V tomto ohledu by byl i v komunikaci vyvážený. Také se přiklání k návrhu nepoužívat výrazy „navěky a nikdy jinak“ a trochu to relativizovat. Je pro závazek a pro jeho dodržení, jak byl nastaven, protože se od doby jeho nastavení nic zásadního nezměnilo. Byl by ale opatrný v případném posilování závazku. Nejistoty jsou na obě strany vyrovnané. Nepovažuje za správné se příliš svazovat posilováním závazku, protože nikdy nevíme, co se může stát.

L. Lízal: Má po delší době z vyznění situační zprávy do určité míry rozporuplné pocity. Částečně jsme v zajetí vlastního úspěchu kurzového závazku, kdy ekonomika pěkně roste a nezaměstnanost je, pokud si pamatuje, druhá nejnižší v rámci Evropské unie. Údaje z reálné ekonomiky jsou příznivé, stejně jako výhledy. Nicméně pokud jde o cenové okruhy a vývoj inflace, což je hlavní mandát měnové politiky, údaje nejsou tak oslnivé. K tomu se pro něho přidává určitá skepse ohledně očekávaného cenového vývoje v eurozóně, kde si myslí, že výhledy zahraničních cen výrobců jsou nadhodnocené a budou asi přehodnoceny směrem dolů. To ho vede k tomu, že na celém horizontu prognózy je problém s dosažením inflačního cíle. Připomíná, že při zahájení používání kurzu bylo předpokládáno, že dojde k přestřelení inflačního cíle až k 3 %. Nyní se na celém horizontu prognózy inflace nachází pod cílem a ke 2 % se dostane až v roce 2017. Dlouhý horizont prognózy je přitom dán spíše modelovými předpoklady o dlouhodobém rovnovážném stavu. Pro něho to znamená, že jsme do určité míry v módu „wait and see“ a částečně rezignujeme na dosažení měnověpolitického cíle.

Po dnešní diskuzi na otevřeném jednání vyvozuje zásadní informaci, že za současné situace, kdy se blížíme k inflačnímu cíli zespodu, bude exit ze současného režimu používání kurzu možný až v okamžiku, kdy z nestandardního režimu vystoupí ECB. To je fundamentální změna v tom, že naše úvahy o tom, jak bude vypadat exit, do určité míry závisí na tom, zda ECB prodlouží nebo neprodlouží program kvantitativního uvolňování, a jak dlouho bude udržovat záporné úrokové sazby. Pokud bude ECB záporné sazby držet déle než politiku kvantitativního uvolňování, bude problém s tím, že v okamžiku exitu budou nominální sazby v eurozóně negativní, zatímco nastavení domácích sazeb bude na technické nule. To znamená, že v okamžiku exitu asi bude potřeba použít záporné sazby. To připomíná Švýcarsko, což ho do určité míry zneklidňuje.

Pro něho otázka záporných sazeb tak není otázkou strategickou, jak píše SM, ale spíše taktiky. Pokud se situace bude vyvíjet takto pozvolným tempem, bude to spíše otázka taktická, kdy zavést záporné sazby, protože k tomu nás dotlačí situace. Nesouhlasí s doporučením SM v tom, že by bylo předčasné o nich uvažovat. Rád by viděl kvantifikaci, zda to je nebo není předčasné. Jeho rozporuplný pocit je v tom, že si připadá jako v červnu 2013, kdy SM říkala, že nemá k dispozici scénář s kurzovým závazkem. Již tehdy říkal, že by stálo za to jej mít, aby bylo možné vidět alternativy. Tím neříká, že by pro tuto alternativu určitě hlasoval nebo že by již v současnosti byla nutná. M. Hampl s ním asi nebude souhlasit, protože záporné sazby bere jako brzdu poslední záchrany. Ale právě s ohledem na historický vývoj, který byl okolo nás, kdy jsme se jako první dostali k nule a až za delší čas se ukázalo, že ostatní jdou dokonce i pod

nulu, dostali jsme se do situace, kdy technická nula není technicky minimální sazba, kterou můžeme používat.

Nemyslí si, že je vhodné měnit sílu komunikačních výstupů. Spíše by se s ohledem na to, co zmiňoval, snažil dát v úvahu to, že datum exitu do určité míry závisí na tom, jak dlouho bude trvat nestandardní měnová politika v eurozóně. To nás bude ovlivňovat. Do určité míry nám to dává i určité rozvolnění v tom, jakým způsobem s exitem pracovat nad rámec případného zesílení výroku nebo odsunutí exitu v čase. Simulace ukazují, že případné odsunutí exitu příliš nepomáhá, protože inflace je až na nejdelším horizontu na 2 %. V případě exitu bude potřeba nějakým způsobem pracovat s úrokovým diferenciálem vůči eurozóně.

M. Hampl: Souhlasí s tónem a vyzněním situační zprávy. Zdá se mu, že tak jako již několikrát v minulosti to není jen o hodnocení reálné ekonomiky a situace. V tom asi panuje relativně silná shoda. Je to především o komunikaci. Celkově souhlasí s doporučeními SM až na jedno. SM navrhuje zdůraznění neukončování závazku dříve než v pololetí roku 2016. Rozumí důvodům, proč to SM navrhuje, ale nesouhlasí a to z jiných důvodů než kolegové. Analytici a řada jiných se v okurkové sezóně zbláznili a začali ve veřejném prostoru vytvářet nesmyslné sady článků a komentářů, které podle jeho názoru mají pro tvůrce měnové politiky vesměs nulovou přidanou hodnotu. Řada z nich jsou věci nelogické, nekonzistentní a neznalé. Tak jako měly nulovou přidanou hodnotu pro jeho rozhodování v roce 2013, mají nulovou přidanou hodnotu i nyní. Z tohoto pohledu chápe, že můžeme být trochu nervózní. Díval by se na to ale opačně. Psi štěkají a karavana jde dále. Touto úrovní debaty se nemáme nechat znervóznit. Přistupujme k tomu tak jako v minulosti. Řadu z toho lze jednoduše ignorovat. Jemu paradoxně připadá, že kdybychom nyní dávali v komunikaci navrhované zesílení, mohlo by to působit tak, že jsme nervózní. Takto by nechtěl působit. Souhlasí s tím, že je téměř nepředstavitelné, že bychom ze závazku vystupovali dříve. Naopak je spíše pravděpodobné, jak naznačil L. Lízal, že v něm asi bude potřeba zůstat déle.

Pokud jde o pravděpodobnost skokového posílení kurzu po exitu, diskuze je vedena o tom, kolik bude do té chvíle odpracováno v průsaku do domácích cen v inflačním diferenciálu vůči zahraničí. Již minule argumentoval, že toho tolik odpracováno není nebo je odpracováno mnohem méně, než bylo očekáváno v okamžiku spuštění kurzového závazku. Pravděpodobnost, že by se tato situace změnila do poloviny roku 2016, je velmi malá, byť souhlasí s tím, že v měnové politice se nemá nikdy říkat nikdy. Obráceně by to ale mohlo znamenat, že jsme zbytečně nervózní. Nervozitu nemáme vůbec dávat najevo a je potřeba jet normálně dále.

Reaguje na záporné sazby. Pokud panuje obecná shoda, že potřeba uvolnění měnových podmínek je menší než dříve, tak proč uvažovat o záporných sazbách, které jsou jinou formou uvolnění měnových podmínek? Je to jedna z logických nekonzistencí, které řada analytiků říká. Záporné sazby jsou méně tématem, než byly v minulosti. Samozřejmě podmíněno tím, jak moc cítíme, že se ta potřeba snížila. V tom se můžeme lišit.

M. Singer: Přidává se k těm, kterým tón situační zprávy připadá rozumný v míře nejistot, které máme. Dovolí si říct jednu věc, ve které se dlouhodobě asi odlišuje od většiny ostatních členů bankovní rady, i když ne vždy explicitně. Jednak si myslí, že potřeba uvolněných měnových podmínek, byť se možná snížila, zůstává stále vysoká. Ekonomika má za sebou nejdelší recesi v historii a mezera produktu je zcela evidentní. Odlišuje se také v tom, že si pamatuje doby, kdy ekonomika rostla bez vysokých inflačních tlaků rychleji než 3 %. Pokud něco považuje za ještě méně jistý odhad než rovnovážný měnový kurz, tak je to nepochybně dlouhodobý trend potenciálního růstu ekonomiky. Nechápe, proč bychom se měli spokojovat s tak nízkými růsty, pakliže tím nespokojováním negenerujeme inflaci. To bychom nikdy negenerovali v historii, protože jediné šoky, které jsme zažili, byly z DPH a cen ropy. Ale i v dobách, kdy mzdy rostly

mnohem dramatičtěji, jsme nezažili vnitřní inflační tlaky, které by byly podstatné. Pokud by to chtěl formulovat do konstruktivní kritiky této instituce, řekl by, že dlouhodobě setrvale chybujeme na příliš konzervativní straně měnové politiky. Mluví skutečně o dlouhodobé historii.

Z krátkodobého hlediska nevidí žádné silnější signály vyčerpávání mezery produktu. Bylo malé překvapení, možná historicky významnější, ale stále ne nějak signifikantní z hlediska dosahování inflačního cíle. Překvapení v inflaci zažil příliš mnoho. Nejvíce nás překvapily ceny potravin, které jsou volatilní, včetně marží. Možná jsou první signály toho, že vyšší marže jsou u výrobců udržitelné. Kdyby to tak bylo, mohlo by to znamenat, že budeme někdy exitovat z nekonvenční politiky, bude-li toto dále prosakovat do zbytku ekonomiky, ale zatím nic takového nevidíme. Nevidíme to na mzdách, na cenách výrobců, ani na cenách těch výrobců, jejichž produkce nezávisí na ropě. Nevidíme žádné vysoké inflační tlaky v jiných cenových okruzích výrobců ani ve službách. Všude je to hluboko pod 2 %.

Co se týče nejistot, vypíchl by možná trochu jiné. Snižuje se globální růst. Čína není v tom smyslu tak významná. Na jednu stranu nás mile překvapují ceny komodit, což je dobrá zpráva pro českou ekonomiku. Bohužel to není tak dobrá zpráva pro poptávku po výrobcích z české ekonomiky a potažmo německé, se kterou jsme spjati.

Pokud jde o komunikaci, návrhu na zesílení si téměř nevšiml, protože závazek tak vnímal a nemá důvod myslet si, že by mělo dojít k exitu před polovinou roku 2016. Neumí si představit souběh ekonomického vývoje, který by nás k něčemu takovému vedl. Inflační tlaky mají nějakou historii a nějakou trajektorii. Naprosto souhlasí s M. Hamplem. Proč bychom to zesilovali? Dosavadní formulace byla dostatečně jasná. Pro něho je to ekvivalent a necítí potřebu přidávat další slova. Neumí si představit exit dříve než v polovině roku 2016 za stávajících ekonomických podmínek a za faktu, že polovina roku 2016 bude za 11 měsíců. Změnu proto nepodporuje.

Co se týče komunikace, souhlasí s K. Janáčkem, že je potřeba přemýšlet o tom, jak s kurzem. Box je dobrý první krok. Nevázal by se na to, že tam musí být pokaždé nebo že musíme zveřejňovat trajektorii kurzu. Je asi potřeba více zdůrazňovat to, že řada analytických center včetně Mezinárodního měnového fondu, ale i dalších, nevidí, že by byl stávající kurz podhodnocený. Také je potřeba více zdůrazňovat, že v letošním roce jsou generovány mimořádné příjmy v eurech. A jakmile to tak nebude a trh bude překoupený v korunách, ekonomika vygeneruje na uzavírání pozic jen to, co vygeneruje zahraniční obchod, který na tom nemusí být tak dobře, protože posiluje domácí poptávku. To znamená, že se bude více dovážet. To je mimochodem kus toho, o čem se tady bavíme již tři roky. Někteří nechtějí slyšet, že my jsme pozici zahraničního obchodu nijak výrazně nezlepšili snad s výjimkou posledních období, ale i v tom si nejsme jisti, zda je to trvalé. S největší pravděpodobností zůstane pozice zahraničního obchodu zhruba stejná jako v roce 2013. To znamená, že ekonomika vygeneruje zhruba 7-10 miliard eur za rok a to bude možné vložit do uzavírání pozic v okamžiku, kdy budou koruny překoupeny a eura podkoupeny. To má implikace na spekulace. Je to platný a srozumitelný argument, který stojí za to více zdůrazňovat.

Jinak také souhlasí s M. Hamplem, že by se nijak zvlášť nevzrušoval tím, že někteří analytici stále ještě věří, že o investování rozhoduje cena investic a nikoli jejich návratnost. Je to folklór, se kterým v této společnosti budeme nuceni žít asi vždy. Naštěstí podnikatelé takto nepodnikají, jinak by zkrachovali.

V. Tomšík: Reaguje na některé věci, které zazněly. Vnímá potřebu uvolněných měnových podmínek. Je ale potřeba rozlišovat uvolněné měnové podmínky a další uvolnění měnových podmínek. V tom je velký rozdíl. Je potřeba mít uvolněné měnové podmínky, to znamená zůstat v současném módu. Pokud by se ale bankovní rada rozhodla, že cítí potřebu dalšího uvolnění, a navazuje na diskuzi o záporných úrokových sazbách, myslí si, že je nutné položit si otázku, kudy jít. Pokud by byla na stole otázka záporných úrokových sazeb, vnímal by to jako velkou

změnu, protože dosud to bylo chápáno jako něco, co může být použito jako brzda a co by pomohlo bránit závazky a budoucí reputaci této instituce. Pokud bychom se začali přepínat do módu, že to může být jedním z aktivnějších nástrojů, kladl by si otázku, proč jsme touto cestou nešli v listopadu 2013. Co se tak příliš změnilo? Trh je stále přebytkový z hlediska likvidity. Změnila se politika ECB, ale i tehdy klesaly sazby a dosáhly nulové hranice. Záporné úrokové sazby nikdy nevykloučoval a tato instituce je také nikdy nevykloučila, ale neposunuje se směrem k vnímání záporných sazeb jako aktivnějšího nástroje měnové politiky, protože byl zvolen jiný nástroj v podobě kurzového závazku, který je pro tuto zemi podle jeho názoru stále efektivní. A podmínky oproti listopadu 2013 se příliš nezměnily.

Zadruhé si také myslí, že jsme silně ovlivněni politikou hlavního obchodního partnera, to znamená měnovými podmínkami v eurozóně. Myslí si ale, že to není jen o tom, co udělá hlavní partner, ale je to i o tom, jaký je průsak, jak uvedl M. Hampl. Není to jen o průsaku do cen, ale i do mezd, jak je dlouhodobě komunikováno. Balassa-Samuelsonův efekt je postaven na průsaku do mezd. V tom vidí velké riziko, a proto chce vidět další data. Rozumí tomu, že prognóza staví na růstu mezd až 4,5 %, zatímco v průmyslu mzdy rostou jen o 3 %, což je riziko. Počká si, zda se Balassa-Samuelsonův efekt začne dostavovat. Pokud ne, bylo by potřeba diskutovat odložení exitu.

Dále souhlasí a požaduje, aby bylo zaznamenáno, že za stávajících podmínek nevidí v žádném případě důvod k posunu směrem k dřívějšímu exitu. Chápe to jako neodvolatelný závazek za stávajících podmínek. SM ale navrhuje výrok zesílit slovy „v žádném případě“. Podporuje stanovisko ponechat stávající komunikaci. Myslí si, že teprve nyní se do ekonomiky dostaví výhody závazku. Analytici zvolili určitou komunikaci a kurz se posunul. Dále se ale kurz nemá kam posunovat, protože narazil na hladinu závazku. Trh a exportéři nyní stabilitu závazku ocení, protože mají zajištění téměř na celý rok zdarma.

Také má velké výhrady ke konceptu cílování inflace, a to nejen teoretické, ale po devíti letech i praktické. Ale nic lepšího zatím neviděl a nic lepšího nemáme.

P. Řežábek: Je velká nejistota ohledně výhledu cen ropy. Bylo uvedeno, že vliv může mít Írán, ale na druhou stranu objem produkce záleží i na tom, kolik lidí pracuje v daném sektoru. Ve Spojených státech se propouští a informace z podniků jako BP nebo Royal Dutch jsou obdobné. Myslí si, že obavy z toho, že cena ropy může dramaticky ustřelit, nejsou příliš velké. Trh pracuje se všemi informacemi, které jsou v cenách a jejich výhledech již zohledněny.

M. Hampl: Reaguje na některé argumenty. Myšlenka, že ECB má na nás větší vliv než v minulosti, je pro něho neintuitivní. Myslí si, že nás neovlivňuje vnější prostředí nebo měnová politika ECB ani více ani méně než v minulosti. Je to stále fundamentální a relevantní faktor, ale to neznamená, že korunová měnová zóna se nemůže vyvíjet jinak a že nemůže mít jiné měnové podmínky než eurozóna. To je definice role centrální banky v měnové zóně. Možná je to námět na analytičtější diskuzi.

Záporné sazby nejsou předmětem diskuze. Jako satelit je sem přinesl L. Lízal. Nikdo nenavrhuje, aby byly zvažovány nebo komunikovány. Má s tím fundamentální problém, který již vyjádřil. Pokud někdy v minulosti s tím měl problém, tak ještě větší potíže má v situaci, kdy další uvolňování měnových podmínek není potřeba. Nevidí měnověpolitický důvod, proč o tom uvažovat.

Dále se vyjadřuje k názorům analytiků. Pokud analytici prodávají zajištění pro klienty svých institucí, tak jim rozumí, protože pak to z jejich pohledu má alespoň trochu racionální důvody.

M. Singer: Má dvě poznámky. Vyjadřuje se k návratu do cíle. Pořád si myslí, že je optimální ukončovat tuto nestandardní politiku v okamžiku, kdy je vidět jasnější přestřelení cíle alespoň nad 2 %, které by vedlo k tomu, že se nebudeme tolik bát posílení kurzu. Nemá přece smysl

ukončit platnost závazku a hájit ho například o 10 haléřů níže, protože silnější kurz by nebyl přijatelný. A současně v situaci, kdy uvidíme, že sazby mohou a měly by jít nahoru. Proto je poměrně laxní vůči záporným sazbám. Bude-li někdo chtít opouštět kurzový závazek v okamžiku, kdy nebude jasné ani to, že inflace nepůjde opět k nule, ocitne se v logických kontradikcích, které se zřejmě pokusí řešit kontradiktorní měnovou politikou. Zdá se, že to je jediná možnost, jak potom tomu čelit. Doufá, že k tomu nedojde. Jak říkal, situační zpráva je pro něho problém dynamického programování, kde je pouze třeba udělat toto rozhodnutí správně a ne se starat o to, jaká budou všechna budoucí správná rozhodnutí. Zatím ho to netrápí. Z toho hlediska jsme byli spíše mile překvapováni a situační zpráva říká, že ta překvapení jsou přechodná. Jsou-li přechodná, uvidíme to v budoucích datech. Tím také pomine část veřejné debaty na téma toho, že když se ekonomice daří vlivem tabákových výrobků, tak proč bychom neměli mít ještě silnější kurz. Odpověď je poměrně jasná. Tabákové výrobky nevydrží na déle než jedno čtvrtletí. Tím by se netrápil.

V komunikaci velmi souhlasí s M. Hampl. Myslí si, že „blazeovaný“ klid doplněný komunikací toho, kde je podle našeho názoru rovnovážný kurz a kolik si myslíme, že ekonomika je schopna generovat na uzavírání pozic a podobně na úrovni rozhovorů a nikoli prohlášení je podle něho adekvátní komunikační reakcí. Nevnímá ani příliš velký vliv prázdninových textů v podobě otázek zaslaných na guvernéra. Jsou prázdniny a novinové stránky se vyplňují čímkoli, protože je nedostatek textů.

L. Lízal: V reakci na argumenty M. Hampla objasňuje, co ho vede k tomu, že by mělo být jinak s ECB. Vychází z teoretického pohledu v článku Cook a Devereux, že v okamžiku nulových sazeb (a nemožnosti je dále snížit) jsou řešení s volným kurzem nestabilní. Jediným řešením je kurzový závazek. Proto jde spíše obráceným směrem a ptá se, kdy jsou podmínky stabilní na to, aby bylo možné opustit kurzový závazek. To je inverzní dedukce o nutných podmínkách, nikoli o tom, že by ECB ovlivňovala více nebo méně. Spíše tedy jde o posouzení nutného nastavení úrokového diferenciálu a relativní pozice vůči EMU.

III. Úkoly

Bankovní rada ukládá řediteli sekce měnové a statistiky p. Holubovi předkládat bankovní radě simulace s různým načasováním exitu.

IV. Rozhodnutí

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

Zapsal: Kamil Galuščák, ředitel samostatného odboru ekonomického výzkumu