

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 24. září 2015

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 6. situační zprávy

V. Tomšík: V prezentaci zaznělo, že průsak kurzových opatření ČNB do cen není dokončen. Osobně ho hodnotí jako pomalejší, než se očekávalo před dvěma lety při jejich zavádění. Jak zaznělo v prezentaci, reálná ekonomika roste rychleji, než předpokládá predikce, přesto ale korigovaná inflace, která je očištěna od šoků do cen potravin a pohonných hmot, je v souladu s prognózou. Dotazuje se, zda je to důsledkem toho, že je mezera výstupu více otevřená, než bylo dříve odhadováno, nebo tato disproporce vyplývá z větší strnulosti nominálních veličin v ekonomice.

Odpověď sekce měnové (dále jen SM): Jedna z hypotéz je, že nevyužité kapacity v ekonomice byly vyšší než očekávané a tudíž příznivé poptávkové šoky přispívají více k uzavírání mezery výstupu než k průsaku do cen.

Hodnocení prognózy vytvořené před rokem a půl, které je standardní součástí prognostického procesu pro 7. situační zprávu, ukazuje, že jádrová inflace je o něco nižší, než bylo očekáváno před rokem a půl. Jedná se zde ale o relativně nejmenší zdroj odchylky predikce celkové inflace. Nejdůležitější faktory, které způsobily odchylku prognózy inflace směrem dolů, jsou ceny potravin, pohonných hmot a podobně. Překvapení u jádrové inflace není příliš velké vzhledem k tomu, že prognóza před rokem a půl předpokládala růst cen výrobců v eurozóně o dvě procenta, zatímco tyto ceny ve skutečnosti o dvě až tři procenta klesají. Odchylka korigované inflace od prognózy je způsobena dováženým protiinflačním tlakem ze zahraničí spíše než tím, že by domácí ekonomika nezačala generovat očekávanou míru proinflačních tlaků. Vnější prostředí a nákladové faktory jsou silně protiinflační.

V. Tomšík: Na str. 14 situační zprávy (dále jen SZ) je uvedeno, že celkové působení fiskální politiky je expanzivní ve výši 0,6 procentního bodu. Nicméně příliv strukturálních fondů do konce června přesáhl 100 miliard Kč, ČSÚ ho dokonce oficiálně odhaduje až 150 miliard, což je více než 2 % HDP. Klade otázku, jak se vliv strukturálních fondů do reálné ekonomiky počítá.

Odpověď SM: Fiskální impuls bude možná mírně přehodnocen, nesouvisí to ale s daty z platební bilance za první pololetí, která odrážejí proplácené projekty, které již byly realizovány v předchozích letech. Výpočet fiskálního impulsu vychází z toho, jaká část strukturálních fondů z uplynulého programovacího období zbývá pro letošní rok proinvestovat. Prognóza zatím pracovala s předpokladem, že strukturální fondy a kohezní fond budou vyčerpány z 93 %, teď se zdá, že budou vyčerpány z 94 %, což znamená zhruba 4 miliardy korun. Prognóza hrubých fixních investic v sektoru vlády se pak bude zvyšovat pro letošní rok o zhruba 2,7 procentního bodu, což odpovídá zhruba 4,5 miliardy korun. Fiskální impuls tak může být o něco vyšší, rozdíl ale nebude dramatický.

K. Janáček: Objem mezd a platů ve druhém čtvrtletí dosáhl podle podnikové statistiky ČSÚ růstu 5,5 %, kdežto podle statistiky národních účtů 4 %. Je to dáno jenom odlišnou metodikou nebo existují i jiné faktory, kterými by se dal tento rozdíl vysvětlit?

Odpověď SM: Tyto údaje jsou založeny na jiném výběrovém vzorku. Sekce se v současnosti domnívá, že údaj 4 % založený na statistice národních účtů je příliš nízký.

P. Řežábek (v diskusi o mzdovém vývoji): Mzdy oproti prognóze překvapily o jeden procentní bod nahoru. Zajímá ho, nakolik se jedná o změnu trendu a nakolik se zde projevuje šum, resp. nakolik se jedná o krátkodobý výkyv v datech. Zaujalo ho zdůvodnění, že k odchylce došlo díky přesčasům a nárůstům odpracované doby. Klade otázku, nakolik je mzdový růst trvalý. Pokud by tento optimistický vývoj trval dále, měla by se mu věnovat větší pozornost.

M. Hampl (v diskusi o mzdovém vývoji): Mzdy ve zpracovatelském průmyslu rostly zřetelně rychleji, než činil průměr podnikového sektoru. Táže se, zda je správná úvaha, že sektor zpracovatelského průmyslu hraje roli „mzdového vůdce“ pro celou ekonomiku. Potvrzují tuto hypotézu poznatky z minulosti?

Odpověď SM: SM se domnívá, že se jedná o začátek zrychlujícího trendu. SM čekala kvůli superkrátkým indikátorům tento růst o čtvrtletí později, nicméně se projevil již nyní. „Mzdový Godot“ se tak začíná konečně dostavovat. Poslední data z průmyslu naznačují relativně solidní mzdový růst o 3 % meziročně v měsíci srpnu, kdy bylo meziročně o jeden pracovní den méně, takže po očištění činí tento růst kolem 4 %.

Vývoj na trhu práce co se týče růstu zaměstnanosti a poklesu nezaměstnanosti naznačuje, že mzdy by měly růst již delší dobu. Fundamentální předpoklady pro růst mezd tak byly přítomny již delší dobu.

U vysokého růstu mezd ve zpracovatelském průmyslu ve druhém čtvrtletí SM pracuje s hypotézou, že výsledky byly ovlivněny i mimořádnými bonusy ve Škodě Auto, a. s., které byly vyplaceny zaměstnancům na jaře tohoto roku. Ty mohly významně ovlivnit údaj za celý zpracovatelský průmysl.

P. Řežábek (v diskusi o mzdovém vývoji): Bonusový systém bude pokračovat i dále, jak již zmínil při projednávání minulé situační zprávy.

Odpověď SM: Bonusy jsou součástí cyklického vývoje mezd. Během krize nejvíce klesají bonusy a základní mzdy jsou více rigidní.

P. Řežábek (v diskusi o minimální mzdě): Rychle roste i mediánová mzda a zdůvodnění spočívá v tom, že rostou rychle nejnižší mzdy a že byla zvýšena minimální mzda. Jestliže vláda počítá i na příští rok se zvýšením minimální mzdy, mělo by se to projevit v prognóze. Táže se, jestli je tento vliv pro příští rok již započtený v prognóze a jak s ním bude SM pracovat. Pokud se zvýšení minimální mzdy v současnosti používá jako argument, měl by se používat i v budoucnu, je-li známo, že ke zvýšení minimální mzdy dojde.

Odpověď SM: V prognóze 5. SZ ani v simulaci ze 6. SZ tento vliv není, SM se domnívá, že může činit několik desetin procentního bodu. Dle šetření ČSÚ efekt zavedení minimální mzdy způsobil rozdíl mezi dynamikou průměrné a mediánové mzdy 0,9 procentního bodu. Minimální mzda má významné odvětvové efekty zejména v pohostinství, kde jsou oficiální mzdy blízko minimální mzdě, vliv na úrovni celého hospodářství je méně významný. Vliv minimální mzdy bude diskutován na úterním projednávání krátkodobé prognózy, SM jej vnímá jako námět pro další analýzy.

P. Řežábek (v diskusi o minimální mzdě): Dodává, že minimální mzda se týká nejen pohostinství, ale i supermarketů, samoobsluh, textilního průmyslu a podobně.

P. Řežábek (v diskusi o cenách potravin): Co se týče vývoje cen potravin, je také důležité hodnotit, jaká část odchylky je dána změnou trendu a jaká část je šumem. SM v porovnání se stanoviskem poradce vykazuje vyšší citlivost vůči novým datům a prognóza se relativně rychle mění podle toho, jaká jsou aktuální data. Ačkoliv je známo, že se šoky do cen potravin projevují relativně rychle, poradce upozorňuje, že se klesající ceny komodit nemusí v cenách potravin plně projevit. Táže se, zda průsak cen zemědělských komodit bude opravdu tak rychlý, jak SM přepokládá, a zda se bude jednat o dlouhodobý trend.

M. Singer (v diskusi o cenách potravin): Táže se na index cen Tesco a žádá vysvětlení, o co se jedná.

Odpověď SM: Ceny potravin jsou opravdu rozkolísané: jedno čtvrtletí překvapují směrem nahoru, pak dva měsíce směrem dolů, tento měsíc se může jejich vývoj trochu zkorigovat. SM navrhuje nedělat z tohoto vývoje momentálně žádné měnověpolitické úvahy. Jedná se o riziko směrem dolů spíše na kratším konci prognózy než na střednědobém výhledu. Tesco index je počítán na základě údajů z internetového obchodu s potravinami Tesco. SM je schopna z tohoto zdroje stahovat na denní bázi data o cenách potravin a s využitím vah spotřebitelského koše počítat leading indikátor cen potravin. Má to nevýhodu, že Tesco je jenom jeden z hráčů na trhu, a volatilita údajů je větší než pro celý spotřebitelský koš. V den odevzdání SZ SM získala i měsíční šetření ČSÚ, což je méně volatilní leading indikátor. Jeho vyznění je, že ceny potravin by v září mohly částečně korigovat překvapivé pohyby směrem dolů z předchozích měsíců.

P. Řežábek (v diskusi o cenách potravin): Tak, jak je to napsáno v textu SZ, to neodpovídá tomu, co právě SM řekla. Dále nečeká, že k uvedenému efektu dojde v září, ale spíše až v říjnu, takže je zbytečné být nervózní, pokud by se korekce v září nedostavila.

Odpověď SM: Za září už jsou dostupné ceny sesbírané ČSÚ. SM stále očekává, že případná korekce v září bude spíše částečná, neboť jak domácí ceny zemědělských výrobců, tak globální ceny komodit jsou oproti předpokladům prognózy nižší. Lekce z vývoje v posledních měsících je, že je vhodné na tyto ukazatele přikládat větší váhu než na superkrátké ukazatele. Z tohoto důvodu vidí SM fundament cen potravin pro nejbližší čtvrtletí spíše směrem dolů.

J. Rusnok: Děkuje za prognózu, která je dle jeho názoru tradičně připravena velmi profesionálně a specificky děkuje za graf růstu jednotlivých položek cen potravin na str. 31 SZ. Klade dotaz týkající se sazby Priboru. Podle prognózy dochází v prvním čtvrtletí 2017 k růstu této sazby, ale ve čtvrtém čtvrtletí 2017 tato sazba oproti minulé prognóze klesá, resp. klesá i absolutně. Pokles je sice relativně málo významný, ale žádá si vysvětlení.

Odpověď SM: Tento pokles nebyl explicitně diskutován, protože se jedná o mechanickou simulaci. Vzhledem k tomu, že měnové pravidlo je dopředu hledící, daný pokles odráží faktory, které nastanou až kolem roku 2018. SM není v současnosti schopna dát odpověď, nicméně bude daný efekt kontrolovat při zpracování budoucí prognózy.

L. Lízal: Začíná pochvalou SZ, zejména části o cenách potravin. Na str. 12 se objevuje graf ukazující prudký nárůst zásob ropných produktů, s čímž nekoresponduje předpověď cen ropy, v nichž se nárůst zásob neprojevuje. Ačkoliv se v případě cen ropy jedná o převzatou prognózu, zajímá jej názor SM, zda se nejedná o riziko do budoucna.

Odpověď SM: Ačkoliv je pravda, že zásoby ropy jsou z pohledu posledních pěti let nestandardně vysoké, podle Mezinárodní energetické agentury poptávka po ropě v nejbližším období poroste, těžba poklesne a zásoby by měly také klesnout.

L. Lízal: Dle údajů na str. 35 SZ začínají růst prudce úvěry. Jedná se o skutečný růst úvěrů? Nebo je v tomto čísle něco „schované“?

Odpověď SM: Úvěry vykazují skutečně velmi vysoký růst, srpnový údaj (12 %) byl výrazně vyšší než červencový údaj (7,5 %). Ačkoliv se jedná o skutečně vysokou změnu, koresponduje to s údaji od bank z čtvrtletních šetření o úvěrových podmínkách a poptávce po úvěru v jednotlivých segmentech, kde banky hlásily, že podniky mají tendenci poptávku po úvěrech zvyšovat. Dlouho jsme byli překvapováni tím, že úvěry nerostly a začínají růst až teď. SM předpokládá, že tato předběžná čísla budou potvrzena statistikou, která bude publikována příští týden a kterou bankovní rada dostane ve formě pravidelné rychlé informace. Vypadá to, že se dostavil nejen „mzdový Godot“, ale i „úvěrový Godot“.

L. Lízal: Táže se, zda má SM informace o tom, jak se změnil výběr mýta zejména s ohledem na nově zavedené kontroly na hranicích, nejen s Německem.

Odpověď SM: SM výběr mýta sleduje, výběru mýta je věnován graf v grafické a tabulkové příloze SZ. V současnosti jsou k dispozici pouze data za srpen, která nenaznačují žádnou dramatickou změnu. V příští SZ budou dostupná i data za září. SM těmto údajům může věnovat více pozornosti a okomentovat je v textu další SZ, pakliže budou zajímavé.

L. Lízal (v diskusi k Euriboru): Připojuje se k dotazu poradce ohledně přehodnocení Euriboru. Vede jej k zamyšlení ohledně role ukotvení konce prognózy. Dochází k neustálému přehodnocování výhledu Euriboru směrem dolů, který je přejímán do prognózy. Všichni pracují se stejným typem modelů, které jsou nastaveny tak, že na dlouhém konci, “v nekonečnu”, konvergují k cíli. V době, kdy modely začnou ukazovat uvolňování podmínek, a pokud na dlouhém konci je automatická konvergence, tak ukáží vždy nižší potřebu uvolnění. Tím, že je výhled přebrán ze zahraničí, se naše chyba kombinuje s chybou ze zahraničí. Analogicky to bude fungovat v případě zpříšňování měnových podmínek. Tato úvaha je relevantní, zejména pokud šoky jsou podobné pro všechny měnové oblasti.

Odpověď SM: SM se ptá, zda měl L. Lízal na mysli, že úrokové sazby v eurozóně zůstanou delší dobu nižší a tudíž by měl být ustálený stav modelu pozměněn. To je možné udělat, ale bylo by to docela závažné rozhodnutí o tom, že zahraniční sazby zůstavají nízko.

L. Lízal (v diskusi k Euriboru): Upřesňuje, že dotaz je jiný. Vzhledem k tomu, že model sám konverguje k ustálenému stavu, je optimální politika v modelu a v realitě trochu jiná, neboť model sám má tendenci se vracet k ustálenému stavu.

Odpověď SM: Konvergence modelu k ustálenému stavu znamená, že měnová politika si musí svoji roli odpracovat: musí dojít k poklesu sazeb nebo změně kurzu.

L. Lízal (v diskusi k Euriboru): Ale návrat je pomalejší.

Odpověď SM: K návratu může dojít i za tři roky. Rychlost návratu je možné nastavit podle různých předpokladů. V současnosti SM reflektuje tržní výhledy.

M. Singer (v diskusi k Euriboru): Tržní výhledy jsou také dány makroekonomickými modely, a tudíž se chyby mohou na sebe vršit. Upozorňuje, že tato diskuse již proběhla před rokem.

Odpověď SM: Pokud bankovní rada zadá jiný předpoklad ohledně zahraničních sazeb, SM je schopna jej zpracovat. SM dále podotýká, že Euribor je veličina, která se vrací k ustálenému stavu nejméně ze tří zahraničních veličin. Pokud tedy SM čeká chyby, tak spíše u HDP a PPI, kdežto Euribor odráží očekávání, že ECB bude uvolňovat politiku až do roku 2017, možná ve zvýšené míře než doposud. Tudiž návrat k ustálenému stavu je odložen za horizont tří let. To je v prognóze částečně diskontováno, neboť tato informace není konzistentní s tím, že inflace a HDP by měla být v tu dobu na svých ustálených hodnotách, a tedy není jasné, proč by ECB měla provádět uvolněnou politiku tak dlouho. SM je schopna udělat citlivostní scénář, v němž se HDP a inflace nedostanou tak rychle k rovnovážným hodnotám, tj. za předpokladu, že Consensus Forecasts odráží „zbožné přání“ spíše než realitu.

L. Lízal (v diskusi k Euriboru): Zpracování tohoto citlivostního scénáře by byl dobré, abychom věděli, zda se chyby predikce nekumulují na konci prognózy, který nás zajímá.

M. Hampl: Poznává, že se stalo standardem děkovat za situační zprávy a připojuje se k tomu. Doufá, že jiné sekce nejsou uraženy, že se za jejich materiály explicitně neděkuje, nicméně tato SZ je skvělá. Ptá se, jak SM odhaduje vliv pozitivního nabídkového šoku ve snížení cen energetických surovin na spotřebitelské ceny. Zajímá se, zda je stále platná kvantifikace, která byla v minulosti udělána.

Odpověď SM: Některé příznivé faktory dopadají do reálné ekonomiky zřejmě silněji, než SM očekávala. SM to diskutovala např. ve vztahu k cenám ropy. V lednovém scénáři SM ohodnotila zhruba stejný dopad cen ropy na inflaci i na HDP ve výši zhruba jednoho procentního bodu. Teď se zdá, že dopad do reálné ekonomiky je vyšší než jeden procentní bod, zatímco dopad do inflace je menší. U dopadu do inflace je významné i to, že se zatím nenaplnil předpoklad, že se cena ropy promítne do poklesu cen plynu pro domácnosti ve 3. a 4. čtvrtletí 2015. SM očekává, že k tomu dojde až začátkem příštího roku. Efekt je odsunutý více do budoucna a existuje i nejistota ohledně rozsahu poklesu, ale komoditní složka cen plynu výrazně zlevnila a už i někteří menší agresivní hráči na trhu začínají od října snižovat ceny. Je otázkou, jak rychle se přidají i velcí distributoři, kteří se mohou cítit těmi malými ohrožení, ale nemusí reagovat úplně ihned. Čtyři desetiny průsaku do inflace, které SM očekávala, tak ještě nenastaly a SM čeká, že v o něco menší míře, 0,2 %, nastanou od ledna. Když byla kalibrována první verze modelu s ropou, vycházely poměrně významné dopady do reálné ekonomiky. Tento odhad se zdál být příliš vysoký, ale ex post se zdá, že skutečně vysoký je.

M. Hampl (v diskusi o scénáři s volnými sazbami): Při srovnání inflace ve scénáři s volnými sazbami to vypadá, že inflačního cíle je dosaženo ve srovnání se základním scénářem později o dvě čtvrtletí. To je poněkud neintuitivní. Intuice říká, že pokud sazby mohou volně působit, měl by být návrat k cíli rychlejší. Je za tím pouze nějaká technikalie nebo je za tím nějaký fundamentální příběh?

Odpověď SM: Kurz se do inflace promítne rychleji než sazby.

M. Hampl (v diskusi o scénáři s volnými sazbami): To by ale základní scénář musel počítat se slabším kurzem.

V. Tomšík (v diskusi o scénáři s volnými sazbami): V sazbách je vyhlazování, kdežto v kurzu ne.
Odpověď SM: Základní scénář respektuje kurzový závazek až do roku 2016, kdežto volná simulace abstrahuje jak do nulové hranice pro úrokové sazby, tak od existence kurzového

závazku a v rámci této simulace kurz posiluje pod hranici 27 CZK/EUR i na krátkém konci prognózy

M. Hampl (v diskusi o scénáři s volnými sazbami): Ve volné simulaci je velký pokles sazeb; základní scénář implikuje, že uvolnění, které by bylo potřeba, není k dispozici, a přitom ve volné simulaci je cíl dosažen o dvě čtvrtletí později. Odpověď nežádá ihned, nicméně nabízí téma k zamyšlení, protože výše zmíněný výsledek vypadá zvláště.

Odpověď SM: Další významný aspekt je ten, že v simulacích je nastaveno kurzové pravidlo poměrně agresivně. Pokud je k dispozici nástroj, který je rychlý, tak je využít, aby bylo dosaženo cíle co nejrychleji, zatímco v simulacích volnými sazbami se pracuje se standardní mírou vyhlazování úrokových sazeb, přičemž sazby jsou pomalejší nástroj. Kurz by měl být ve scénáři s endogenním kurzem téměř na hranici 28 CZK/EUR.

M. Hampl (v diskusi o scénáři s volnými sazbami): Není úplně spokojen s odpovědí, bude se ptát na tuto problematiku i v budoucnu.

M. Hampl: Simulace s volnými sazbami naznačují potřebu šesti standardních snížení sazeb, které by bylo potřeba za normálních podmínek udělat. Kolik standardních snížení by bylo potřeba, aby SM navrhla posun kurzového závazku?

Odpověď SM: K posouzení, zda je potřeba posouvat hladinu kurzového závazku, se používají spíše simulace s endogenním kurzem, neboť ty říkají, jaká úroveň kurzu by měla být, aby cíl byl rychle dosažen. Výsledek šesti standardních snížení je ovlivněn zavedením konceptu stínových sazeb. To že ECB provádí politiku kvantitativního uvolňování je ekvivalentní poklesu jejich sazeb na -1 %. Šest standardních snížení je více méně dopočet: aby se zabránilo nadměrně rychlému posilování kurzu sazbami, by bylo třeba snížit o jedno standardní snížení pod ECB. V současném režimu kurz nemůže posílit díky režimu intervencí, ale není výrazná potřeba kurz posouvat na ještě slabší hladinu. Scénář s endogenním kurzem ukazuje, že ideální hladina kurzového závazku by byla 27,8 CZK/EUR. Nicméně, jak bylo vydiskutováno během tohoto roku, kvůli takto velkému posunu se změna hladiny kurzového závazku dělat nebude, a tudíž se bude hladina 27 CZK/EUR držet delší dobu.

Tyto simulace byly provedeny bez znalostí měnových podmínek za 3. čtvrtletí. Pokud by tyto simulace byly provedeny se započtením měnových podmínek za 3. čtvrtletí, oslabení kurzu by bylo menší a kurz by se vrátil k mírnému posilování. V simulaci s volnými sazbami by výsledkem nebylo šest standardních snížení, ale pouze pět, jako to bylo minule. Tento výsledek SM interpretuje tak, že v režimu kurzového závazku nevede k potřebě změny jeho parametrů.

M. Hampl: Vznáší připomínku týkající se komunikace záporných sazeb. Bude ji říkat i na uzavřeném jednání, ale zmiňuje ji i na otevřeném jednání. Je sice pravda, že bylo učiněno vše, co bylo potřeba udělat, při přípravě zavedení záporných sazeb vzhledem k bankám, nicméně doporučuje opatrnost v komunikaci připravenosti, protože není připravenost vzhledem k největšímu dlužníku v ekonomice, což je vláda. Vzhledem k neexistenci dohody komunikovat připravenost je podobné jako prodávat „těšínská jablíčka“.

Odpověď SM: SM si je vědoma toho, že záporné sazby vůči vládě připraveny nejsou. Připravenost vůči bankám je významnější, protože je zde větší riziko arbitráže, ačkoliv SM nedokáže vyloučit, že by stát proti ČNB tržní arbitráž nevedl. Připravenost vůči vládě je nicméně důležitá vzhledem k vyhodnocení zákazu měnového financování. Některé tržní sazby jsou už nyní v záporu a ČNB záporné sazby na vládní depozita nevaluje. Už i to by mohlo vést

k vyhodnocení, že ČNB nerespektovala tento zákaz. Je důležité si to uvědomit, aby nedošlo k překvapení, až přijde v prvním čtvrtletí vyhodnocení z ECB.

M. Hampl: Poslední dotaz se týká dvou posledních případů, kdy se nenaplnila predikce spotřebitelské inflace, přičemž chyba byla nejprve na jednu a potom na druhou stranu. Vzhledem k nízkým hodnotám inflace byla ta chyba relativně velká. Je z toho nějaké poučení, zejména pro velmi krátkodobé predikce? Jedná se jenom o tom, že se ty chyby vykompenzovaly, nebo je tam něco, co SM překvapilo a stojí za to o tom mluvit?

Odpověď SM: Jak u CPI, tak u mezd, byly chyby způsobeny vazbou na superkrátké indikátory. Při sestavování prognózy mezd měla SM květnové údaje z průmyslu, které byly velkým zklamáním, a nesignalizovaly očekávané oživení ve zpracovatelském průmyslu. Ačkoliv se nyní zdá, že průmysl je mzdový leader, v květnu to z měsíčních dat vypadalo, že mzdový růst v průmyslu zaostává. Důvod nebyl zřejmý, nicméně SM se rozhodla data reflektovat. Ke konci čtvrtletí mzdový vývoj naopak překvapil směrem nahoru. U cen potravin byl před čtvrtletím také pozorován výkyv nahoru, který nebyl v souladu s cenami zemědělských výrobců, které v té době klesaly dvouciferným meziročním tempem a ani s poklesem agrárních komodit ve světě. Byl ale pozorován nárůst dovozních cen potravin, a existovala hypotéza, že zvyšující se poptávka začíná generovat zvyšující se marže v maloobchodu. Pozorovaný výkyv tedy byl chápán jako trvalejší a v meziročním vyjádření přetrvává v prognóze celý rok. Nyní se ukázalo, že to byl krátkodobý šum, který měl být ideálně ignorován, neboť dovozní ceny potravin se z nárůstu dostaly velmi rychle do záporných čísel, ceny zemědělských výrobců klesají ještě o něco více, než bylo očekáváno a také ceny potravin začaly klesat. Obecná lekce je, že superkrátké leading indikátory není dobré přeceňovat a občas je potřeba od nich odhlédnout a ignorovat je. Samozřejmě existuje riziko, že když se tyto indikátory ignorují a pak se ukáže, že signalizovaly začátek nového trendu, tak se to jeví také jako chyba. Je to hledání optimální míry nakolik zohlednit a nakolik ignorovat superkrátké indikátory.

M. Singer: Děkuje za situační zprávu, za stanovisko poradce i za vynikající dotazy členů bankovní rady. Jaký má SM názor na současné měnové podmínky? Domnívá se SM, že došlo k uvolnění měnových podmínek, které by bylo ekvivalentní se snížením sazeb pod nulu?

Odpověď SM: Došlo k uvolnění měnových podmínek tím, že byla dodána likvidita, což se dotklo některých segmentů trhu. V modelových simulacích se to však neprojevílo, protože v nich je transmise navázána na Pribor, který nereagoval.

M. Singer: Navazuje na dotaz L. Lízala ohledně řetězíci se chyby prognóz modelů. Do jaké míry může dojít k podobnému fenoménu u modelů, které se zabývají predikcemi cen komodit? Klade dotaz, zda se i v této oblasti nepoužívají sofistikované, na dlouhém konci ukotvené modely.

Odpověď SM: Střednědobé modely pro prognózování cen komodit jsou ukotveny na základě předpokladů o životaschopnosti technologií a o cenách, které mění ziskovost technologií, takže s nejedná o ad hoc dlouhodobé ukotvení.

M. Singer: Na str. 10 v SZ se očekává rozpočtové uvolnění v Německu. Z vyjádření W. Schäubla, že i přes výdaje spojené s uprchlickou krizí, což by byl politicky snadno zdůvodnitelný deficit, budou seškrtnány jiné výdaje, se zdá, že v Německu vládne velmi přísná rozpočtová disciplína. Co vede sekci k předpokladu, že Německo rozvolní rozpočet?

Odpověď SM: Na str. 10 by skutečně mělo být uvedeno, že se jedná o dodatečný výdaj neovlivňující celkový schodek. Nebude tedy mít expanzivní efekt.

M. Singer: (v diskuzi o kapitole k platební bilanci) Má tři poznámky ke kapitole k platební bilanci, s jejíž srozumitelností je již delší dobu nespokojen. Prosí vysvětlit větu ze str. 27 „Meziroční zmírnění celkového čistého odlivu bylo ovlivněno především loňskými splátkami vládních a podnikových dluhopisů emitovaných na zahraničních trzích“. Dále žádá o vysvětlení věty „K celkovým čistým výpůjčkám přispěl pouze čistý příliv v rámci bankovního sektoru včetně ČNB“, vzhledem k tomu, že ČNB si nepůjčovala. Konečně v tabulce na str. 25 je nejprve sloupec s prognózou a pak se skutečností, což je opačně než ve zbytku textu.

Odpověď SM: Zmírnění odlivu je způsobeno tím, že loňský rok stát splácel obligace, které dosáhly své splatnosti, zatímco letos tomu tak není. Proto je letos čistý odliv menší, jedná se čistě o efekt základny. Problémy se srozumitelností do značné míry plynou z nového manuálu BMP6, který kompletně změnil terminologii.

M. Singer (v diskuzi o kapitole k platební bilanci): Pak by bylo žádoucí lépe popsat klíčové pojmy.

Odpověď SM: SM navrhuje dávat do závorek staré pojmy, jako je nominální obchodní obrat, aby byl text srozumitelnější. Např. „bankovní sektor včetně ČNB“ je terminus technicus, který může být matoucí, nejedná se tedy o to, že by ČNB si půjčovala.

M. Singer: Zaujal jej -4% implikovaný výnos swapů. Žádá vysvětlení, o co se přesně jedná.

Odpověď sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): Výnos souvisí s technikou udržování pozic spekulujících na posílení koruny. Když ČNB na začátku září intenzivně obchodovala, hráči, kteří otevírali krátké pozice v eurech a dlouhé v korunách, je otevřeli na spotu, ale nečekali, že tuto pozici uzavřou ten samý den. Jejich horizont je jiný. Technika posunutí těchto pozic se dělá přes forexové swapy, to znamená, že na spotu prodají korunu, koupí euro a na forwardu udělají tu samou pozici, kterou udělali na spotu. Masivní tlak na obchodování na jednu stranu swapů vede k tomu, že swapy zdražují. Lze si to představit tak, že spekulant potřebuje uložit korunu, tj. lze si odvodit z ceny swapu, jaká je úroková sazba na korunu. V období, kdy ČNB byla aktivní na trhu, implikované krátké korunové sazby dosahovaly až -4 %. To má i druhou stranu, že úroková sazba pro eurového investora implikovaná swapem implikuje kladné sazby. Eurovým investorům chvíli trvá, než zjistí situaci, a některé banky jsou omezeny svými interními předpisy, takže chvíli trvá, než se situace narovná. Proto vidíme v současnosti pořád záporné implikované sazby.

M. Singer: Připojuje se k dotazu ze stanoviska poradce ohledně sektoru stavebnictví. Jedná se o krátkodobý výkyv nebo se jedná o dlouhodobější efekt?

Odpověď SM: Ve stavebnictví poklesl počet podnikatelů o 20 000. Tito lidé se nepřesunuli do kategorie zaměstnanců. SM nevyklučuje, že tito lidé pracují stále ve stavebnictví jako agenturní zaměstnanci a tím pádem jsou statisticky zaznamenáni ve službách, jak naznačuje poradce.

M. Singer: Ptá se na přesnost prognózy spotřeby domácností. Jsou pozorovány vyšší růst a vyšší příjmy, nicméně spotřeba byla nižší než prognóza. To je divné. Probíhá v SM zamyšlení nad prognózováním spotřeby domácností? Nebo se jedná jenom o jednorázový výkyv?

Odpověď SM: SM má obdobné pochybnosti o spotřebě domácností. Tržby v maloobchodě se vyvíjí signifikantně rychleji oproti spotřebě domácností. Riziko revize spotřeby domácností je tedy

směrem nahoru. Dále SM podotýká, že minulá revize v míře úspor byla kolem procentního bodu, taková revize je velmi významná, oproti ní jsou tři desetiny chyby predikce relativně malé. Národní účty za sektor domácností budou k dispozici až koncem měsíce, což znamená, že zatím chybí údaje o příjmech podnikatelů, což je také významné pro spotřebu.

M. Singer: Pro budoucnost žádá, aby v tabulce na str. 16 byl údaj o reálné měsíční mzdě.

Odpověď SM: Reálnou mzdu je možné dát do tabulky, ale nebude se jednat o měsíční data, ale pouze o čtvrtletní, neboť reálná mzda se predikuje na čtvrtletní bázi.

M. Singer: Táže se na index marží prodejců. Není mu jasné, proč je reportován index.

Odpověď SM: Marže nejsou přímo pozorovány, takže není možné říci, že jsou například 30 %. Ale je pozorován vývoj prodejních cen a nákladů v čase, takže je možné říci, že marže jsou např. o 10 % vyšší, než byly v nějakém období, tzn., jedná se o bezrozměrné číslo, o index vztažený k nějaké základně, není to procentní vyjádření, jak je marže velká. Proto se jedná o index.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

V. Tomšík: Má několik poznámek. Za prvé, je korektní říci, že se prokazuje, že česká ekonomika zrychluje svůj růst a data za celé první pololetí letošního roku to dokazují. Tím se potvrzuje teze, kterou bankovní rada již několikrát vyslovila, že růst bude robustní. Růst dokonce zrychluje. Jak již zmínil na otevřeném jednání, docela ho překvapuje, že inflace je rigidní, že se nenavrací tak rychle k cíli, jak bylo očekáváno. Rizika v krátkém horizontu jsou protiinflační a obává se, zda protiinflační rizika vyprchají na horizontu měnové politiky, neboť na horizontu měnové politiky by rizika podle SM měla být již vyrovnána.

Uklidňuje jej, že měnová politika v okolních státech, které nás ovlivňují, zůstává také uvolněná. Klade si otázku, jak je možné podpořit rychlejší návrat inflace k cíli. Nelze udělat chybu, tvrdí-li se, že by měnová politika měla zůstat nadále uvolněná. Naopak je relevantní otázka, která již zazněla na otevřeném jednání, jestli není třeba přistoupit k dalšímu uvolnění a nabízí se otázka, jak toho docílit. Je plně přesvědčen, že posunutí kurzového závazku ve smyslu posunutí hladiny závazku není určeno jenom tím, kolik standardních snížení vyžaduje tzv. prognóza s endogenními sazbami, ale je to i o celém makroekonomickém okolí. Je přesvědčený, že dnešní situace a situace před dvěma lety, kdy bylo přistoupeno k tomuto nástroji, je jiná. Proto by tuto možnost nevolil.

Další možnost, pokud by byla potřeba další uvolnění, jsou negativní úrokové sazby. V současnosti je – jak již minule zmínil L. Lízal – situace jiná: před dvěma lety záporné úrokové sazby nebyly, ale teď se ukazuje, že v okolních zemích jsou normální. Je přesvědčen, že trh usnadnil měnové politice situaci: některé tržní úrokové sazby už jsou negativní. Nevidí tedy potřebu dalšího uvolnění tím, že by sazby ČNB měly být záporné. Zmiňuje záporné sazby záměrně, protože si myslí, že by měly být zmíněny v zápise i v protokolu, ale zároveň nevidí potřebu jejich zavedení.

Nabízí se třetí možnost, v minulosti dosti využívaná, jak dále uvolnit měnovou politiku a to je posunutí závazku. Zatím ČNB komunikuje, že neuvolní závazek přinejmenším do poloviny příštího roku. Osobně se domnívá, že je předčasné diskutovat o posunutí toho závazku, už jenom proto, že se ukazuje poměrně pozitivní trend v růstu úvěrů, a také v růstu mezd, což může být dobrý signál k tomu, že se inflace k cíli může dostat začátkem roku 2017. V této chvíli další krok

uvolnění ve smyslu posunutí závazku by naopak mohl být předčasný. Je lepší počkat na novou prognózu.

P. Řežábek: Souhlasí, že tuzemská ekonomika zrychluje, dokonce výrazně zrychluje, tempo růstu úvěrů se zvyšuje, stejně jako růst mezd. Oproti tomu inflace je nadále nízká, což by mělo být řešeno apriori. Mezi základními determinantmi vývoje inflace jsou v současnosti ceny potravin, ale dominantní byly a jsou ceny energií. Před krizí rostly výrazně ceny energií, v průběhu krize nějakou dobu ještě také rostly, začaly klesat až v roce 2014. Podniky tohoto poklesu zpočátku využily, do cenových okruhů se pokles cen energií dostává postupně a to je důvod, proč je období nízké inflace poměrně dlouhé. Pokud se k poklesu ceny ropy přidá také pokles ceny plynu, tak je možné, že i při vysokém růstu mezd bude inflace nízká. Může být velice složité snažit se dostat rychle inflaci na horní hranici inflačního cíle.

Důvod je i v zahraničí. Evropa nadále trpí svými problémy, je nutné připomenout, že zadlužení Evropy je velké, a že ekonomické problémy v některých státech jsou významné. Nižší tempo růstu ve spoustě států nadále přetrvává. V Německu zůstává zachována restriktivní fiskální politika, ať již s tím některé jiné evropské země nebo MMF souhlasí nebo ne. Toto obrovské ovlivnění naší ekonomiky okolím je významným faktorem, na který by se nemělo zapomínat.

Diskutuje situaci v Číně. Na jedné straně je česká ekonomika díky kurzu konkurenceschopnější vůči této oblasti, na druhé straně riziko Číny pro globální vývoj přetrvává. V Číně se zvyšuje zadlužení jak nefinančních podniků, tak domácností a toto zadlužení v Číně vůči HDP je plně srovnatelné s vyspělými ekonomikami. Vzhledem k velikosti platů v Číně se významný problém objevit může.

Vývoj ve Spojených státech je poněkud nejasný; je nejasné, kam se ekonomika Spojených států posouvá. Na jednu stranu panuje optimistický výhled, na druhou stranu Spojené státy trpí fiskálním zadlužováním. Ve Spojených státech se blíží volby a nervozita z toho důvodu roste.

Nejdůležitější je však pro českou ekonomiku Evropa, která nedává mnoho pozitivního výhledu, co se týče růstu inflace.

K. Janáček: V dosavadním průběhu letošního roku zaznamenal vývoj inflace v jednotlivých obdobích dosti rozdílné tendence. Po nízkých hodnotách v prvním čtvrtletí, 0,1 %, se celková inflace citelně zvýšila na 0,7 % ve druhém čtvrtletí, v samotném červnu pak 0,8 %, ale od července se pak začal prosazovat sestupný trend, 0,5 %, pak 0,3 % v srpnu, což bylo citelně pod prognózou. Jak ukazuje SZ, bližší pohled do struktury inflace naznačuje, že zmíněné výkyvy v hodnotách inflace a odchylky od prognózy jdou výlučně na vrub cen potravin a pohonných hmot, což jsou definičně velmi málo stabilní položky reagující i na nahodilé či dočasné faktory. Je zřejmé, že tyto segmenty mohou působit v dalších měsících k dalšímu poklesu inflačních indexů, přičemž nelze vyloučit krátkodobě ani návrat těsně nad nulu. Na rozdíl od cen pohonných hmot a potravin, hodnoty korigované inflace 1,1 % trvající po celou dobu, a velmi blízko prognózované hodnotě na konci roku, 1,2 %, reflektují setrvale působící faktory, jejichž vývoj je více trendový. Aktuální výrazné zrychlení růstu domácí ekonomiky, i nad prognózu, a zejména pak jeho dopady do obnoveného mzdového růstu, jak naznačují i údaje ze zpracovatelského průmyslu v posledním měsíci, budou působit k nárůstu korigované inflace. Je pravda, že jistou brzdou tohoto vývoje je to, že zahraniční ceny výrobců oproti našim předpokladům i předpokladům dalších prognostiků, klesají. Otázkou tudíž je, do jaké míry se nárůst proinflačních tlaků v domácí ekonomice prosadí v hodnotách korigované inflace v nejbližším období a bude-li

představovat protiváhu protiinflačnímu vlivu cen potravin a pohonných hmot. Z hlediska trendového je zřejmé, že v současné fázi cyklu hodnoty korigované inflace představují a budou představovat rostoucí proinflační riziko prognózy. Jak bylo již konstatováno v diskusi na veřejné části, rizika stávající prognózy jsou protisměrná, to znamená v proinflačním i protiinflačním směru. Jejich důležitost se liší v časové sekvenci, protiinflační vlivy, zejména nákladové, se budou prosazovat a převažovat v krátkém období jednoho nebo dvou čtvrtletí. Proinflační dopady pramenící zejména ze zrychlující se dynamiky mezd budou narůstat s časem, pozvolněji, ale stabilněji. Souhlasí tedy s vyzněním prognózy o dvojí časové dimenzi působení těchto dvou faktorů.

J. Rusnok: Skutečně se potvrzuje, to, co bylo viděno i v minulých prognózách a co bylo předpokládáno, to znamená, že existuje robustní trend vývoje produktu. Pokud jde o celkovou rovnováhu české ekonomiky, hodnocení se nemění. Nic se nemění ani na tom, že česká ekonomika stále potřebuje uvolněné měnové podmínky, tak jak byly nastaveny. Zmiňuje neustálá drobná překvapení, která však nejsou významná. Jak zaznělo už ve veřejné části, krátkodobé indikátory se někdy příliš přeceňují, stejně jako kvalita statistických šetření. Je rád, že tomu prognostický aparát ČNB nepodléhá. Zdůrazňuje to, co zaznělo od K. Janáčka, že je důležité sledovat korigovanou inflaci, a ta se vyvíjí stabilně dle předpokladů. Vyvíjí se očekávaným a logickým směrem i s ohledem na celkový ekonomický vývoj. Souhlasí, že existují rizika, která však nejsou významná natolik, aby změnila nastavení současné měnové politiky. Je připraven akceptovat měnověpolitické doporučení SM.

L. Lízal: Omezí se na několik bodů, které shrnují to, jak se situace změnila od minulé velké situační zprávy. Základní hodnocení rozporu mezi vývojem domácí ekonomiky a zahraničí a mezi vývojem reálné ekonomiky a cenových okruhů zůstává. Změny jsou relativně malé. Co se týká vnějších rizik, je pro českou ekonomiku, jak již zaznělo, důležitější vývoj v Evropě než to, jak se vyvíjí zbytek světa. Podotýká, že také FED vnímá rizika negativně, což se projevilo odložením zvýšení sazeb. Vnější inflační tlaky budou více desinflační, než se ukazovalo dříve. Co se týče rizik, tak u krátkodobých souhlasí se SM, co se týče dlouhodobých rizik, je rezervovanější, protože si myslí, že dlouhodobá rizika jsou tlumena modelovými předpoklady oproti tomu, jak se ekonomika může vyvíjet. Dnešní situaci vnímá jako takovou, kdy je celkem zřejmé, že je potřeba udržovat uvolněné měnové podmínky a vnímá jako riziko do budoucna, že současné měnové podmínky mohou být příliš přísné. Nicméně jako důležitý moment, na nějž se dotazoval už na veřejném zasedání, vidí v růstu úvěrů: v okamžiku, kdy rostou úvěry vysokým tempem, není potřeba měnit nastavení měnové politiky. Vrací se k diskusi o negativních úrokových sazbách: v současné situaci „pumpování“ peněz do ekonomiky, které by nešly do úvěrů, ale zůstaly uložené v centrální bance, by lehké uvolnění s motivací úvěrovat mohla přijít přes záporné sazby, nikoliv přes kurz. Nicméně protože úvěry začaly rychle růst, tak preferuje vyčkávací pozici.

M. Hampl: Souhlasí s doporučením SM měnové tak, jak je napsáno; jediné s čím nesouhlasí, je část o komunikaci záporných úrokových sazeb. Nechce opakovat svoji negativní pozici k tomuto nástroji, ani to, proč si myslí, že současný čas není vůbec vhodný, kdy o něm uvažovat. Jsou dva důvody, které jej vedou k brzdění komunikace záporných sazeb: za prvé se domnívá, že ČNB není tak připravena tento nástroj použít, jak by měla připravena být, což již zmínil na otevřeném jednání. Za druhé, souhlasí s argumenty SBO, že jakákoliv komunikace záporných sazeb a připravenosti jejich použití by mohla být chápána jako neochota bránit kurzový závazek, což je

argumentace, která pořád platí a na ní se nic nezměnilo. Shrnuje, že souhlasí s doporučením SM s touto jedinou výjimkou.

Navazuje na vše, co bylo řečeno o potřebě uvolnění měnové politiky. V další poznámce navazuje na to, co řekl V. Tomšík jak na otevřeném jednání, tak i na uzavřeném jednání, a to je mystérium rychlého růstu při velmi nízké inflaci a růstu mezd, který nebyl tak rychlý, jak se očekávalo. Je to zajímavé a je obtížné vymýšlet hypotézy, proč tomu tak může být, ale vysvětlení tohoto mystéria může být ve dvou faktorech: jeden je domácí a druhý je vnější. Vysvětlení domácího faktoru může navazovat na to, co říkala prof. Reichlinová na konferenci v Jackson Hole. Rozšíření této hypotézy by říkalo, že čím je větší útlum a delší je recese, tím větší setrvačnost mají nominální veličiny po obratu a při návratu do normálního stavu, což by se na českou ekonomiku vztahovalo. To je intuitivní: zakázkové knihy se změní mnohem snadněji než celé mzdové vyjednávání v podniku. Ten druhý faktor je vnější, celý svět zažívá vlnu pozitivních nabídkových šoků, které se obtížně modelují a u kterých se obtížně kvantifikuje jejich vliv na jednotlivé ekonomiky. Když se tyto dva faktory, vnější a vnitřní, spojí dohromady, může to být důvod, proč zažíváme robustní, rychlý a zároveň neinflační růst.

Navazuje také na to, co zmiňoval V. Tomšík ve svém vystoupení: tím, že chráníme závazek, jinými cestami uvolňujeme měnové podmínky na řadě segmentů finančního trhu. Koneckonců to je také smysl, proč ten závazek existuje. To, co někteří vyčítají, že ČNB závazek obhájí, tím, že nakupujeme devizové rezervy a emitujeme nové koruny je přesně smysl toho, jak ten závazek byl konstruován a jak měl zafungovat. To, že tak funguje, není vadou tohoto systému, ale dobrou vlastností tohoto systému. To, že je to vidět na některých částech finančního trhu více, ať už jsou to výnosy vládních dluhopisů nebo swapy či FRA, je v pořádku, to je to, co má ten systém dělat. Chápe, že se to obtížně modeluje, model má jinou základní sazbu, na kterou cílíme, ale je evidentní, z některých téměř až hysterických reakcí na trhu, že tato forma uvolnění funguje a působí bolest tam, kde působit bolest má. Není tedy důvod uvažovat o opuštění kurzového závazku. Vývoj v zahraničí i doma možná způsobí, že v režimu kurzového závazku budeme ještě déle, než jsme si mysleli před půl rokem. To nakonec bude potřeba sdělovat trhům, aby se někteří nepálili zbytečně.

M. Singer: Děkuje za diskusi. Souhlasí, že přednáška prof. Reichlinové umožňuje vysvětlit současnou situaci: pokud jsou kontrakty fixované v eurech, tak se uvolnění nejprve promítne přes zisky firem a zakázkové knihy, posléze se začne rozšiřovat zaměstnanost a začne se propagovat teprve po dvou letech, a to přesně odpovídá příběhu české ekonomiky. Připadá mu jako velmi dobrý popis toho, co se stalo. Trochu smutná implikace je, že pokud by uvolnění bylo vyšší, tak by i růst mohl být vyšší, bez jakýchkoliv vyšších inflačních tlaků při konstantních komunikačních nákladech. Vyjadřuje naději, že tato zkušenost zůstane v institucionální paměti.

Růst ekonomiky je potěšitelný a rovnoměrný a velmi pěkně jej popisuje situační zpráva. Tři čtvrtletí růstu HTFK a vývoj na trhu nemovitostí vysílají signál, že se cyklus konečně otáčí. Vzhledem k tomu, že zisky podniků začínají prosakovat do ekonomiky, nedomnívá se, že by příští rok měl překvapovat negativním směrem na inflaci a prognóza mu včetně proinflačních rizik připadá věrohodná. To ovšem neznamená, že je šťastné, že korigovaná inflace je 1,1 % nebo 1,2 %, vzhledem k tomu, že ČNB má interval 1 % až 3 %, nikoliv jako švýcarská centrální banka 0 % až 2 %.

Souhlasí s M. Hamplem, že v létě nastalo další uvolnění zřetelným přísunem likvidity do ekonomiky.

Otázka je, zda mluvit o dalším uvolnění. Preferoval by posunutí konce kurzového závazku. Krátkodobě je trade-off evidentní, buď je možné uvolnit posunutím konce, resp. forward guidance ohledně konce závazku nebo se připravit na to, že další uvolnění nastane přísunem likvidity. Vzhledem k dalším kritériím, jakými jsou zejména finanční stabilita, není žádoucí mít záporné sazby, takže by dal přednost forward guidance. Tato volba mu připadne jednoduchá, a ačkoliv se nedomnívá, že záporné sazby jsou konec světa, domnívá se, že je rozumnější z hlediska finanční stability, aby byly sazby na nule než v mínusu.

Považuje prognózu za věrohodnou, a protože prognóza říká, že závazek neskončí 1. 7. 2016, umí si představit forward guidance už teď. Nicméně nechává to na debatě. Shoduje se s M. Hamplem, že je na čase přiznat realitu, na kterou jsou trhy připravené.

Pokles CPI nepředstavuje zásadní problém, neboť krátkodobé pohyby cen potravin a pohonných hmot jsou v zásadě výjimkovány. Tato pozice byla komunikována i v době protisměrných posunů před zhruba dvěma lety a myslí si, že pořád platí. Je možné, že to signalizuje, že ve světě potrvá prostředí nízké inflace déle, než bylo očekáváno, ale to ČNB neovlivní. Zdá se mu, že rozbití implicitního kartelu dodavatelů energií není nic tragického pro svět. Je to samozřejmě tragická zpráva pro dodavatele energií, ale nad těmi jeho oko zůstává suché.

V. Tomšík: Má dvě poznámky. Současná měnová politika je díky kurzovému závazku uvolněná, což je potřebné. Klade si otázku, zda je další uvolnění potřebné. Co se týče dalšího uvolnění měnových podmínek, připomíná, že již uvedl tři možnosti, jak toho dosáhnout. Obává se, zda tato diskuse není předčasná, neboť po dlouhé době ČNB bude komunikovat i proinflační rizika na horizontu prognózy (mzdy a růst HDP), takže by preferoval počkat na novou prognózu, zda se tato rizika potvrdí. Uvolnění měnové politiky dnes by nebyla zásadní chyba, ale je lepší počkat na novou prognózu.

Druhá poznámka se týká negativních úrokových sazeb stanovených centrální bankou nikoliv tržních. Chápe negativní sazby jako vhodný nástroj ubránění závazku. Zatím to nevidí jako potřebné a je rád, že se uvolňování promítá do tržních negativních úrokových sazeb. Vidí, že se dostavuje růst úvěrů, a souhlasí, že by tento růst úvěrů měl být hodnocen i z makrobezpečnostního pohledu. Růst úvěrů je bedlivě sledován a ČNB již makrobezpečnostními nástroji reagovala. Bude-li potřeba, tak bude reagovat opět. Není dobré spojovat cenovou a finanční stabilitu.

K. Janáček: Souhlasí s hodnocením negativních sazeb stanovených centrální bankou. Chtěl by mluvit o negativních krátkodobých výnosech českých vládních dluhopisů a jejich vliv na exit. Od léta se vládní dluhopisy obchodují se záporným výnosem, nejdříve to bylo ojedinělé a postupně se z toho stala jistá norma a nedávná aukce, která proběhla před dvěma týdny, dosáhla průměrného výnosu -0,2 %. Je pravda, že to ve světě není žádná výjimka, negativní výnosy se rozšířily v eurozóně zejména po té, co ECB srazila svou depozitní sazbu pro banky na -0,25 bazických bodů, a zahájila ve velkém rozměru politiku kvantitativního uvolňování. ČNB tento krok neudělala, nicméně výnosy na kratším konci výnosové křivky se propadají rovněž. Tato tendence v posledních týdnech, stimulovaná spekulací poptávkou po korunách ze strany zejména zahraničních investorů, kteří vidí potenciál zhodnocení koruny po ukončení intervenčního režimu a tudíž příležitost vydělat i při záporném výnosu. Paralelně s tím působí vlivy z reálné sféry a dopady intervencí na domácím trhu. Zatímco ČNB akumuluje narůstající objem čistých zahraničních aktiv, domácím bankám eurová likvidita klesá a naopak se hromadí korunové

zdroje, pro které hledají uplatnění. To uplatnění je realizováno kromě rostoucích úvěrů také nákupem vládních dluhopisů a depozit v ČNB. Oproti loňskému roku jsou overnight depozita až o 200 miliard vyšší. Lze tedy konstatovat, že tendence k záporným výnosům dluhopisů je svým způsobem projevem režimu devizových intervencí jako určité politiky měnového uvolňování. Ač se to nenazývá uvolňování, efekt to má stejný jako politika uvolňování. Současně to tedy znamená, že se tímto režimem kladou meze na rozsah spekulacních tlaků na apreciaci koruny, které by ČNB musela pokrýt devizovými intervencemi. Tento efekt omezuje potenciální rozsah intervencí v budoucnu a pravděpodobně pozitivně ovlivní i náklady exitu.

J. Rusnok: Domnívá se, že je důležité počkat na další situační zprávu a další vývoj indikátorů, které ovlivňují uvažování o potřebě dalšího uvolňování. Nikdy se „neštítit“ záporných úrokových sazeb, nicméně souhlasí s L. Lízalem, že není potřeba se tím aktuálně zabývat, protože jednak samovolný vývoj pomáhá, a jednak je přítomný nový fenomén růstu úvěrů. Uvidí se, jak bude růst úvěrů vypadat v dalších měsících. Domnívá se, že je zatím dost času na prodloužení kurzového závazku. Bylo správné, když byl tento závazek prodloužen do poloviny roku 2016, čímž byla nastavena stabilita pro českou ekonomiku v jinak dnes rozbouraném světě. Dobrý důvod proč počkat s prodloužením závazku, kromě fundamentálních důvodů, je dostát očekáváním stability. Nicméně nebrání se debatě na toto téma.

P. Řežábek: Vnímá, že nejenom záporné sazby, ale také dlouhodobě nulové sazby jsou rizikem pro finanční stabilitu. Stres, že inflace neroste po mnoho let, je zbytečně přehnaný, protože základní indikátory, které říkají, že se situace může obrátit a je jenom otázkou kdy, jsou přítomny. Není již třeba diskutovat nad problémy, že ekonomika padá, že padají mzdy, že roste nezaměstnanost. Všechny indikátory se dostaly na obrácený trend a chybí ten poslední, a to je inflace. Je otázka, jestli se stresovat a vymýšlet další rychlé opatření. Pokud celé okolí funguje na složité rovnováze, je otázka, zda má cenu dokázat, že my budeme první, kteří inflaci za každou cenu, a zdůrazňuje za každou cenu, vytlačí rychle k cíli.

M. Singer: Souhlasí s V. Tomšíkem, že negativní sazby mohou pomoci udržet závazek, ale v současnosti v některých segmentech trhu jsou, takže zde nevidí problém.

Plně rozumí argumentům pro vyčkání s prodloužením závazku, nicméně se mu zdá nepravděpodobné, že by k exitu došlo 1. 7. Nezdá se mu, že by existoval silný konsensus pro posunutí závazku.

Souhlasí s P. Řežábkem, že základní trendy nevzbuzují obavu z pádu a nedojde-li k nějakému dramaticky špatnému překvapení ze zahraničí, inflační tlaky se musí v ekonomice začít budovat. Nezaměstnanost je skutečně nízko, anekdotické zprávy z ekonomiky začínají naznačovat, že si lidé uvědomují, že si mohou říci o zvýšení platů v úplně jiné míře než v minulosti.

M. Hampl: Jak již zmínil, stojí za doporučením SM. SM nedoporučuje závazek protahovat. Spíše je potřebná debata, co budou členové BR individuálně komunikovat navenek a pro něj je těžké sdělit cokoli jiného, než že je větší pravděpodobnost ukončení závazku spíše později než dříve. Nemusí jít o žádnou formální změnu závazku, neboť komunikace může znamenat kotvu i pro tržní hráče, nejen pro reálnou ekonomiku.

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: Jan Brůha, poradce bankovní rady