

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 5. listopadu 2015

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 7. situační zprávy

M. Hampl (v diskuzi o cenách kapitálu): Nemá žádný zásadní problém ani s vyzněním situační zprávy (dále jen SZ) ani měnověpolitického doporučení (dále jen MPD), s úvahami v něm uvedených souhlasí a tak se soustředí na techničtější otázky. V SZ se na několika místech opakuje věta „V domácí ekonomice náklady dále porostou vlivem zrychlující dynamiky mezd a rostoucí ceny kapitálu“. Táže se, co konkrétně si SM pod cenou kapitálu představuje a jak by kanál vyšších cen kapitálu měl působit.

Odpověď sekce měnové (dále jen SM): Model pracuje s klasickou dvoufaktorovou produkční funkcí s prací a kapitálem. V současné rostoucí fázi cyklu přitom rostou ceny obou těchto výrobních faktorů. Růst mezd je přímočarým odrazem pozorovaného vývoje mezd v podnikatelské sféře. Cena kapitálu představuje poněkud abstraktnější koncept, když je částečně navázána na deflátor investic z národních účtů, částečně odráží cyklickou logiku, kdy v době recese směřuje využití produkčních kapacit dolů, což vede k poklesu ceny kapitálu a naopak. Tento ekonomický příběh dle SM odpovídá současné situaci ekonomiky. V ceně kapitálu se v realitě mohou odrážet také ceny nájmu, pozemků, logistických center a podobně.

M. Singer (v diskuzi o cenách kapitálu): Vývoj ceny kapitálu tak svým způsobem odráží spíše mezní produkt kapitálu, než samotnou cenu.

Odpověď SM: Počítá se zde s mezním nákladem, tedy cena je vztahována k meznímu produktu, přičemž její působení je velmi procyklické. Samozřejmě se v ceně kapitálu projevuje i dopad kurzu, neboť se předpokládá vysoká dovozní náročnost kapitálových statků.

M. Hampl (v diskuzi o cenách kapitálu): Navrhuje některé z těchto úvah v budoucnu promítnout i do textu SZ. Zvláště pokud budeme tuto argumentaci opakovat častěji. Domnívá se ale, že klesající PPI může negativně působit na návratnost kapitálu.

Odpověď SM: SM doufá, že se tato argumentace opakovat bude, protože prognóza předpokládá pokračující růst ekonomiky. Návratnost kapitálu může být negativně ovlivněna poklesem PPI pouze tehdy, pokud PPI neklesá v reakci na poklesy cen ropy. Tyto poklesy naopak působí na ziskovost pozitivně, což je současná situace.

M. Hampl (v diskuzi o výhledech úrokových sazeb): Na straně 9 SZ se uvádí v poznámce pod čarou, která se objevila i v poslední SZ, že výhled EURIBORu plynoucí z tržních kontraktů má v naší prognóze jen „částečnou váhu“, přičemž prognóza předpokládá vyšší EURIBOR než implikují tržní výhledy. Tato úprava se ale již nepromítá do MPD, kde se argumentace soustřeďuje opět na tržní výhledy. Zajímalo by ho, zda platí trhem implikovaný nebo upravený výhled EURIBORu, a jestli je v těchto úpravách nějaký materiální obsah, který je třeba pochopit pro porozumění vnímání EURIBORu v prognóze.

L. Lízal (v diskuzi o výhledech úrokových sazeb): Souhlasí s tím, co se objevuje i ve stanovisku poradce, že výsledky prognózy ohledně zahraničních úrokových sazeb mohou vypadat nekonzistentně. Není jasné, proč se v textu SZ objevuje poznámka pod čarou týkající se úprav EURIBORu, a proč se následně větší část diskuze výhledů sazeb EURIBOR nepředpokládá k publikaci (např. na str. 20). Děkuje za citlivostní scénář týkající se zahraničního PPI. Odvolává se na stanovisko poradce, dle kterého je výhled PPI natolik nespolehlivý, že je otázkou, proč ho vůbec používáme. Nemá SM z dosavadní zkušenosti dojem, že výhledy sazeb EURIBOR dávají v současnosti lepší vodítko, než výhledy zahraničního PPI, které jsou navíc zčásti dopočítávány?

V. Tomšík (v diskuzi o výhledech úrokových sazeb): Navazuje na dotaz L. Lízala ohledně příliš rychlého nárůstu domácích úrokových sazeb na horizontu prognózy, který vede k výraznému úrokovému diferencíálu. V modelu přitom vycházíme z nepokryté úrokové parity. Dle ní očekáváme zhodnocení kurzu po opuštění závazku v roce 2017 o více než 3 %, navíc zde bude působit až 2% úrokový diferencíál. Táže se, zda SM opravdu očekává reálný výnos v korunách až o 5 %. To by v logice nepokryté úrokové parity muselo znamenat výrazný nárůst rizikové prémie v ČR. SM v textu SZ uvádí, že vliv úrokového diferencíálu na kurz interně tlumí, graf s úrokovým diferencíálem však bude zveřejněn a může nastavit očekávání investorů ohledně tohoto 5% zhodnocení investic do korun. Tuto otázku vznášel už při projednávání minulé SZ, od SM zaznělo, že tento modelový předpoklad bude ve skutečnosti mitigován. Případně mu tedy, že SM v modelu vypíná vyhlazování úrokových sazeb, protože takto rychlé zvyšování sazeb nelze v realitě očekávat. Modelový předpoklad zde ale může nadměrně ovlivnit skutečná tržní očekávání.

Odpověď SM: Na delším konci výhledu EURIBORU, který ovlivňuje rychlost nárůstu PRIBORu v roce 2017, nebyla provedena žádná expertní úprava. V poznámce pod čarou bylo pouze popsáno nastavení prognostického aparátu, které takto platí již minimálně rok a půl. SM připomíná, že toto nastavení řešilo nepříjemnou vlastnost našeho prognostického aparátu, kdy prodloužení prognostického horizontu o rok, ke kterému dochází vždy v létě, vyvolávalo na delším konci trajektorie našich úrokových sazeb jednorázové změny, které se nedaly odečíst od změn v domácí ekonomice a v zahraničních výhledech. Tato úprava je tedy čistě technického charakteru. Poptávka po této změně byla zesilována i stanovisky poradců. Úprava je provedena tak, že pro prvních šest čtvrtletí, což je minimální prognostický horizont, model používá výhradně tržní výhled EURIBORu jako danou a všemi očekávanou informaci. Za tímto horizontem pak model kombinuje předpoklad o návratu zahraničních sazeb ke stálému stavu s dlouhodobějšími tržními výhledy. Samozřejmě, pokud jsou tyto tržní výhledy ukotveny na nižších hodnotách, než je předpoklad modelu o jejich stálém stavu, pak model implicitně na delším konci prognózy pracuje s vyšším sklonem rostoucí trajektorie sazeb oproti tržním výhledům. Nejde ale o expertní úpravu, SM neměnila nijakým způsobem nastavení modelového aparátu ani v této, ani v předchozí prognóze. Byla pouze přidána zmíněná poznámka pod čarou. Ta má jít naproti otázkám, jak je možné, že PRIBOR tak rychle roste, zatímco tržní výhledy sazeb EURIBOR zůstávají velmi nízko. S tím, jak budeme potenciálně „odžít“ čas, a pokud se prokáže platnost tržních výhledů se sazbami v eurozóně poblíž nuly i pro rok 2017, pak budeme strmost nárůstu PRIBORu v roce 2017 zmírňovat. Bude tomu proto, že výhled EURIBORu pro rok 2017 budeme stále více vnímat jako věrohodnou informaci. V tomto ohledu je tedy pravděpodobné, že nakonec bude tempo zvyšování úrokových sazeb v roce 2017 pozvolnější, než naznačuje stávající prognóza. Prognóza zároveň nijak nezohledňuje měnověpolitickou rovinu úvahy, kdy vystoupení z kurzového závazku budeme provádět tak, že nejdříve ukončíme kurzový závazek, úrokové sazby začneme zvyšovat

teprve opatrně a s časovým odstupem. Z tohoto pohledu by SM sklon křivky nárůstu úrokových sazeb v roce 2017 samozřejmě diskontovala, je možné toto provést i ve veřejné komunikaci. SM se ale domnívá, že pro agenty, kteří v současnosti budují pozice na prolomení kurzového závazku, jsou spíše než výhled úrokových sazeb na dva roky dopředu relevantní současné záporné sazby na dluhopisovém a swapovém trhu, které vznikly po našich intervencích.

Výhled EURIBORu souvisí i s otázkou na konzistenci různých výhledů zahraničního vývoje. Zde SM souhlasí s tím, že na krátkém konci prognózy je nejistota ohledně výhledu zahraničního PPI natolik vysoká, že je citlivostní scénář do budoucna pravděpodobnějším popisem reality, než scénář základní. Na druhou stranu tržní výhledy sazeb EURIBOR jsou na delším horizontu velmi vzdáhlé. V okamžiku, kdy ekonomika eurozóny poroste 2% tempem, spotřebitelská inflace se bude vracet k definici cenové stability dle ECB, tedy lehce pod 2 %, by měl výhled úrokových sazeb směřovat k politicky neutrální hladině mezi 3-4 %. Při tom v tržních výhledech je EURIBOR jen mírně nad nulou, což z hlediska vlastností jakékoli prognózy ve stálém stavu působí nekonzistentně.

M. Hampl (v diskuzi o výhledech úrokových sazeb): SM ale neodpovídá na druhou část otázky, proč v citlivostním scénáři tento faktor nehraje roli. V SZ je uvedeno, že je v citlivostním scénáři simulován alternativní výhled zahraničních sazeb, který dle tohoto modelu odpovídá aktuálnímu tržnímu výhledu úrokových sazeb 3M EURIBOR. Dotazuje se, zda se zde objevují dvě různé sady čísel ohledně zahraničních sazeb.

Odpověď SM: V citlivostním scénáři se předpokládá platnost výhledu sazeb EURIBOR, tedy že ECB bude potřebovat velmi uvolněnou politiku i v roce 2017. Výhledy zahraničního PPI a HDP jsou pak dopočítány s použitím modelu NiGEM, kde SM hledá takové snížení PPI, které by ospravedlnilo velmi nízkou trajektorii sazeb EURIBOR.

Při pohledu na úpravu výhledu sazeb EURIBOR o efekt nekonvenční měnové politiky ECB, tedy na graf zobrazující zahraniční stínové úrokové sazby, je legitimní zamyslet se nad tím, zda je snížení stínových sazeb oproti tržnímu výhledu o jeden procentní bod dostatečné. SM v rámci své publikace GEV kvantifikovala přístupy, které naznačují i silnější dopady nekonvenční měnové politiky ECB. Pokud by navíc ECB prodloužila svůj program APP (Asset Purchase Program), pak by se výhled stínových sazeb prodloužil dále do budoucnosti. Prozatím tento výhled odráží oficiálně oznámené provádění APP ze strany ECB do září 2016. Důvod, proč SM prozatím výhled stínových sazeb nezveřejňovala, byl především ten, že se stínové sazby do výhledu EURIBOR promítají pouze v horizontu roku 2016, kdy ale základní scénář prognózy předpokládá kurz na hranici kurzového závazku. Zvýšený úrokový diferenciál plynoucí ze záporných stínových sazeb ECB tak nemá žádný materiální efekt. Ten se objevuje pouze v simulaci prognózy s volnými sazbami, která ale není uveřejňovaná.

L. Lízal (v diskuzi o výhledech úrokových sazeb): Poznává, že v okamžiku opuštění kurzového závazku budeme muset stínové sazby uveřejnit, což může být pro nás komunikačně obtížnější. Veřejnosti budeme najednou ukazovat jinou řadu zahraničních sazeb.

Odpověď SM: Pokud bude ale APP prodloužen, pak bude v prognóze doporučováno odsunutí konce kurzového závazku, neboť pro tento konec nebudou naplněny podmínky, které jsme si definovali. K vystoupení z kurzového závazku je možné přistoupit jen tehdy, když budeme chtít poměrně výrazně zvyšovat naše sazby bez rizika skokového posílení kurzu a opětovného poklesu inflace zpět pod cíl. K tomu ale nemůže dojít ve chvíli, kdy ECB bude nadále pokračovat v APP.

M. Hampl (v diskuzi o výhledech úrokových sazeb): Toto ale platí pouze za předpokladu, že se nevytvoří významné domácí proinflační faktory, které by efekt zahraniční měnové politiky převážily. To je teoreticky možné.

M. Singer (v diskuzi o výhledech úrokových sazeb): Rovněž se připojuje k poznámce poradce o expertních úpravách zahraničních úrokových sazeb a o tom, že by bylo vhodné je v textu SZ více vysvětlit, což by mělo být v zájmu ČNB.

Odpověď SM: SM minule na žádost bankovní rady přidala poznámku pod čarou, jejíž znění je možné rozšířit.

M. Hampl: Dotazuje se, zda naše výhledy cen ropy založené na křivce futures nejsou v současnosti zatíženy dodatečnou nejistotou. Je v nich zřejmý posun oproti minulé prognóze, výhledy obsahují očekávání růstu cen na mnohem nižší hladině. Vzhledem k tomu, že faktory ovlivňující současný vývoj cen ropy mohou být dle jeho odhadu dlouhodobějšího charakteru, je otázkou, zda není kladný sklon křivky futures méně realistický, než tomu bylo v minulosti.

Odpověď SM: Vyjadřovat se o tržních kontraktech a o jejich míře pravděpodobnosti je vždy komplikované. SM v současné době ale skutečně vnímá sklon křivky ropných futures jako méně realistický a více rizikový, protože se vytvářejí nové dlouhodobější rovnováhy související s usazováním situace v Číně, se zrychlováním v Evropě apod.

L. Lízal: Táže se, jak si SM vysvětluje nekonzistenci mezi klesající zaměstnaností ve stavebnictví a rostoucí stavební výrobou (str. 41).

Odpověď SM: Tato nekonzistence byla diskutována již při projednávání minulé SZ, může souviset i s nedokonalostmi statistiky ohledně agenturních pracovníků, ke kterým se vyjadřuje box SZ. Proticyklický pokles zaměstnanosti ve stavebnictví podle VŠPS však není nic neobvyklého, pozorujeme ho již pět čtvrtletí v řadě. Zároveň ve stavebnictví od začátku letošního roku dochází k poklesu zakázek jak v absolutním počtu, tak i v objemu nasmlouvané stavební produkce, což dobře koresponduje s předpoklady ohledně vývoje zakázek ze státní sféry. Existuje zde i strukturální vliv, kdy byl dosavadní růst stavebnictví tažen infrastrukturními investicemi navázanými na EU fondy, u kterých lze předpokládat vysokou kapitálovou náročnost a menší míru využívání práce. Druhá část stavební výroby, pozemní stavitelství, sice roste také, k jeho oživení ale dochází s cca ročním zpožděním za inženýrskými stavbami. Strukturálně je tedy růst ve stavebnictví vychýlen směrem, který generuje menší nárůst poptávky po práci. Tato zvýšená poptávka po práci může být saturována agenturními a zahraničními pracovníky, kteří nejsou dobře podchyceni ve statistikách VŠPS, které nemusejí zachytit osoby bydlící na ubytovnách. Část vysvětlení této nekonzistence zřejmě také spočívá také v odchodu zaměstnanců mezi podnikatele, částečně pravděpodobně dochází k jejich odlivu do jiných odvětví národního hospodářství.

L. Lízal: Opakuje svůj dotaz, který vznesl už u minulé SZ, týkající se překvapivě rychlého růstu úvěrů. Vysvětlení růstu úvěrů uvedené v SZ ho plně neuspokojuje, protože je čistě mechanistické. Táže se tedy na ekonomickou historku, která by růst úvěrů vysvětlila. Pokud by tempo růstu úvěrů zůstalo takto vysoké, otázkou je, zda by to neznamenaló výrazné proinflační riziko.

Odpověď SM: Vysoký růst úvěrů je spíše dobrou ilustrací toho, že domácí poptávkové tlaky vyrašily velmi rychle. Na horizontu prognózy SM předpokládá jejich další nárůst, přičemž přispějí k směřování inflace k cíli. I když růst úvěrů v současnosti překvapuje směrem vzhůru, v minulosti se naopak předpokládané oživení úvěrové emise zejména u podnikových úvěrů

nenaplnovalo. Oživení úvěrů přitom avizovalo již několik čtvrtletí šetření úvěrových podmínek bank. Růst úvěrů je sice ovlivněn několika mimořádnými obchody v oblastech developmentu a energetiky, primárně je ale tažen plošným nárůstem domácí poptávky a robustními očekáváními ohledně jejího dalšího růstu, a to i s přihlédnutím k odeznění mimořádných vlivů propadu cen ropy a EU fondů. K růstu poptávky po úvěrech přispívají vysoké fixní investice firem, pokračující fúze a akvizice a navyšování produkčních kapacit. Jak zmiňuje i poradce ve svém stanovisku, reakce na růst úvěrů je spíše doménou makroprudenční politiky a je otázkou, kdy jej začít reflektovat v toolboxu našich makroprudenčních nástrojů. Z hlediska měnové politiky se jedná spíše o pozitivní faktor, který přispívá k návratu inflace k cíli na horizontu měnové politiky. Růst privátních investic je přitom výrazně zamlžen vývojem vládních investic. Z dekompozice prognózy hrubé tvorby kapitálu na investice vlády financované z EU fondů, na makroúčetní efekty vyplývající z prodloužení pronájmu stihacích letounů Gripen a na soukromé investice přitom vyplývá, že navzdory zpomalení celkových hrubých investic v letech 2016 a 2017 prognóza předpokládá pokračující růst fixních investic soukromého sektoru. Zpomalení růstu investic tak generuje vláda.

Odpověď samostatného odboru finanční stability (dále jen SAOFS): SAOFS potvrzuje, že růst podnikových úvěrů je tažen investičními úvěry, s tím že na tomto růstu se výrazně podílí i developerské společnosti. Je zřejmé působení úvěrového transmisního kanálu měnové politiky, stejně tak jako působení kanálu přijímání rizika. Pokud úrokové sazby zůstanou globálně velmi nízké a pokud se naplní prognóza růstu HDP, pak tempo růstu úvěrů dále poroste. SAOFS přijímá svoji roli v makrobezpečnostní politice a je připraven přijít s návrhem na použití makrobezpečnostních nástrojů. Nicméně je třeba si uvědomit, že primárně půjde o proticyklickou kapitálovou rezervu, která má na rychlost růstu úvěrů velmi malý dopad, pokud nebude nastavena navelmi vysoké úrovni. Je také možné pokusit se tlumit úvěry na bydlení, i zde může být použití makrobezpečnostních nástrojů poměrně obtížné. SAOFS zároveň upozorňuje na to, že pokud je růst úvěrů tažen sektorem nemovitostí, pak z dlouhodobého hlediska může mít dezinflační dopady. Efekt tohoto typu na poptávku a inflace koneckonců nyní pozorujeme u řady vyspělých zemí. Celkový efekt rychlého růstu úvěrů z hlediska inflace je tak velmi komplikovaný, evidentně jsme v poměrně složité situaci.

L. Lízal: Na scénáři s endogenním kurzem z MPD ilustruje, že z něj vychází irelevance měnové politiky. I když jsme neprovedli uvolnění, které tento scénář předpokládá, výhled inflace v dlouhém horizontu se vůbec nezměnil. Věří SM, že i bez doručení tohoto uvolnění bude inflace v měnověpolitickém horizontu na cíli? K tomu váže zásadnější dotaz, který byl naznačen i ve stanovisku poradce. Model předpokládá růst úroků v roce 2017 velmi rychlým tempem. Skutečně SM věří tomu, že bude potřeba zpřísnit měnovou politiku o více než 1 procentního bodu v okamžiku, kdy ECB nejspíše bude stále ve stádiu uvolněné měnové politiky? To by znamenalo úrokový diferenciál vyšší než 2 %, přičemž se domnívá, že posílení kurzu by v této situaci bylo výrazně silnější, než předpokládá prognóza.

Odpověď SM: Ze scénáře s endogenním kurzem podle SM naopak vyplývá super relevance měnové politiky v našich modelech. Ta souvisí i s poznámkou K. Janáčka, proč vždy prognóza míří na 2% cíl, a zda to není její inherentní vlastnost (viz níže). Tomu tak skutečně je, protože model pracuje s předpokladem, že měnová politika vždy zajistí plnění inflačního cíle v relevantním horizontu. Otázkou pak je, co pro to musí udělat. Obecně SM varuje před tím usuzovat ohledně relevance měnové politiky na základě srovnání jakéhokoli scénáře

v současnosti a před čtvrtletím. Nejde zde totiž o ceteris paribus simulaci vlivu měnové politiky, ale posun scénáře odráží také všechny změněné předpoklady prognózy. Na jednu stranu zde hrají překvapení směrem dolů ohledně krátkodobých nákladových faktorů, jako jsou ceny potravin či ceny ropy, na stranu druhou překvapovaly směrem vzhůru údaje z domácí ekonomiky, tedy HDP a růst mezd. Z hlediska fundamentálních dlouhodobějších tlaků z domácí ekonomiky tak „kotlík bublá pod větším varem“, simulace ilustruje nižší potřebu uvolnění měnových podmínek prostě proto, že byl poptávkový stimul do ekonomiky již doručen a to ve vyšším rozsahu, než jsme si mysleli. To ale nenaznačuje irelevanci měnové politiky, ale spíše to, že transmise možná funguje silněji.

J. Rusnok: Po zásadních připomínkách L. Lízala, se kterými silně konvenuje, nebude mít fundamentální ale spíše technické připomínky. Chce poděkovat za prognózu, domnívá se, že je v rámci složitého prostředí, ve kterém se pohybujeme, maximálně vypovídající i přiměřeně konzistentní. Děkuje za užitečný box na str. 43, který ukazuje nedokonalosti naší statistiky zaměstnanosti především s ohledem na počet zahraničních pracovníků. Připojuje se k otázce poradce, která se týká divergence mezi zpomalením dynamiky HDP v roce 2017 a udržením vysokého růstu nominálního disponibilního důchodu.

Odpověď SM: Jedním z vysvětlení odlišné dynamiky HDP a nominálního disponibilního důchodu je to, že jedna z veličin je v reálném a druhá v nominálním vyjádření. Rozdíl v dynamice je tak dán vývojem inflace, která naroste ze současné úrovně kolem nuly až na 2 %. Zbytek rozdílu je ovlivněn vývojem míry úspor, která je v poslední době relativně stabilní a v prognóze se předpokládá její mírný pokles. Rozdíl v dynamice je ovlivněn také tím, že HDP pokrývá celou ekonomiku, zatímco disponibilní důchod domácností je pouze užší kategorií. Zmiňované zpomalení HDP souvisí se zpomalením růstu vládních investic, které s disponibilním důchodem domácností nijak neváže. I přes zpomalení růstu HDP spotřeba domácností dále plynule poroste. Prognózy HDP a disponibilního důchodu jsou postaveny jako konzistentní a základní identity zde fungují.

K. Janáček: Tempo růstu cen na trhu zboží a služeb zůstává velmi nízké a to i při podstatném růstu peněžní zásoby i úvěrů. Dotazuje se ale, zda již dnes nelze vidět potenciální rizika ohledně vývoje na trzích aktiv, tak jak to naznačuje i stanovisko poradce. Znovu opakuje svoji poznámku z projednávání 6. SZ, že nás náš prognostický model neomylně navádí na horizontu prognózy k plnění inflačního cíle. K tomu dochází i při posunech horizontu prognózy. Je otázkou, zda se jedná jen o inherentní vlastnost modelu, který na horizontu šesti čtvrtletí směřuje inflaci k jejímu 2% stálému stavu, nebo zda jde o výsledek plynoucí z interakce makroekonomických veličin.

Odpověď SM: Vysoký růst M2 a úvěrů se skutečně odráží v zrychlování nebo minimálně v pokračování růstu cen rezidenčních nemovitostí, což je popsáno také v kapitole III.5. Tento růst cen má zatím implikace hlavně pro makroobezřetnostní politiku.

V. Tomšík: Děkuje SM za předloženou SZ, popisu aktuálního stavu a výhledu až do konce roku 2017 rozumí. Od K. Janáčka již zaznělo, že základní scénář prognózy směřuje v horizontu prognózy přesně na 2% cíl, zároveň od SM zaznělo, že „výrazně přehodnocuje HDP směrem vzhůru“. Naše odhady růstu potenciálního produktu a mezery výstupu, které jsou klíčové pro generování inflačních tlaků do budoucna, přitom dávají velkou váhu posledním hodnotám HDP. Klade si otázku, jestli mezeru výstupu neuzavíráme právě díky těmto jednorázovým a překvapivým faktorům příliš brzy a rychle. To se pak může v modelu projevit v příliš rychlém

přiblížení se inflace k cíli. Přitom SM identifikovala, že růst HDP v roce 2015 byl z velké míry dán jednorázovými faktory typu čerpání fondů EU, které ale nemají výrazný poptávkový multiplikační efekt, aby dlouhodobě generovaly inflační tlaky. Otázkou tak je, zda v základním scénáři nejsou proinflační tlaky přeceněny, a že ve skutečnosti budeme poměrně dlouho pod cílem. To by mělo znamenat další uvolnění měnových podmínek.

Odpoověď SM: SM se domnívá, že i když jsou poslední hodnoty HDP ovlivněny jednorázovými vlivy, jsou relevantní z pohledu poptávky. Přitom ekonomika v poslední době roste poměrně robustně. Přibližně uzavřená produkční mezera se potvrzuje i náznaky domácích inflačních tlaků, jak co se týče míry nezaměstnanosti, tak co se týče růstu úvěrů. SM odhaduje produkční mezery včetně výhledů na horizontu prognózy, kde bere v úvahu krátkodobost zrychlení růstu HDP v letošním roce. SM naopak tlumí efekt evropských fondů na nabídkovou stranu ekonomiky. Celkový obrázek ohledně mezery výstupu je takový, že díky rychlému letošnímu růstu HDP se prakticky uzavřela dříve výrazně záporná mezera výstupu a odeznělo tak podchlazení ekonomiky z minulých let, zároveň ale nedochází k výraznému přehřátí ekonomiky. SM bere v úvahu odeznění mimořádných vlivů v příštích dvou letech, což se projeví v kolísání odhadu mezery výstupu kolem nuly. Případný efekt „end point bias“ by u odhadu současné mezery výstupu neměl hrát roli, právě díky zmíněnému použití odhadů budoucího HDP.

V. Tomšík: Dotazuje se na citlivostní scénář utlumeného cenového vývoje v eurozóně, který vnímá jako pravděpodobnější, než je základní scénář prognózy. Nezveřejňovaný citlivostní scénář ze str. 22 oproti základnímu scénáři snižuje zahraniční PPI výrazně dolů, v průměru na celém horizontu prognózy o 1,3-1,4 %. V kumulaci to pak znamená zahraniční ceny výrobců nižší o více než 10 %. Adekvátní reakcí české měnové politiky by mělo být oslabení kurzu, nebo snížení prognózy inflace. Snížení domácí inflace však v tomto scénáři činí kumulativně pouze 2 %, kurz oslabuje také zhruba o 2 %, což dává dohromady pouze 4 %. Případně mu tedy, že v citlivostním scénáři nemáme šok do zahraničního PPI adekvátně odražený do naší cenové hladiny. Jinými slovy, že budeme déle pod inflačním cílem.

Odpoověď SM: V rámci odečtu citlivostního scénáře nelze počítat jeho jednotlivé odchylky od základního scénáře, neboť se jedná o odchylky meziročních růstů. Maximální odchylka meziročního růstu u PPI činí 1,3 % a zhruba 0,5-0,6 % u domácí inflace. Projevuje se zde také efekt nižší zahraniční poptávky, který vede k oproti základnímu scénáři nižším domácím inflačním tlakům. Odchylky mezi citlivostním a základním scénářem kurzu nejsou vyjádřeny v procentech, ale v CZK/EUR. Maximální odchylka tak nečiní 0,5 %, ale 0,5 CZK/EUR, což znamená odchylku téměř 2 %.

M. Singer: Poznává, že některé pasáže SZ jsou obtížně čitelné a srozumitelné. Například věta v rámci modrého textu na str. 33 „Na to mají vliv zejména nižší pozorovaná data, a to zejména u produktů živočišné výroby“ je příkladem rozbředlého psaní. Podobně se v popisku grafu II.5.16 na str. 53 uvádí, že se „Úroková sazba z úvěrů domácnostem na bydlení a na spotřebu v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí 2015 pozvolna odpoutala od svého dna“, přičemž najít v grafu nějaké odpoutání se ode dna není bez mikroskopu téměř možné. Domnívá se, že by bylo vhodné doprovodit text o meziročním růstu finančních závazků domácností, který zrychlil na „dramatická“ 2,3 % (str. 57), komentářem, o kolik v tu dobu vzrostly příjmy domácností. Jinak text vyznívá tak, že máme téměř ohroženu finanční stabilitu. Je si SM jistá, že je na str. 40 třeba označit mezery výstupu ve 2. čtvrtletí ve výši 0,7 % jako pohybující se „ve znatelně záporných hodnotách“? Domnívá se, že znatelně záporné hodnoty mezery výstupu byly

realizovány v předchozích letech. V SZ se na str. 10 objevuje pro čtenáře dosti komplikovaný text o mezeře marží: „V nejbližších čtvrtletích se mezera marží opět dočasně posune do více záporných hodnot, když růst nákladů plynoucí zejména ze zvyšování mezd při odeznívajícím protiinflačním působení dovozních cen převáží nad růstem tržních cen spotřebitelských statků.“. V této souvislosti se dotazuje, zda má SM nějakou intuici, která by vysvětlila pozorovaný vývoj mezery marží nad rámec toho, že se jedná o součást modelu. Připomíná, že mezera marží byla záporná od poloviny roku 2014, kladná v letech 2012/2013. Dotazuje se, proč ve 3. čtvrtletí 2015 klesal indikátor důvěry. Tento pokles není v souladu s přehřátím ekonomiky, růstem mezd, poklesem nezaměstnanosti či růstem úvěrů. Táže se, jak SM interpretuje zpomalení růstu dovozů ve druhém čtvrtletí 2015, což je opět podivný jev v rostoucí ekonomice. Rád by se zeptal, proč v rámci průmyslových zakázek domácí zakázky již druhý měsíc v řadě meziročně klesají, zatímco zahraniční rostou. Toto opět není v souladu se stavem, ve kterém ekonomika je.

Odpoověď SM: SM děkuje za všechny dotazy, ty které jsou draftovací k textu, si poznamenala a zohlední je ve Zprávě o inflaci, kterou bude BR schvalovat příští čtvrtek. Komplikovaný text věnovaný mezeře marží se pokusí SM zlidštit. SM má poněkud lepší intuici u mezery marží v domácím sektoru, která relativně dobře koreluje s produkční mezerou, ale která není reportována. Najít intuici u mezery marží v celkovém spotřebitelském sektoru je obtížnější, neboť se zde kombinují marže z domácí části ekonomiky s maržemi importérů, které závisejí například na vývoji kurzu. Pokud dojde k jeho oslabení, znamená to pokles marží importérů i v době hospodářského růstu. Podobně neintuitivně na marže působí například ceny ropy. U poklesu indikátoru spotřebitelské důvěry se jedná o mírné zpomalení, které je taženo průmyslem, a které zřejmě reflektuje spíše vnější rizika, jako je například vliv aféry Volkswagen, zpomalení v Číně apod. Vývoj zakázek v průmyslu je ovlivněn jednak srovnávací základnou roku 2014, ve kterém rostly domácí zakázky především investiční povahy, které se letos neopakují. Druhým faktorem je to, že diskutovaná data jsou za srpen, který je vždy ovlivněn dovolenými a je tak výrazně atypický. SM by tak zatím z této nekonzistence nevyvozovala závažné závěry.

M. Singer (v diskuzi o zakázkách v průmyslu): I tak ale údaje ze zakázek v průmyslu nejsou v souladu se zpomalením dovozu v 2. čtvrtletí 2015 o 1,5%. Toto zpomalení přitom neodpovídá ani uvolněné kurzové složce měnových podmínek, ani anekdotické evidenci o nedostatku pracovní síly. Jestli SM přijde na nějaké vysvětlení, ať to pošle emailem.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

M. Singer: Upozorňuje na netradiční nástroj, který nechal vkomponovat do prohlášení pro tiskovou konferenci. Jde o alternativy ohledně posunutí kurzového závazku, s tím že první vychází z doporučení SM, druhá částečně reflektuje doporučení poradce. Obě alternativy mají své pro a proti.

M. Hampl: Jak uvedl již na otevřené části jednání, souhlasí s vyzněním prognózy i s návrhem MPD. Domnívá se, že se měnová politika ocitla v úzkých. Doposud jsme avizovali, že neukončíme používání kurzového závazku dříve, než ve druhém pololetí roku 2016. To znamená, že nás čekají už jen dvě prognózy do okamžiku, kdy bychom se měli začít bavit o jeho opuštění. Se zkracujícím se časem přitom narůstá nekonzistence mezi délkou trvání závazku podle naší prognózy do konce roku 2016 a mezi námi komunikovaným kurzovým závazkem, který je opticky i fakticky vzato o půl roku kratší. Tato nekonzistence samozřejmě existovala i v minulosti. S tím, jak se ale blížíme k horizontu opuštění závazku, relativní váha této diference narůstá. Je pro něj evidentní a domnívá se, že to naznačuje i prognóza, že v horizontu měnové politiky zřejmě nedojde k výrazným proinflačním překvapením. Pokud se budou nějaká inflační rizika realizovat, bude to spíše na druhou stranu. Byť v minulosti vyjadřoval své obavy a argumentoval, proč „dozávazkování“ respektive posunutí závazku nemusí být optimální strategií, tak v tuto chvíli nevidí jinou cestu, než ČNB mírně dozávazkovat. Tato změna by měla být v duchu návrhu SM. Toto považuje za nejzávažnější věc k potenciálnímu rozhodnutí na dnešním zasedání.

L. Lízal: Souhlasí s celkovým vyzněním SZ. Upozorňuje na fakt, který zazněl od SM a který zmiňoval už v minulosti, totiž že náš exit bude do značné míry záviset na budoucí politice ECB. SM dnes na otevřeném jednání uvedla, že by opuštění našeho kurzového závazku před ukončením kvantitativního uvolňování ECB bylo velmi komplikované. Proto ho asi nemůžeme v dohledné době očekávat. Rád by poděkoval za mapování rizik, zejména za alternativní scénář utlumeného cenového vývoje v eurozóně, který považuje za velmi pravděpodobný a dává mu větší váhu ve svém rozhodování. Domnívá se, že dosavadní vývoj, kdy se ukazovala nízká spolehlivost zahraničních cenových výhledů, zůstane zachován. Ostatní diskutovaná rizika jsou podle jeho názoru již mírnější. U domácího vývoje vnímá přetrvávající rozpor mezi velmi dobrými výsledky reálné ekonomiky a mezi umírněným inflačním vývojem, kdy inflační Godot teprve „vystrkuje růžky“ a zatím se neprojevil ve všech oblastech. I když tedy SM vnímá rizika prognózy jako vyrovnaná, on osobně je vidí jako protiinflační vzhledem k vývoji v zahraničí. Tyto úvahy ho vedou k tomu, co již naznačil M. Hampl, tedy k dozávazkování instituce. S ohledem na to, že opuštění kurzového závazku a použití úrokové míry jako dalšího nástroje bude záviset na situaci v době exitu, a s ohledem na pravděpodobný časový odstup opuštění závazku, se domnívá, že by dozávazkování instituce nemělo být provedeno v exaktním módu, který naznačil M. Hampl. Domnívá se, že bychom si naopak měli udržet určitou volnost v tom, že časování exitu poněkud rozmělníme. Tedy že bude řečeno, že se exit posouvá v čase, přičemž ale nebude jasně řečeno o kolik. Tato volnost v čase nám umožní více přemýšlet o postupném fázování jednotlivých kroků, aniž bychom dávali trhu jednoznačné vodítko. Umožní nám to také lépe řešit problematické modelové předpoklady, jako je například výrazný úrokový diferenciál. Domnívá se, že patrně opuštění kurzového závazku budeme muset nějakým způsobem zkombinovat s posunem úrokové míry do záporných hodnot. Domnívá se, že by při tomto postupu mohlo dojít k faktickému opuštění kurzového závazku o něco dříve, ovšem při zachování celkového indexu měnových

podmínek. To jej rovněž utvrzuje v názoru, že by měl být kurzový závazek formulován volněji, právě aby nám dával možnost vhodného časování obou kroků.

J. Rusnok: Bude se možná v něčem opakovat v argumentaci L. Lízala, protože mnohé věci cítí podobně. Je srozuměn s vyzněním SZ a s popisem situace. Zdůrazňuje, že podobně jako L. Lízal vnímá, že se náš exit musí významně ohlížet na to, jak se bude chovat ECB.

Ohledně změn nastavení politiky ECB používáme pouze určité předpoklady, v tuto chvíli neznáme ještě její rozhodnutí o tom, zda bude v kvantitativním uvolňování pokračovat, případně v jakém rozsahu, v jakém horizontu apod. Domnívá se tedy, že v této situaci bychom se neměli příliš vázat nějakým dozávazkovaním a tvrdými prohlášeními. Na to je stále relativně dost času, připomíná, že klíčové zasedání ECB proběhne v prosinci, takže jeho výsledky budeme moci promítnout v naší lednové prognóze. V tuto chvíli se mu dozávazkovaní jeví jako předčasné, nesouhlasí se SM navrhovanou „salámovou metodou“ postupného prodlužování závazku o jedno čtvrtletí. Za vhodnější považuje prodloužit horizont kurzového závazku třeba i mnohem výrazněji, nicméně až poté, co budeme mít větší jistotu ohledně chování ECB. Nemá problém s tím, když bude ve vyznění prohlášení zdůrazněno, že se pravděpodobnost opuštění závazku v doposud deklarovaném horizontu snížila. Naopak nevidí žádnou přidanou hodnotu pro vyznění našeho rozhodnutí v tom zavázat se dnes k prodloužení kurzového závazku o jedno čtvrtletí. Má pověření od P. Řežábka konstatovat za něj totéž.

K. Janáček: Souhlasí s J. Rusnokem v jeho argumentaci ohledně prodlužování závazku a nebude ji tedy opakovat. Krom toho uvádí, že pro něj nová prognóza ze 7. SZ celkově nepřináší dramatickou změnu, neboť již byla avizována minulou situační zprávou. Zrychlující se dynamika domácí ekonomické aktivity spolu s pozitivním vývojem na pracovním trhu a s pokračujícím růstem mezd generuje proinflační tlaky, zahraničí působí nadále v opačném směru. Trajektorie dalšího vývoje bude reflektovat konfrontaci těchto dvou protichůdných vlivů a změny v jejich intenzitě a relativní váze. Znamená to jak výrazně a v jakém časovém horizontu budou odeznívat dezinflační tlaky z propadu cen ropy a dalších komodit, resp. cen zahraničních výrobců. Na druhé straně bude záležet na změnách v dynamice domácí ekonomiky a v charakteristikách pracovního trhu, čili do jaké míry se nastartované růstové tendence projeví jako udržitelné. Trajektorie inflace v nové prognóze je oproti 5. SZ korigována tak, že se očekává citelně nižší hladina celkové i měnověpolitické inflace až do poloviny roku 2016. Zmíněné hladiny jsou pro rok 2017 naopak mírně vyšší. Posun očekávané inflace na nižší hladiny v nadcházejících 3-4 čtvrtletích evidentně reaguje zejména na dva související faktory. Působí zde jednak oproti predikci nižší pozorovaná čistá inflace a zadruhé významně snížený výhled zahraničních cen výrobců, který se projevuje v cenách domácích výrobců a zprostředkovaně i v domácích regulovaných cenách. Zároveň je zřejmé, že podle prognózy bude inflace v eurozóně okolo nuly, nebo se bude plížit jen velice mírně nad nulou. V roce 2016 pak bude činit 1 % jako důsledek nízkých cen komodit i doposud nedostatečné účinnosti kvantitativního uvolňování ECB. To znamená, že si musíme zvyknout na to, že nízkou inflaci budeme dovážet z eurozóny i po celý rok 2016.

V. Tomšík: Zdůrazňuje, že se aktuální úroveň jak celkové, tak měnověpolitické inflace pohybuje výrazně pod tolerančním pásmem inflačního cíle. Prognóza na celém svém horizontu míří zespodu směrem k cíli, který protne až v polovině transmise. Přestože dlouhodobě podstřelujeme toleranční pásmo, je zajímavé, že jsou inflační očekávání dobře ukotvena jak na krátkodobém, tak dlouhodobém horizontu. Klade si otázku, jak je to možné. Odpověď vidí v tom, že ČNB v minulosti vždy konala a agenti věří, že bude konat i nadále. Ukotvení inflačních očekávání tak

není samo o sobě, ale je podmíněno aktivní politikou ČNB. Nová prognóza přitom nepočítá s tím, že by se inflační tlaky mohly začít generovat již v roce 2016, uvažuje o tom až v roce 2017. To znamená uvolnění kurzového závazku až v roce 2017. Jak již naznačil M. Hampl, doposud komunikovaný horizont kurzového závazku na polovinu příštího roku se tak vůbec neshoduje s horizontem předpokládaným v prognóze, jde spíše o krátkodobou prognózu na následující dvě čtvrtletí. Otázkou je, co bychom měli udělat, abychom přes podstřelování inflačního cíle inflační očekávání ukotvili. Domnívá se, že úloha měnové politiky spočívá v tom, že by měla vysílat správné signály. Pokud dnes zveřejníme novou prognózu, kde se dále rozvětví její předpoklad ohledně exitu s oficiálním závazkem ČNB, pak se tento problém pouze oddálí. Je tedy na místě se bavit o tom, zda nevyslat signál ohledně nárůstu pravděpodobnosti posunu závazku. Obě navrhované alternativy uvedené v měnověpolitickém prohlášení vnímá jako možné. Líbila se mu argumentace SM na veřejném projednávání, že si budeme muset „odžít“ období nízkých sazeb ECB. To vnímá tak, že s tím, jak se bude blížit rok 2017 a s tím, jak bude jasnější výhled EURIBORu, budeme vůči trhu komunikovat nižší a vyhlazenější trajektorii sazeb PRIBOR. To je v souladu i s tím, že jsme v minulosti trh nikdy nepřekvapili takto rychlými změnami našich sazeb. Domnívá se, že je relevantní vysílat signály ohledně možného posunu termínu exitu i o našich očekáváních ohledně vývoje v eurozóně. Podobně jako L. Lízal se také domnívá, že roste pravděpodobnost realizace citlivostního scénáře. Signály ze zahraničí ukazují, že se inflace nedostavuje, oživení je do této chvíle nadále nízkoinflační, a vyšší inflační tlaky existují pouze ve formě předpokladů. Chápe názor některých členů bankovní rady vyčkat na rozhodnutí ECB v prosinci, na druhou stranu se ale domnívá, že pokud ECB provede ještě významnější krok ve směru negativních úrokových sazeb, pak nám oddálení ukončení kurzového závazku nebude stačit a budeme muset reagovat i dalšími kroky. Pokud vnímáme nejistotu ohledně naplnění základního scénáře, pak bychom měli konat již dnes. Samozřejmě je otázka pojetí konkrétních formulací posunutí závazku, o kterém je připraven diskutovat, domnívá se ale, že bychom nějaký signál měli vyslat.

M. Singer: Domnívá se, že se měnověpolitická debata posouvá oproti minulosti v závažné dimenzi, kdy v ní poprvé začínáme zohledňovat možné vystoupení z kurzového závazku. Předložená SZ je první, u které je možné si tento exit představit, přitom doposud bylo jasné, že se bavíme o Godotovi, který ještě dlouho nepřijde. Nyní již tušíme, že nepřijde dříve než na konci příštího roku nebo až v přespříštím roce. Pokud bychom přece jenom chtěli tyto inflační tlaky cítit, pak bychom museli začít spekulovat ve smyslu článku z Jackson Hall ohledně postupného působení na HDP a následných inflačních tlaků z vnitřní ekonomiky. Z vnější ekonomiky prakticky nevidí žádnou realistickou ekonomickou historku, která by v období evidentního čínského ochlazení a propadu cen surovin vedla k inflačním tlakům. Jedinou výjimkou by mohla být nějaká skutečně mohutná akce ECB, která by vedla k výraznému oslabení kurzu eura, a která by znamenala i oslabení české koruny vůči zbytku světové ekonomiky. Spekulovat o takovéto akci ECB se mu ale nezdá jako přínosné. V současné situaci si tak nedokáže představit, že bychom v případě prodloužení závazku do konce příštího roku měli nějak výrazně přestřelit inflační cíl. Pokud bychom chtěli z pohledu na zarputile rostoucí Beveridgeovu křivku usuzovat na možnost eskalace signifikantnějších inflačních tlaků v naší ekonomice, je vhodné toto doplnit obrázkem bariér v průmyslu. Srovnání bariér v průmyslu vyznívá zajímavě, pokud porovnáme jejich současnou strukturu s bariérami v průmyslu z let 2007/2008, tedy v době kdy ekonomika rostla nadprůměrným tempem a s velmi prudce rostoucími mzdami, aniž by přitom generovala nějaké výraznější inflační tlaky. Je zřejmé, že současná situace ekonomiky, kterou označujeme

jako robustně rostoucí, či pro kterou uvažujeme uzavřenou mezeru výstupu, je oproti situaci z let 2007-2008 výrazně odlišná. Ohledně dnešního rozhodnutí vnímá dvě zásadní otázky. První je, zda se vymežit vůči prognóze a komunikovat, že vidíme její rizika jako protiinflační. Osobně v tuto chvíli nepovažuje tato rizika za dramatická, zdá se mu ale, že někteří členové bankovní rady ano. Druhou otázkou je zda a jak komunikovat posunutí kurzového závazku. Přiznává, že mu příliš neimponuje posun závazku pouze o jedno čtvrtletí, který neodpovídá jeho vnímání ekonomické reality. Posun závazku až do konce roku se mu tak líbí trochu více a proto nechal zformulovat druhou alternativu. Domnívá se, že je vhodné začít se vymezovat pravděpodobností posunu závazku, neboť při přiblížení exitu bychom již neměli dále komunikačně pracovat s formulací „nejméně do“. Domnívá se, že bychom měli začít komunikovat, kdy podle nás k exitu dojde. Na příští měnověpolitické jednání by pak bylo vhodné přidat větu, která by definovala podmínky opuštění kurzového závazku. Komunikaci by bylo vhodné začít strukturovat směrem k pravděpodobnému intervalu, ve kterém může k opuštění závazku dojít.

M. Hampl: K diskusi ohledně ECB uvádí, že je pro nás samozřejmě eurozóna klíčovou měnovou zónou a ECB klíčovou centrální bankou. Domnívá se ale, že dobrou vlastností ČNB v jejich lepších okamžicích byla její vpředhledičnost, kdy jsme jenom pasivně nečekali na to, co udělají ostatní včetně ECB. Proto jsme také v minulosti uvolňovali měnovou politiku, i když jí ECB neuvolňovala nebo dokonce utahovala. To byl také jeden z důvodů, proč jsme potom dostali různá ocenění. Čekat na možné akce ECB je podle jeho názoru příliš pasivní přístup. Pokud nyní cítíme nutnost měnověpolitické akce, konejme již dnes. Obává se, že pokud bychom dnes nezměnili nastavení kurzového závazku, pak při příští prognóze budeme v úplně stejné situaci, jenom to bude vypadat, že ex post reagujeme na ECB. To mu připadne jako věcně i komunikačně suboptimální. Při té příležitosti uvádí, že při druhém výročí kurzového závazku na něj situace působí tak, že se kurzový závazek dožije i třetího výročí. Nemá tedy problém vyslat silnější signál a posunout trvání závazku nikoli pouze o jedno čtvrtletí, ale rovnou o dvě. Nicméně rozumí tomu, že jistá míra konstruktivní neurčitosti, tak jak ji formuloval L. Lízal, může mít určitou přidanou hodnotu. Není si ale zcela jistý, jestli bude mít přidanou hodnotu pro ty agenty v reálné ekonomice, kteří naopak takovouto konstruktivní neurčitost považují za nekonstruktivní.

L. Lízal: Navazuje na M. Hampla. Za sebe vnímá rolování kurzového závazku o jedno čtvrtletí jako alibismus. Tento alibismus spočívá v tom, že pouze odsouváme to, co stejně nakonec někdy budeme muset udělat, totiž vnést do komunikace exitu určitou míru ať už konstruktivní nebo destruktivní neurčitosti.

Za sebe považuje současnou situaci tak, že se pohybujeme v určitém mixu politik. V okamžiku, kdy určujeme naši měnovou politiku kurzovým závazkem, má uvolnění měnové politiky ECB přímý dopad i na nás. Pohybujeme se tak v poněkud jiném režimu měnové politiky než v minulosti. Nevnímá to tedy tak, že čekáme na akci ECB, ale tak že naopak trhům explicitně přiznáme, že je nyní režim měnové politiky v určitém smyslu jiný. Pokud máme dolní hranici kurzu odvozenou od eura, pak se i naše opatření musí odvozovat od vývoje eura vůči světu. Jako konstruktivní tak považuje připomenutí, že kurzový závazek není fixním bodem.

K. Janáček: Zdůrazňuje dvě rizika, na která by autoři SZ měli reagovat. První se týká peněžního vývoje a dynamiky úvěrů. S výrazným hospodářským růstem koresponduje zrychlení dynamiky peněžních agregátů. Roční míra růstu M2 činila v srpnu 6,9%, M3 pak 7,8%. Je to více než o tři procentní body výše, než je růst obdobných agregátů v eurozóně. Odráží se zde akcelerace dynamiky úvěrů, zejména podnikových úvěrů s delší splatností, když meziroční růst úvěrů

nefinančním podnikům dosáhl v srpnu 12 %, investiční úvěry z toho vykazují růst o 14 %. Jakkoliv obecně platí, že zrychlení dynamiky úvěrů nefinančním podnikům by mělo znamenat přínos pro udržitelnost dynamiky hospodářského růstu, skutečnost, že k tomu dochází v prostředí citelného uvolňování úvěrových standardů a obecně uvolněných měnových podmínek při plošném poklesu průměrných úrokových marží i u rizikovějších úvěrů a při klientských úrokových sazbách poblíž rekordně nízkých hodnot, vzniká otázka možných rizik pokračování nebo dokonce akcelerace těchto tendencí. Druhý bod se týká prognózy kurzu. Situační zprávou očekávaná průměrná výše kurzu v roce 2017, tedy po exitu z intervencí, podceňuje apreciační tendence a tlaky. Je pravda, že 7. SZ přehodnocuje oproti minulé prognóze výhled kurzu pro rok 2017 k silnějším hodnotám, nicméně tento posun je pouze marginální z 26,4 na 26 CZK/EUR. Existují přitom argumenty pro výraznější apreciaci kurzu. Jedním z nich je i obnovení procesu reálné konvergence, byť pomalejší, než před finanční krizí. V důsledku nahromadění jejích efektů do roku 2017 vzniká nebezpečí silnější apreciacie kurzu po exitu oproti prognóze.

J. Rusnok: Byť je obrázek bariér v průmyslu výmluvný, souhlasí s argumentací K. Janáčka, že je kvalitativní situace ekonomiky podstatně jiná, než tomu bylo před rokem. Je zřejmé, že jsou nastartovány procesy, které již nepřipomínají stagnačně deflační ekonomiku. Domnívá se, že to musíme brát do úvahy i v uvažování o tom, kterými nástroji a jak zacházet v oblasti měnové politiky. Nemá problém s prodlužováním závazku, přihlašuje se ale k tomu, že prodloužení závazku o jedno čtvrtletí je skutečně alibistické a vůbec nic neřeší. Toto prodloužení trh už dávno akomodoval a jeho komunikaci považuje za neadekvátní. Jestli se bankovní rada dohodne, že je připravena prodloužit závazek a zavést záporné sazby, nemá s tím nejmenší problém a bude pro to hlasovat. Je připraven se bavit o těch formulacích v rámci alternativy 2, které mu dávají smysl a které jsou konzistentní s naší dosavadní komunikací.

V. Tomšík: Zaznělo zde, že pokud nepřijmeme prognózu, pak musíme říci proč a musíme říci i jaký krok v měnové politice uděláme dále. Domnívá se, že není nutné odmítnout prognózu ani vyrovnanost jejích rizik. Připomíná, že prognóza počítá s exitem pro první čtvrtletí roku 2017. I kdybychom komunikovali prodloužení kurzového závazku, nadále to bude s prognózou konzistentní. I když vnímá protiinflační rizika z citlivostního scénáře, dovede si představit, že základní scénář v této chvíli přijímá. Právě bychom měli najít skutečně razantní vpředhledící reakci naší měnové politiky, abychom udrželi inflační očekávání. Domnívá se tedy, že by se bankovní rada mohla bavit více o variantě 2. V rámci této varianty by bankovní rada měla dát signál, že existuje dostatečná nejistota, že se opuštění závazku může posunout až do roku 2017, kdy bude dostupná i nová prognóza. S ohledem na horizont měnové politiky v délce 4-6 čtvrtletí bychom v případě dnešního neposunutí závazku mohli být obviněni z nekonzistence, když vytvoříme prognózu pro první kvartál roku 2018, ale budeme držet závazek do poloviny roku 2016. Pojdme se tedy bavit o alternativě 2, která dává jasný signál pro trh.

M. Singer: Souhlasí s tím, že kvalitativně je ekonomika jiná, než v roce 2013. Argumenty K. Janáčka ohledně růstu úvěrů je možné interpretovat také tak, že k tomuto růstu úvěrů dochází poté co podniky 4-5 let spořily a akumulovaly hotovost. Prozatím mu tak tento růst úvěrů nevadí. Domnívá se, že i zlxnění úvěrových standardů odpovídá postupnému ožívování ekonomiky, dobré likviditní situaci podniků, takže pokud by k němu nedocházelo, nedávalo by mu to ani smysl. V tuto chvíli tedy tyto jevy na rozdíl od K. Janáčka nevnímá jako nebezpečné. Umí si ale představit, že by pokračování podobného vývoje i v roce 2017 bankovní rada vnímala jako nebezpečný a hodný reakce. Případně mu ale, že „slon v místnosti“ je až v roce 2017. Byť se

bankovní rada v debatě v zásadě shoduje v tom, že zažijeme i třetí výročí kurzového závazku, není si jistý, jestli zažijeme i výročí čtvrté. Jinými slovy se současně vážně bavíme o exitu, neřící o něm nic je podle jeho názoru neadekvátní. Je variantou komunikovat, že se bankovní rada domnívá, že exit proběhne pravděpodobně až v roce 2017, a začít říkat, kdy si myslíme, že ten exit může skutečně přijít. Případně je možné reflektovat připomínky J. Rusnoka a komunikovat, že se bankovní rada domnívá, že je exit v roce 2017 reálný a že je v případě změny potřeb připravena debatovat další nástroje. Na druhou stranu uvádí, že podle jeho názoru není potřeba nastavovat úrokové sazby ČNB na záporné hodnoty, protože sledujeme záporné výnosy vládních dluhopisů. To považuje za jednu z významných změn v ekonomice. Záporné úrokové sazby máme díky kurzovému závazku, což snižuje potřebu komunikovat nutnost jejich poklesu pod nulu. V rámci své komunikace by se bankovní rada měla bavit o tom, co se jí zdá jako jasné. Jestli se nám zdá jako jasné, že můžeme mluvit o opuštění závazku až na konci roku 2016, případně až v roce 2017, pak to komunikujme navenek. Dokáže si představit, že by debata při projednávání dalších SZ mohla být o tom, zda je bankovní rada připravena použít i další nástroje, aby bylo opuštění závazku v roce 2017 možné. V tuto chvíli mu ale velká debata na toto téma připadne jako předčasná.

M. Hampl: Domnívá se, že řešením je nějaká verze alternativy 2, která se mu také líbí, protože hovoří nikoli o jednom kvartálu, ale o celém roce 2016, případně implicitně i o roku 2017. Tím řeší jeho mentální problém nesouladu prognózy a našeho závazku, který je nyní už natolik zjevný, že je neudržitelné ho neřešit. K možnému čtvrtému výročí kurzového závazku, které nadhodil M. Singer, uvádí, že tak daleko nevidí. Apreciační logika vyplývající z titulu reálné konvergence tam existuje, na druhou stranu proti ní působí logika toho, že nemáme relativně vůči eurozóně nainflováno dostatečně, aby opuštění toho závazku nemělo nežádoucí vliv na ten kurz. Přestřelení inflačního cíle, které jsme předpokládali při zavádění kurzového závazku, jsme nedosáhli, což je faktor, který působí na opačnou stranu a zvýrazňuje rizika předčasného exitu.

L. Lízal: Diskuze o „natlakování inflačního hrnce“ je jedním z důvodů, proč by mělo být opuštění kurzového závazku komunikováno jinak než v minulosti. Z toho důvodu se přiklání k určité reformulaci alternativy 2. V budoucnu se může ukázat, že budeme nuceni před exitem hrnce „přifouknout“, přičemž v okamžiku, kdy toto budeme dělat, je lepší komunikovat určitou nejistotu ohledně tohoto nafukování. Už nyní ale víme, že nám může hrozit to, že buďto exit nebude vůbec a budeme čekat na „Godota“ z ECB, až se úrokový diferenciál dostane na přijatelnou úroveň, nebo budeme muset doručit dodatečné inflační tlaky sami, protože nás k tomu donutí česká ekonomika. V každém případě dává přednost tomu mít v tomto ohledu volnost.

M. Singer: Kdyby chtěl hledat naději pro vyšší inflaci v budoucnu, tak by ji mohl nalézt v totálním přesvědčení všech, že k ní nedojde. Jako kdyby se v domácí ekonomice nikdy neobjevila úzká místa, která se přitom již začínají rýsovat, jako kdyby ECB neprováděla žádnou uvolněnou měnovou politiku, jako kdyby se ropný kartel, který je pro své účastníky výhodný, nemohl zase obnovit, či jako kdyby Čína měla skončit v záři ohnivých jisker. Situaci nevnímá tak beznadějně a nedomnívá se, že by nutně muselo přijít další dramatické uvolňování měnové politiky.

Důvod je také v tom, že pokud by měl svět další rok a půl zažívat dramaticky nedostatečnou poptávku ve svých vyspělých ekonomikách, pak bude demokracie i nedemokracie konat. V tom okamžiku se začnou naplňovat Corbyho sny o financování státního dluhu centrálními bankami, přičemž na konci tohoto procesu zažijeme tak vysokou inflaci, kterou si v současnosti nejsme

schopni představit. K řešení nedostatečné poptávky tak dojde na úkor nezávislosti centrálních bank, k čemuž došlo již v 30. letech.

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 a Jiří Rusnok. 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.

Zapsal: Michal Hlaváček, poradce bankovní rady