

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 4. února 2016

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 1. situační zprávy

V. Tomšík: Oceňuje, že situační zpráva (dále jen SZ) popisuje vývoj ekonomiky na celé dva roky dopředu, a vyjadřuje s celkovým vyzněním SZ souhlas. Děkuje za zpracování citlivostního scénáře cen ropy. Je zajímavé, že při předpokladu symetrického poklesu resp. růstu cen ropy není výsledný dopad do ekonomiky symetrický. Při případném překvapení u cen ropy směrem k vyšším cenám se nemusíme obávat překvapení u inflace ve stejném směru.

V. Tomšík: Domnívá se, že česká ekonomika je již na trajektorii udržitelného růstu. Nelze však očekávat růst na úrovni 4,5 % nebo 5 %. Sama sekce měnová (dále jen SM) odhaduje růst pro rok 2016 na hladině 2,7 % a v roce 2017 dokonce 3 %. Jak bylo i při prezentaci řečeno, cena kapitálu je silně korelovaná s ekonomickým cyklem. V tomto ohledu se k výhledu nominálních mezních nákladů mezispotřebních statků (snímek 13) dotazuje, proč se příspěvek ceny kapitálu v roce 2017 snižuje. SZ tento pokles dává do vztahu s posílením kurzu koruny. Uvědomuje si vztah kurzu a ceny kapitálu daný dovozní náročností kapitálu. Přesto upozorňuje, že na historii takový dopad změn kurzu na cenu kapitálu pozorovat nelze. Například při vstupu do režimu kurzového závazku v roce 2013 nedošlo k analogickému nárůstu ceny kapitálu. Vyjadřuje jisté pochybnosti nad historkou, že by inflace na výhledu setrvala persistentně na dvou procentech. Nákladové tlaky v modelu to nenaznačují.

Odpoověď SM: Cena kapitálu je ovlivněna poptávkou po výrobních faktorech, což na výhledu znamená tlak na růst ceny kapitálu. Naopak posílení kurzu působí přes nižší ceny investic ve směru nižší ceny kapitálu. V roce 2013 byly pozorovány negativní příspěvky ceny kapitálu v nominálních mezních nákladech mezispotřebních statků a bez oslabení kurzu by se tyto záporné příspěvky pravděpodobně dále zvýraznily. V první fázi po oslabení kurzu tak šlo spíše o přetlačení špatného využívání kapitálu během recese. Až s nějakým zpožděním v situaci již zakořeněného oživení se začaly objevovat pozitivní cyklické příspěvky. Dominantním faktorem ve výhledu pro rok 2017 je ovšem posílení kurzu a předpoklad silné dovozní náročnosti kapitálu. Snižování příspěvku kapitálu nelze interpretovat jako nedostatečně robustní inflační tlak z domácí ekonomiky. Při odložení exitu by cena kapitálu k mezním nákladům přispívala déle a tlaky z domácí ekonomiky by byly ve výhledu větší. Vnímání nákladů v sektoru mezispotřebních statků jako inflačních tlaků z domácí ekonomiky představuje do určité míry zkratku, protože svou roli hraje i kurz.

V. Tomšík (v diskuzi o scénáři s volnými sazbami): Žádá o názor SM na to, že scénář s volnými sazbami ukazuje ještě výraznější měnověpolitické uvolnění, které má nyní velikost šesti snížení základní sazby o 0,25 procentního bodu. Situace je nyní taková, že jádrová inflace ožívuje. Domácí poptávka generuje inflační tlaky, i když možná nejsou persistentní. Nicméně doporučení

SM je odložit termín exitu. Táže se, nakolik toto doporučení již bere v úvahu dlouhodobou komunikaci směrem k veřejnosti a nakolik přímo odráží výsledky scénáře s volnými sazbami.

L. Lízal (v diskuzi o scénáři s volnými sazbami): K prezentovanému scénáři s volnými sazbami (snímek 47) se táže, zda šest snížení základní sazby o 0,25 procentního bodu a mírně silnější kurz koruny v porovnání s minulou prognózou znamenají potřebu změkčení měnových podmínek.

Odpoověď SM: Všechny simulace zpracované v rámci nynější prognózy jsou výrazně ovlivněny prodloužením kvantitativního uvolňování ECB a dalším snížením její depozitní sazby, které se do modelu dostávají prostřednictvím výrazně záporné stínové sazby 3M Euribor. Nejvíce je tento efekt vidět v simulaci s volnými sazbami, ve které nejsou fixovány ani domácí sazby, ani kurz. Více uvolněná měnová politika ECB vyvolává potřebu výrazněji záporných domácích sazeb tak, aby kurz dramaticky neposílil. V praxi bude ovšem tento apreciační tlak ještě rok uřezáván intervencemi, a nikoliv nižšími sazbami. V situaci okamžitého opuštění kurzového závazku by ale apreciační tlak byl velice silný. Implikace je taková, že je nutné komunikovat, že k opuštění závazku v letošním roce nedojde a že exit bude nejdříve na začátku roku 2017 a možná spíše ještě později. Simulace naznačují, že začátek roku 2017 je nejbližší možný termín. Nejedná se o střední odhad termínu exitu. Pravděpodobnostní komunikace by se měla vztahovat k prvnímu pololetí, což je v průměru dál než počátek roku 2017. Zároveň ale scénář s endogenním kurzem ukazuje, že není třeba zvedat hladinu závazku na slabší hodnoty. Scénáře spíše ukazují přeskládávání z hlediska skladby měnových podmínek, než že by naznačovaly potřebu jejich většího uvolnění. V kombinaci je ve všech scénářích silnější kurz a nižší domácí sazby. To znamená méně uvolněné kurzové podmínky a více uvolněné úrokové podmínky. Jedná se o reakci na apreciační tlaky, které latentně vyvolává ECB prodloužením své uvolněné měnové politiky.

Politika ECB se samozřejmě projevuje i v základním scénáři, ve kterém je exit ponechán v prvním čtvrtletí 2017. Prognózované posílení kurzu po exitu je již poměrně výrazné. Jedná se o posílení na 26,10 CZK/EUR hned v prvním čtvrtletí roku 2017, což znamená necelá 4 %. Sazby se zvyšují pouze o 50 bazických bodů, což představuje minimum, které je uvažováno jako podmínka vystoupení z kurzového závazku. Vliv uvolněné měnové politiky ECB je opravdu výrazný.

V. Tomšík (v diskuzi o sazbách a kurzu): Táže se na názor SM na poradcovo doporučení zvážit ukončení publikování výhledu sazeb z důvodu možného matení veřejnosti aktuálně prezentovanými výhledy. Domnívá se, že uvažovat by se mělo přesně naopak, což znamená upravovat očekávání veřejnosti o sazbách právě publikováním výhledu sazeb. Transparenci je naopak vhodné ještě posílit. Dodává, že před nedávnem zazněl návrh na opětovné publikování výhledu trajektorie kurzu po exitu z kurzového závazku. V této souvislosti poznamenává, že v SZ je věta určená ke zveřejnění o tom, že kurz koruny po exitu posílí. Taková formulace vyvolává otázky, o kolik kurz posílí. Kdyby bylo v textu napsáno, že dojde k posílení v souladu s nekrytou úrokovou paritou, což je konzistentní s modelem, tak to veřejnost pochopí. Minimálně je možné komunikovat, že například posílení kurzu okolo 5 % během osmi čtvrtletí je konzistentní s ekonomikou. Je možné v SZ zmínit, že dojde k reálnému posílení přes inflační diferenciál. Také by rád slyšel názor na to, kdy naopak dojde k opětovnému publikování výhledu kurzu i za obdobím kurzového závazku, což je věc, která pomůže. Poslední půlrok je ČNB na trhu aktivní, takže je přirozené diskutovat cesty, jak nutnost aktivity zmírnit.

P. Řežábek (v diskuzi o sazbách a kurzu): Připojuje se k úvahám ze stanoviska poradce o výhledu rychlosti normalizace sazeb po vystoupení z kurzového závazku. Při prezentaci byl výhledu sazeb věnován velice krátký čas. U kurzu bylo pouze okrajově zmíněno, že jeho posilování po exitu bude mírněno zajišťováním exportérů a uzavíráním spekulativních pozic. Poznává, že při vstupu do kurzového režimu bylo v diskuzích od SM poukazováno na nutnost přestřelení inflačního cíle, aby se při poklesu inflace vlivem posílení kurzu po výstupu ze závazku došlo k cíli. Nyní prezentované odhady míry inflace jsou pro čtvrté čtvrtletí 2016 1,6 % a pak dále po čtvrtletích 2 %, 2,1 %, 2,2 %, 2,1 %. Příslušné výhledy kurzu jsou 27 Kč/EUR, 26,1 Kč/EUR, 25,9 Kč/EUR, 25,9 Kč/EUR, 25,8 Kč/EUR a 25,7 Kč/EUR, což představuje poměrně drobné zakolísání. Posun v sazbách na výhledu po opuštění závazku je ovšem dramatický. Jestliže sazby v eurozóně zůstanou na stávajících hodnotách a Fed sazby zvýší pouze mírně, pak by dopady prezentovaného růstu sazeb do kurzu byly výraznější. Růst sazeb na přelomu let 2016 a 2017 je prognózován z 0,05 % na 0,55 %. Táže se, zda došlo ke změně názoru na nezvedání sazeb před opuštěním kurzového závazku. Nyní by to bylo tak, že v prvním čtvrtletí 2017 by při první situační zprávě došlo k opuštění závazku a při druhé situační zprávě by došlo k růstu sazeb o 0,5 procentního bodu. Dodává, že takový příběh ale není odražen ve výhledu kurzu.

K. Janáček (v diskuzi o sazbách a kurzu): Připojuje se k žádosti o stanovisko k názoru poradce na ukončení publikování výhledu sazeb.

L. Lízal (v diskuzi o sazbách a kurzu): V roce 2017 předpokládá prognóza pokles dynamiky růstu HDP. Na druhou stranu dojde k zpříšňování měnových podmínek a k nárůstu sazeb. Pokud by to byl důsledek nárůstu inflace, bylo by to v pořádku. Jenže v prognóze lze ve čtvrtém čtvrtletí 2017 pozorovat pokles sazeb. To ho vede k otázce, jak moc lze důvěřovat prognóze sazeb. Pokud výhledu sazeb nevěříme, pak nemá smysl výhled publikovat. Trh by takovými výhledy mohl být spíše maten. Jestliže výhled sazeb implikuje nárůst diferenciálu, který vede ke skokovému posílení kurzu koruny, tak pouze podporujeme očekávání na posílení kurzu koruny. Prognóza kurzu na druhé čtvrtletí roku 2017 je již na úrovni před vstupem do režimu kurzového závazku. Jestli kurz posílí na tyto hodnoty během jednoho dne nebo jednoho čtvrtletí, již nepředstavuje reputační rozdíl. Otázka tedy je, zda takovým výhledům věříme a zda je chceme takto komunikovat veřejnosti. Považuje to spíše za přílišnou zahleděnost do modelu. Realita se pravděpodobně bude lišit.

M. Hampl (v diskuzi o sazbách a kurzu): Připojuje se k žádosti o reakci na myšlenku nezveřejňovat výhled sazeb.

M. Singer (v diskuzi o sazbách a kurzu): Domnívá se, že pokud by se ČNB chtěla vydat cestou zvětšení množství publikovaných výhledů a zintenzivnění vedení očekávání ekonomických agentů v období kolem vystoupení z kurzového závazku, tak by měla jistota ohledně publikovaných výhledů být poměrně velká. Za hrubou chybu by považoval přidat k publikování výhledu sazeb, u kterého panuje velká nejistota, navíc i publikování výhledu kurzu. Pak by bylo nutné vysvětlit, proč kurz při publikování výhledu několika zvýšení sazeb neposiluje.

Odpoověď SM: S návrhem přestat publikovat výhled sazeb se určitě neztotožňujeme, podobně jako sekce nesouhlasila s předchozím návrhem začít publikovat trajektorii kurzu. Nyní je vidět, že publikování kurzové trajektorie by vedlo k novinovým titulům říkajícím, že sama ČNB

předpokládá skokové posílení kurzu po exitu na 26 CZK/EUR. Aktuální výhled kurzu takové posílení předpokládá. Aby nedošlo k úplnému opuštění dosavadního komunikování o tom, že kurz neposílí na předintervenční úroveň, tak sekce příslušnou formulaci upravila ve smyslu, že kurz skokově neposílí. Sekce také nově navrhuje v komunikaci více zdůraznit ostatní faktory, které v prognóze explicitně nejsou obsaženy: možnost intervenování na vyhlazování výkyvů kurzu po exitu a neexistence protistrany na trhu po exitu. Na druhou stranu by ukončení publikování sazeb znamenalo vyslání jakéhosi podivného signálu, protože by ve dvou třetinách existence režimu došlo ke změně komunikačních praktik. Vyvolalo by to otázky po příčinách takového kroku. Trh výhled sazeb nijak výrazně na scestí nesvádí. Opakovaně bylo komunikováno, že vějířový graf spíše ukazuje, kdy bude umístěn exit. Tento graf nepředstavuje strategické úvahy typu, že nejprve bude opuštěn závazek a poté se velmi obezřetně začnou zvyšovat sazby v případě, že nedojde k výrazným překvapením na straně kurzu. Pokud by platila hypotéza chybějící protistrany, která je ve stanovisku poradce akcentovaná, a kurz by oslabil, pak by situace nutnosti zpřísnění o 50 bazických bodů mohla nastat (za předpokladu, že by ČNB nepreferovala umenšení bilance). Podíváme-li se na výnosové tržní křivky, tak nepozorujeme očekávání ve směru skokového nárůstu sazeb o 50 a více bazických bodů po exitu. Dosavadní komunikace byla pochopena relativně dobře. Dominantní faktor za očekáváním skokového posílení kurzu nevychází z očekávání výrazného zvýšení sazeb. Tento faktor spíše vychází z psychologických efektů typu úvah o rovnovážném kurzu na úrovni 25 CZK/EUR a robustním růstu ekonomiky. Zastavení publikování sazeb by pouze vyvolalo otázky nad účelem tohoto kroku. Objevily by se otázky, zda nedošlo k nějakému radikálnímu obratu v uvažování, který se ovšem neděje.

Výraznější nárůst úrokových sazeb je definicí exitu. To znamená, že ať bude exit kdykoliv, tak vždy bude signalizován výraznější nárůst sazeb, protože exit se bude dít v době, kdy bude vývoj ekonomiky a inflace konzistentní se zpřísněním měnových podmínek, aby byla inflace udržena na cíli. Kdyby došlo k odkladu exitu o dvě nebo tři čtvrtletí, jak bylo ukázáno na scénářích s variantním exitem, tak bude nárůst sazeb strmější. Stávající nárůst považujeme za ještě dostatečně strmý na to, aby bylo možné ze závazku v prvním čtvrtletí 2017 vystoupit. Pravdou ale je, že protiinflační působení ze zahraničí je výrazné a odklad exitu by vedl k výraznějšímu přestřelení inflačního cíle.

Sazby navíc reagují na budoucí inflaci, takže v době exitu je na výhledu již prognózován robustní růst ekonomiky a poměrně vysoká inflace. Nárůst nominálních sazeb v prognózovaném rozsahu při inflaci na cíli je konzistentní s nadále negativními reálnými sazbami. Prognózovaný nárůst sazeb po exitu proto nepovažujeme za vysoký.

P. Řežábek (v diskuzi o sazbách a kurzu): Zdůrazňuje, že si těžko představuje situaci, kdy na jednom měnověpolitickém zasedání bude ukončen závazek a na dalším budou sazby zvýšeny zhruba o 50 bazických bodů.

Odpoověď SM: Prognóza nyní neobsahuje žádné úvahy o chybějící protistraně nebo o tom, jak velké budou intervence po exitu.

M. Singer (v diskuzi o sazbách a kurzu): Shrnutí diskuze je, že SM uvažuje exit v nějakém bodě přetlakování, ve kterém, půjde-li vše dle předpokladů a kurz se bude chovat „civilizovaně“, resp. bude „zcivilizován“ dalšími intervencemi, bude nutné zpřísnění měnových podmínek zvýšením sazeb o velikosti zhruba 50 bazických bodů.

M. Hampl (v diskuzi o sazbách a kurzu): Poznává, že stále může nastat situace, kdy bude zpřísnění doručeno přes posílení kurzu a ke zvýšení sazeb nedojde.

V. Tomšík (v diskuzi o sazbách a kurzu): Táže se, zda SM změnila pravidlo vyhlazování.

Odpověď SM: Předpoklad míry vyhlazování sazeb se nezměnil. Nezměnilo se ani prognózou předpokládané časování, kdy se exit i zvýšení sazeb odehrává v jednom čtvrtletí. V praxi je možné, že dojde k rozfázování. Nicméně s těmito jemnými úvahami SM nepracovala. Odklad zvýšení sazeb o jedno čtvrtletí po exitu nemá v prognóze dramatické dopady. Opět by nebylo příliš vhodné nyní po dvou letech vysvětlování předpokládaného časování analytikům dělat v tomto směru nějaké výraznější změny.

Poradce Franta (v diskuzi o sazbách a kurzu): Táže se, zda vůbec může model v situaci, kdy bude exit vzdálen například jedno čtvrtletí, ukázat výraznější nárůst sazeb.

Odpověď SM: Podmínky pro exit by měly být „bublající papiňák“, který bude ponechán „bublat“ jedno nebo dvě čtvrtletí ve snaze nevystoupit ze závazku předčasně. Jakmile dojde k opuštění závazku, tak má model tendenci nechat „páru vylétnout z hrnce“ velice rychle.

P. Řežábek: Poznává, že SM poměrně dost podléhá aktuálním ekonomickým údajům, což lze pozorovat i v měnověpolitickém doporučení v odstavci, který začíná větou: „Celkově hodnotila sekce měnová rizika nové prognózy při tvorbě 1. SZ 2016 jako mírně protiinflační...“ a končí větou: „Aktuálně je tak bilance rizik hodnocena jako zhruba vyrovnaná“. Domnívá se, že by bylo vhodné sledovat krátkodobé výkyvy s jistým nadhledem a nenechat se stresovat aktuálními informacemi například o pohybu cen ropy či potravin.

P. Řežábek (v diskuzi k trhu práce): Poznává, že časová řada obecné míry nezaměstnanosti podléhá poměrně často revizím směrem dolů. Táže se, proč k těmto revizím dochází tak často a jaký by mělo na prognózu inflace vliv přehodnocení například o půl procentního bodu níže.

M. Singer (v diskuzi k trhu práce): Poznává, že nové body v Beveridgeově křivce (Graf III.4.5) představují velice rychlý posun severozápadním směrem. Poslední pozorovaná růstová fáze cyklu znamenala v porovnání s nynějším posunem v rámci křivky posun zhruba poloviční. Od ledna 2005 do prosince 2006 klesl počet nezaměstnaných osob o 87 tisíc a bylo vytvořeno 47 tisíc pracovních míst. Nyní je to za stejně dlouhé období dvakrát více. Táže se, zda v těchto údajích nelze najít signál možného proinflačního rizika. Dodává, že po dlouhé době si dokáže představit překvapení u inflace i v opačném směru.

Odpověď SM: Dříve jsme zmiňované revize nepozorovali, protože nebyly k dispozici měsíční data. Revize vznikly jako důsledek publikování měsíčních dat ČSÚ. Jedná se o dotazníkové šetření, kdy každý měsíc v rámci čtvrtletí jsou dotazovány jiné skupiny lidí. Revize jsou pravděpodobně důsledkem přepočtů na celou populaci. Na podzim ČSÚ vysvětloval revize i administrativním pochybením nějakého pracovníka. Jedná se tedy spíše o technické záležitosti. Data, která byla publikována za poslední čtvrtletí loňského roku, ukazují zhruba o 0,2 procentního bodu vyšší zaměstnanost a adekvátně tomu nižší nezaměstnanost. Oživení trhu práce z pohledu VŠPS probíhá tedy o něco rychleji. To může na prognóze znamenat ceteris paribus lehce vyšší tlaky na růst mezd.

Situace je taková, že obecná míra nezaměstnanosti se dostala prakticky na odhad NAIRU, který reprezentuje plné využití práce jako faktoru produkce. Podobně tak Beveridgeova křivka, která nyní ukazuje stav podobný stavu z počátku roku 2007, což už byla situace, kdy ekonomika určitě nebyla podchlazená, možná docházelo již k jejímu přehřívání.

M. Singer (v diskuzi k trhu práce): Poznává, že přehřívání na inflačních číslech z roku 2007 nepozoruje. V té době došlo k nárůstu inflace vlivem nárůstu DPH a vlivem ropného šoku. Vzpomíná si na intenzivní komunikaci z té doby. Nenaznačují to ani čísla, která prezentoval nedávno na uzavřeném jednání.

Odpoověď SM: I jádrová inflace v tu dobu narůstala, dosahovala hodnot blízkých se 3 % s mírným rostoucím sklonem. Bohužel tu nemáme k dispozici přesné údaje.

M. Singer (v diskuzi k trhu práce): Důležitá otázka v tomto kontextu je, zda SM nevnímá riziko, že se inflační tlaky budou generovat rychleji, než předpokládá prognóza. Připomíná expertní úpravu práci zhodnocující technologie, bez které by se výhled růstu mezd přibližoval hranici 6 %.

Odpoověď SM: Prognóza růstu nominálních mezd okolo 5 % pro letošní rok představuje poměrně vysoké číslo. V šetření ČNB v nefinančních podnicích vychází výhled průměrného růstu tarifních mezd pro rok 2016 3,1 %. U této veličiny není k dispozici časová řada, takže nemůžeme vyloučit nějaké systematické podhodnocování reality. Nicméně je pravděpodobné, že tento údaj obsahuje méně „wishful thinking“, než obsahuje údaj o očekávaném růstu mezd, u kterého lze pozorovat systematický bias směrem dolů odrážející touhu podniků po co nejnižších mzdách.

M. Singer (v diskuzi k trhu práce): Z podnikatelských zkušeností vyvozuje, že i podniky může pracovní trh překvapit. Může se například jednat o větší tendenci zaměstnanců odcházet, což se pak může odrazit ve vyplácených bonusech.

P. Řežábek: Náklady Německa spojené s řešením migrační vlny budou pravděpodobně mnohem vyšší, než se původně předpokládalo. Vysoký počet příchozích bude dopadat nejen například na poptávku po potravinách, ale v delším horizontu znamená například náklady na výstavbu ubytovacích kapacit, školek apod. Poznává, že by bylo vhodné, aby se nad tímto tématem SM zamyslela. Může to mít dopad na některé exportéry.

Odpoověď SM: Situaci ohledně dopadu migrační krize na německou ekonomiku sledujeme. Jedná se evidentně o pozitivní poptávkový šok, který bude financován vládními výdaji. Známe množství uprchlíků, z médií sledujeme i aktuální informace o možném přehodnocení celkových počtů uprchlíků. Nárůst poptávky z Německa spojený s migrační krizí může mít vliv v určitých segmentech domácí ekonomiky, na celek ale nebude vliv výrazný.

P. Řežábek (v diskuzi o výhledu fixních investic): Táže se na důvody explicitního uvádění letounů Gripen v rozkladu fixních investic (Graf II.2.19). Dodává, že to není nutné a že je možné vliv letounů Gripen zahrnout do vládních investic.

Odpoověď SM: Vliv letounů Gripen je důležité v rozkladu fixních investic explicitně uvádět, protože u nových údajů, které přijdou za dva měsíce a ve kterých budou mít Gripeny viditelný dopad, bude nutné se vůči nim odpočítat. Těžko by se vysvětlovalo, že byly špatně odhadnuty investice, protože neobsahovaly vliv Gripenů, když o nich existuje informace rok nebo dva dopředu. Nyní je vliv letounů Gripen vidět více, protože jsou zobrazeny explicitně v příslušném

rozkladovém grafu prognózy investic. Zařazeny do tohoto grafu byly z důvodu znázornění vývoje vládních a soukromých investic.

M. Hampl (v diskuzi o výhledu fixních investic): Poznává, že v okamžiku, kdy ČSÚ věnuje letounům Gripen speciální poznámku, je těžké v diskuzi výhledu fixních investic od této položky abstrahovat.

P. Řežábek (v diskuzi o výhledu fixních investic): Jestliže ČSÚ explicitně položku letounů Gripen uvádí, pak nevidí problém s tím, že ji situační zpráva bude uvádět také.

Odpořď SM: V platební bilanci jsou již letouny Gripen zahrnuty. V obchodní bilanci na cash bázi zahrnuty nejsou, ale z akruálního pohledu jsou.

K. Janáček: Vyjadřuje poděkování za situační zprávu a především za zpracování přínosných boxů. Táže se, zda s ohledem na působení úrokového diferenciálu, inflačního diferenciálu, prohlubující se politiky kvantitativního uvolňování ECB a jejího vysoce pravděpodobného prodloužení za březen 2017, jak bylo avizováno M. Draghim, a obnovení konvergence domácí ekonomiky nejsou silnější hodnoty kurzu koruny pro rok 2017 spíše podhodnoceny.

Odpořď SM: Podhodnocení výhledu kurzu by se dělo v případě, že by došlo k podhodnocení uvolnění v eurozóně v důsledku kvantitativního uvolňování ECB. Existuje nejistota kolem odhadů stínových sazeb. Existují odhady, které ukazují, že stínové sazby jsou ještě zápornější, než jsou sazby předpokládané prognózou. Zápornější stínové sazby by vedly k výraznějšímu posílení kurzu po exitu. Podobný důsledek by mělo i případné prodloužení programu nákupu dluhopisů ECB. Na druhou stranu i bilance ČNB díky intervencím narůstá, což by přes chybějící protistranu znamenalo po exitu tlaky na oslabení kurzu. Jedná se tedy spíš o velkou míru nejistoty. V realitě kurz může být po exitu silnější i slabší.

SM prezentuje snímek 118, který ukazuje vliv vyšší intenzity kvantitativního uvolňování ECB na inflaci v eurozóně. Simulace naznačují, že ani zdvojnásobení objemu nakupovaných dluhopisů by nevedlo k inflaci dosahující cíle v horizontu dvou let. Cíl by byl překonán až při objemech 3,5 krát vyšších, než jsou aktuální objemy nákupů. S tímto cvičením jsou spojené výrazné nejistoty.

K. Janáček: Rostoucí dynamika úvěrů soukromému sektoru se realizuje při uvolněných a dále se uvolňujících úvěrových podmínkách. To se zároveň děje v prostředí velmi uvolněné měnové politiky. Zkušenost z minulosti evokuje možná rizika déletrvající nadměrné úvěrové dynamiky. Jedná se například o vznik bublin v cenách aktiv. Táže se, zda existují signály vzniku takové situace.

Odpořď samostatného odboru finanční stability (dále jen SAOFS): Rizika pro finanční stabilitu hodnotíme jako rostoucí. Důvody jsou v zásadě dva. Jedná se o situaci na trhu nemovitostí a v oblasti financování nákupu nemovitostí. Ceny se zvyšují u komerčních i rezidenčních nemovitostí. Očekávání jsou nastavena tak, že ceny porostou dále. Úvěrové standardy jsou uvolněné, úrokové sazby u hypotečních úvěrů mohou dále klesat. Existuje potenciál, že tento segment bude získávat vlastní dynamiku. Druhý důvod se vztahuje k celkovému makroekonomickému prostředí. Očekávání začínají být vychýlena výrazně na pozitivní stranu ve smyslu hospodářského růstu, zvyšování mezd nebo výdajů státu. Vznikají také očekávání, že daně neporostou, ale možná se i sníží. V takovém prostředí jsou rizika vnímána asymetricky a může

docházet k jejich systematickému podceňování. Samostatný odbor finanční stability zvažuje, jak na tuto situaci reagovat nástroji makroobezřetnostní politiky.

J. Rusnok: Připojuje se k pozitivnímu hodnocení zpracování situační zprávy.

J. Rusnok (v diskuzi o fiskálním vývoji): K očekávanému vývoji ve fiskální oblasti poznamenává, že přístup SM je příliš technický a odhlíží od existence politického cyklu. Dostáváme se nyní do poměrně žhavé fáze politického cyklu, kdy se budou politici předhánět například při snižování DPH. Je možné očekávat i jiná opatření. Vyjadřuje nejistotu nad předpokládanou restriktivností fiskální politiky v roce 2016 a nad pouze malým uvolněním v roce 2017. Domnívá se, že uvolnění může být mnohem výraznější. Žádá SM o komentář.

M. Singer (v diskuzi o fiskálním vývoji): Připojuje se k poznámkám o očekávaném fiskálním vývoji a politickém cyklu. Nevěří předpokladu vyrovnaného hospodaření vládního sektoru pro rok 2017. Doplnuje, že nedůvěra ve vyrovnané hospodaření nevychází ani tak z výhledu chování vlády, ale spíše ze strany poslanecké sněmovny, která jistě „v dojemné shodě“ schválí měsíc před volbami opatření zvyšující vládní výdaje. V tomto směru by situační zpráva měla být realističtější.

Odpoověď SM: Uvědomujeme si riziko pro výhled fiskálního vývoje spojené s politickým cyklem. V SZ je v poznámce pod čarou text, který není určen ke zveřejnění a který upozorňuje na blížící se parlamentní volby jako na riziko prognózy rozpočtu směrem k vyšším výdajům. Pokud to bude požadováno, je možné danou pasáž zveřejnit. Základní scénář prognózy s politickým cyklem nepracuje. ČNB stejně jako ostatní evropské centrální banky aplikuje tzv. „no policy change scenario“. To znamená, že v základním scénáři se objeví pouze schválená legislativa a legislativa těsně před schválením.

M. Singer (v diskuzi o fiskálním vývoji): Navrhuje zmíněnou poznámku o riziku fiskálního výhledu spojeném s parlamentními volbami zveřejnit. Formulaci je možné nějak upravit, ale je jasné, že se uvažovaný projev politického cyklu může brzo objevit v rizicích prognózy inflace.

Odpoověď SM: V minulosti byly zpracovávány alternativní scénáře vycházející z různých variant fiskálního vývoje. Poznámka v SZ byla míněna ve smyslu, že doba tvorby podobných scénářů se blíží.

M. Singer (v diskuzi o fiskálním vývoji): Dodává, že by bylo užitečné se podívat, jaký vliv na fiskální výhled mělo poslední podobné volební období.

M. Hampl (v diskuzi o fiskálním vývoji): Poslední podobný rok byl rok 2006.

M. Singer (v diskuzi o fiskálním vývoji): V roce 2006 se v předvolebním období odsouhlasily vládní výdaje spojené s přídavky na děti, což mělo výrazný vliv na fiskální výhled. Doplnuje, že „pastelkovně“ nebo podobné jednorázové výdaje jsou výrazně menším problémem, než představují výdaje, které se pak realizují například na měsíční bázi.

Odpoověď SM: Souhlasí s tím, že jednorázové výdaje na získání voličů před volbami, které budou hodně vidět, ale budou málo stát, představují ještě tu lepší variantu. Sekce tedy poznámku o riziku fiskálního výhledu v SZ převede do textu k zveřejnění. Včera byl například s M. Hamplem řešen

dopad převedení valorizace penzí do diskrece vlády, což představuje jednu z možností, jak před volbami uvolnit nelegislativním způsobem výrazné množství peněz.

J. Rusnok (v diskuzi o práci zhodnocující technologii): Připojuje se k otázce ze stanoviska poradce o možném dopadu expertního navýšení práci zhodnocující technologie na prognózu mezd a zaměstnanosti.

M. Singer (v diskuzi o práci zhodnocující technologii): Žádá vyjasnění následující věty ze stanoviska poradce: „Vyjdu-li z definice produktivity jako podílu výstupu a zaměstnanosti, je minimální přehodnocení obou těchto veličin pro rok 2015 od poslední prognózy důvodem, proč se mi zdá navýšení technologie těžko zdůvodnitelné“. Vyjasnění žádá především s ohledem na poradcův závěr, že by navýšení technologie mohlo vysvětlit systematické podstřelování prognózy mezd. Žádá také o komentář SM.

Odpověď poradce Franty: Produktivita je definovaná jako podíl výstupu a zaměstnanosti. Přehodnocení od minulé situační zprávy, tj. v období, kdy ekonomiku zasáhly nabídkové šoky, je minimální. To znamená, že nepozorujeme přehodnocení produktivity. Technologie v modelu by měla odrážet pozorovanou produktivitu. V modelu došlo ke změně, ale v datech ke změně nedošlo. Navýšení technologie se přes mezní produkt práce odrazí v prognóze mezd a zaměstnanosti.

Odpověď SM: Bez expertního navýšení technologie by se růst mezd ve výhledu blížil k 6 %. Na základě integrace prognózy s krátkodobou prognózou je růst mezd v delším období tlumen. Nyní se zdá, že vývoj produktivit mimořádně dobře odpovídá pozorovaným datům. Pozorovaná národohospodářská produktivita je trochu něco jiného než práce zhodnocující technologie. Lze pozorovat vysokou korelaci mezi těmito dvěma veličinami, nicméně není mezi nimi úplně těsný vztah. Přehodnocení technologií bylo v aktuální prognóze poměrně malé.

L. Lízal (v diskuzi o citlivostním scénáři): K citlivostnímu scénáři cen ropy se táže, zda se SM zabývala dopadem do jádrové inflace. Změny cen ropy jsou explicitně výjimkované, nicméně otázkou je, do jaké míry vstupují do prognózy druhotné efekty změn cen ropy.

Odpověď SM: Podrobné rozklady do dílčích segmentů jsou prováděny mimo hlavní model. Při tvorbě citlivostních scénářů tedy rozklady neprovádíme. SM příslušný rozklad udělá a výsledky pošle mailem. Implicitně je však dopad do jádrové inflace přítomen. Pokles cen ropy generuje tlaky z domácí ekonomiky, které se odrazí v růstu jádrové inflace. Dopad je samozřejmě zřetelný i u mezd.

M. Singer (v diskuzi o citlivostním scénáři): Připomíná, že již minule se tázal na vliv poklesu cen ropy na jádrovou inflaci. Dokáže si představit, že po nějaké době může pokles cen ropy působit ve směru vyšší jádrové inflace.

Odpověď SM: Vliv v uvedeném směru lze pozorovat již nyní.

L. Lízal (v diskuzi o Slovensku): V prognóze je popisováno zpomalení růstu domácí ekonomiky z důvodu odeznění efektu dočerpávání prostředků z evropských fondů v minulém roce. Táže se, zda bude možné pozorovat podobný vývoj i na Slovensku. Táže se, zda SM tento efekt uvažuje a zda je možné ho pozorovat i na evropské úrovni.

Odpověď SM: Výhledy pro Slovensko neprognózuje. Efekt odeznění čerpání evropských fondů by nicméně měl být podobný jako v případě ČR, protože pro rok 2016 je očekáváno zmírnění růstu a v roce 2017 opětovné zrychlení. Podobný profil čerpání EU fondů má celý region.

J. Rusnok (v diskuzi o Slovensku): Poznává, že Slovensko má pro čerpání prostředků z evropských fondů pravidlo $n+3$, takže může čerpat staré fondy ještě letošní rok. Podobně tak Rumunsko.

L. Lízal (v diskuzi o záporných sazbách): Táže se, jak by vypadal výhled sazeb takový, aby kurz neposiloval víc než dle předpokladu dlouhodobé reálné apreciacie. Jde svým způsobem o otočení standardní úlohy. Pokud komunikujeme, že kurz nebude po exitu výrazně posilovat, pak otázkou zůstává, jaká by tomu odpovídala trajektorie sazeb v okolí doby exitu. Pokud takový scénář neexistuje, pak považuje za zvláštní měnověpolitické doporučení zmínit diskuzi o záporných sazbách, když žádný scénář diskutující zavedení záporných sazeb neexistuje.

Odpověď SM: Předestřená úvaha se podobá úloze předělat model na situaci necílování inflace, ale kurzu. Měnověpolitická reakce je vedena závazkem zastabilizování inflace na hladině 2 %, nikoliv zastabilizování kurzu na trajektorii rovnovážné apreciacie.

L. Lízal (v diskuzi o záporných sazbách): Otázka je, jaký prostor představují záporné sazby z pohledu tlumení nežádoucího kurzového vývoje po exitu, resp. nutnosti intervenovat před exitem.

Odpověď SM: Existuje souvislost se scénářem s volnými sazbami, který ukazuje pro návrat inflace k cíli 6 snížení sazeb o 25 bazických bodů. Tento scénář naznačuje, že udržení závazku při stávajících sazbách znamená potřebu poměrně intenzivního intervenování. Částečně se může jednat o důsledek carry trades, které využívají úrokový diferenciál k eurozóně. Nyní je vlastně svým způsobem částečně popřena impossible trinity v tom, že v situaci pseudo-fixního kurzu je udržován pozitivní úrokový diferenciál v zemi, která je vnímaná jako low-risk country. Z toho plyne úvaha, zda se nevrátit zpět k debatám o snížení diferenciálu, aby došlo ke snížení objemů intervencí. Je sice komunikováno, že objemy intervencí mohou být neomezené, ale zároveň víme, že budou před exitem nakoupeny velké objemy už jen ve vazbě na zajišťování exportérů, tak proč si situaci zhoršovat i o spekulace založené na carry trades, které vychází z úrokového diferenciálu.

L. Lízal (v diskuzi o záporných sazbách): Poznává, že před exitem opatření tohoto druhu již moc nepomůže.

V. Tomšík (v diskuzi o peněžních agregátech): Oceňuje zpracování Boxu 3. Je užitečné veřejnosti jasně komunikovat přepnutí z peněžního agregátu M2 na M3. Agregát M2 zmizí ze statistik. Bude zajímavé sledovat, zda si toho veřejnost všimne.

M. Hampl (v diskuzi o peněžních agregátech): Poznává, že Graf 1 Boxu 2 naznačuje, že harmonizovaný peněžní agregát M3 poskytuje s ohledem na cyklus intuitivnější obrázek. V časech hospodářského růstu je růst agregátu M3 vyšší než růst agregátu M2, v časech recese je naopak růst agregátu M3 nižší. Lze dokonce pozorovat poklesy, které u agregátu M2 nikdy pozorovány nebyly. Na druhou stranu vyloučení vkladů se splatností nad 2 roky a vkladů

s výpovědní lhůtou nad 3 měsíce z agregátu M3 intuici možná zase částečně nabourává. Táže se, zda SM vedla nějakou hlubší diskuzi o definici peněz a o tom, co přepnutí na harmonizovaný agregát M3 může znamenat. Táže se také, zda by nebylo vhodné jistou dobu sledovat oba agregáty, protože jejich srovnávání by mohlo poskytnout zajímavé informace.

Odpověď SM: Nakročeno směrem k používání peněžního agregátu M3 je již delší dobu. Neumožňovaly to ovšem příliš krátké časové řady příslušné veličiny. Tento argument postupně odezněl. Harmonizovaný agregát M3 představuje smysluplnější popis transakčního motivu držby peněz než národní M2, která obsahovala vklady se splatností nad 2 roky, resp. vklady s výpovědní lhůtou nad 3 měsíce, což už je součást finančních aktiv domácností. V rámci agregátu M2 docházelo k přeskupování krátkodobých vkladů a dlouhodobých vkladů bez vlivu na celkový agregát, což vedlo k horší korespondenci s cyklem. To mělo dále vliv na rychlost peněz v průběhu hospodářského cyklu a snižovalo to možnost analytického využití agregátu M2, který byl využíván pro výpočty peněžní mezery a dalších indikátorů. Agregát M3 je harmonizován v rámci EU. Přejít nebyl okamžitý, několik minulých prognóz peněžních indikátorů jsme srovnávali výsledky založené na obou agregátech. Vývoj agregátu M2 budeme sledovat i v letošním roce, abychom viděli, zda nedochází k nějakému rozpojování vývoje, který by mohl něco signalizovat. Vývoj M2 a M3 je však v posledním období velice podobný.

M. Hampl (v diskuzi o peněžních agregátech): Souhlasí s tím, že agregát M3 lépe popisuje chování ekonomiky zvláště v extrémních okamžicích. Na druhou stranu upozorňuje na jistou neintuitivnost v agregátu M3, protože vklady nad 3 měsíce a nad 2 roky již nepovažujeme za peníze, zatímco krátkodobý dluhopis vydaný bankou nebo podílový list peněžního trhu je za peníze považován. Definice peněz je vždy arbitrární, přesto by bylo vhodné mít nějakou odpověď na otázku, proč si myslíme, že toto peníze jsou, zatímco zmíněné vklady za peníze nepovažujeme.

Odpověď SM: Uvědomujeme si zmíněné nuance. Podobně harmonizovaná M3 popisuje jinak vklady vládního sektoru. Vycházíme z toho, že agregát M3 byl implementován po poměrně solidní ekonomické diskuzi.

M. Hampl (v diskuzi o peněžních agregátech): Za důležité považuje, aby aparát ČNB byl s různými aspekty definice peněžního agregátu M3 srozuměn. Za argument nepovažuje to, zda tato definice vznikla na úrovni EU nebo v ECB.

Odpověď SM: Souhlasí.

M. Singer: Situační zprávu ve shodě s většinou ostatních považuje za vyrovnanou. K úvahám o pomalejším nárůstu sazeb po vystoupení z kurzového závazku ze stanoviska poradce poznamenává, že na jiném místě poradce upozorňuje, že modelová prognóza neodráží objem provedených (nesterilizovaných) intervencí, které generují určité množství nových peněz v ekonomice. To považuje za důvod, proč by naopak sazby v porovnání s prognózou měly růst po exitu, tj. v situaci, kdy se opět stávají měnověpolitickým nástrojem, rychleji. Dodává, že v souhrnu nicméně souhlasí s názorem, že v prognóze rostou sazby po exitu příliš rychle.

M. Singer: Žádá o komentář k poznámce poradce o trajektorii implikované agregátní technologie, která přestala sledovat hospodářský cyklus.

Odpověď SM: Zahraničí nyní roste dlouhodobým tempem. Technologie podobně rostou dlouhodobým tempem. Není důvod, aby se nyní v technologiích odrážel hospodářský cyklus. Výraznější změnu v technologiích lze nalézt v dolní variantě citlivostního scénáře cen ropy, ve které roste zahraničí větším než rovnovážným tempem, což vede k znovuoobjevení cyklu v produktivitách.

M. Singer: Táže se, zda lze z nyní již pozorovaných cenových okruhů vysledovat signály výraznějšího nárůstu celkové inflace, která by měla dle prognózy na počátku letošního roku narůst na 0,8 %.

Odpověď SM: U potravin i pohonných hmot zatím pozorujeme signály naznačující prognózovaný nárůst celkové inflace.

M. Singer: Prognóza očekává růst regulovaných cen ve výši 1,1 % v roce 2017 mimo jiné v důsledku obnoveného růstu cen zemního plynu (str. 7 v SZ). Táže se, jak velká nejistota je s tímto odhadem spojena, a dodává, že dřívější očekávání byla na pokles cen zemního plynu. Zdá se, že díky Energetickému regulačnímu úřadu nedošlo k promítnutí aktuálního poklesu cen ropy do cen zemního plynu.

Odpověď SM: Nárůst v roce 2017 vychází z předpokladu navázání cen plynu na cenu ropy, u které předpokládáme růst. U regulovaných cen existuje riziko i u cen elektřiny. Dojde ke změnám plateb za jističe, což je z pohledu prognózy regulovaných cen velká neznámá.

M. Singer: Graf III.5.15 na straně 53 v SZ ukazuje, že úrokové sazby z úvěrů domácnostem na bydlení jsou s krátkou výjimkou trvale vyšší v České republice než v eurozóně. Táže se na důvody tohoto rozdílu a doporučuje se na tento rozdíl podívat detailněji.

Odpověď SM: Možná dochází ke zkreslení díky vlivu stavebních spořitelén, které se do agregátního čísla započítávají.

Odpověď SAOFS: Zmíněné údaje představují „cost of borrowing“, které obsahují hypoteční úvěry a jiné úvěry na bydlení včetně úvěrů ze stavebního spoření. Údaje obsahují ale i další náklady, proto je číslo vyšší. Pokud bychom brali pouze úrokové sazby z hypotečních úvěrů, tak u nich je možné pozorovat hladiny srovnatelné se zeměmi eurozóny, které mají uvedené sazby nejnižší.

M. Singer: K uváděnému zvýšení podílu nerezidentů na celkové držbě střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na 20 % na konci roku 2015 (str. 53) poznamenává, že by uvítal pro sebe i pro další čtenáře situační zprávy nějakou úvahu nad tím, jaký podíl lze považovat za normální. Možná by byla užitečná informace, jak se tento podíl vyvíjel dlouhodobě.

Odpověď sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): Na konci loňského roku byl podíl velice nízký okolo 12-13 %. Dlouhodobě se jedná o 15-16 %.

Odpověď SM: Údaje budou do textu SZ doplněny.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

V. Tomšík: Čísla za minulý rok potvrzují, že domácí ekonomika je na trajektorii růstu. Jedná se o udržitelný růst i přes jeho očekávanou volatilitu. Tento rok očekáváme zpomalení růstu HDP na 2,7 % a opětovný nárůst na 3 % příští rok. Podstatný je ale výhled inflace. Na otevřené části v diskuzi zaznělo, že k „natlakování inflačního papiňáku“ bude potřeba dodatečné uvolnění měnové politiky, což pak umožní hladší výstup z kurzového závazku. Nová prognóza předpokládá celkovou i měnověpolitickou inflaci na horizontu měnové politiky velice blízko inflačního cíle. „Papiňák“ tak nebude dostatečně natlakovaný. Proto považuje za vhodnější v komunikaci více odrazit jádrovou inflaci bez pohonných hmot spíše než měnověpolitickou inflaci. Domnívá se, že celkovou inflaci opravdu výrazně ovlivňuje situace okolo ceny ropy a její následné probublávání do celkové inflace. Jádrová inflace dlouhodobě vykazuje trend růstu, což považuje za úspěch měnové politiky, které se podařilo otočit ekonomický vývoj, podpořit domácí poptávku a oživit domácí poptávkové inflační tlaky. Proto se domnívá, že v případě dotazů vztahujících se k exitu je možné poukázat na fakt, že sice celková inflace je poměrně nízko i na horizontu prognózy, ale jádrová inflace bez pohonných hmot směřuje k 2% cíli a je výrazně více udržitelná bez ohledu na nízkoinflační okolí. Takovou komunikaci si nyní umí představit.

Citlivostní scénář zpracovaný symetricky pro obě varianty změny ceny ropy ukazuje, že i kdyby začala cena ropy výrazně růst, tak není možné očekávat signifikantní dopady do celkové inflace. Není tedy nutné se bát odkladu termínu exitu a je možné komunikovat ve směru navázání reakce měnové politiky více na výhled jádrové inflace bez pohonných hmot.

Považuje za důležité být co nejvíce transparentní. Na druhou stranu situační zpráva uvádí, že koruna posílí. Není specifikováno, zda posílí reálně nebo nominálně, ani do jaké míry. Toto posílení kurzu je spojeno s nekrytou úrokovou paritou. Ale jak zaznělo na konci otevřené části jednání, nekrytá úroková parita se nyní možná stává krytou úrokovou paritou. Kurz je na hladině 27 CZK/EUR a přes udržování pozitivních domácích sazeb dochází k rozšiřování úrokového diferenciálu. Minulý týden zavedlo záporné sazby Japonsko. ECB ohlásila v prosinci další snížení depozitní sazby.

Návrh komunikovat posun termínu exitu považuje za adekvátní. Na místě je také diskuze, zda v případě přepnutí z nekryté úrokové parity na krytou úrokovou paritu není vhodné zmírnit úrokový diferenciál.

Pokud bychom se nyní nacházeli v okolnostech možného provádění standardní měnové politiky, tak by se uvažovalo o šesti sníženích základní sazby o 25 bazických bodů. Těchto šest snížení je v aktuální situaci vyváženo neomezeným kurzovým závazkem, což dopadá na kurzovou složku indexu měnových podmínek. Nevidí důvod dělat z nekryté úrokové parity krytou.

P. Řežábek: Z pohledu vnějších podmínek je situace poměrně složitá, zejména díky dovozu surovin a energií, které nyní působí protiinflačně. Ekonomicky se Evropa dostává do poněkud lepší situace. I státy jižního křídla zažívají určitou konsolidaci ekonomické situace. Výhledu ekonomické situace ve Spojených státech a Číně se nebude podrobně věnovat.

V domácí ekonomice již delší dobu pozitivně překvapuje zaměstnanost. Mzdová vyjednávání již také naznačují výraznější tlak na růst inflace. Výhled růstu mezd je robustní. Prognózovaný růst mezd ve výši 5 % nepovažuje za nijak přehnaný. Tlak na trhu práce může být poměrně výrazný. Fiskální politika není příliš restriktivní. Ekonomický růst začal být v minulém roce robustní a odhad růstu na letošní rok naznačuje i přes částečné zpomalení stabilitu růstu domácí ekonomiky.

Korigovaná inflace bez pohonných hmot již delší dobu roste nad hladinou 1 %. Pokud by vycházel pouze ze situace domácí ekonomiky, pozoroval by jasné symptomy relativně silných inflačních tlaků. Zahraničí působí ovšem opačným směrem. Jedná se zejména o ceny energií. V tuzemsku je to pak odraženo ve vývoji regulovaných cen.

Zavedení záporných sazeb v Japonsku nepovažuje pro úvahy o domácí ekonomice za podstatné. Možný dopad je pouze přes přítomnost jenu v portfoliu devizových rezerv. Nebyl by tedy ve směru zavedení záporných sazeb příliš aktivistický.

K. Janáček: Jakkoliv nová prognóza situuje překročení 2% hodnoty inflačního cíle až do druhého čtvrtletí roku 2017, což by měl být předpoklad pro opuštění režimu intervencí, situační zpráva nadále pracuje s předpokladem stability kurzu kolem hodnoty 27 korun za euro, a tudíž implicitně i režimu intervencí, jen do konce roku 2016. Diskuze o vývoji inflačního diferenciálu současně s rozevírajícím se úrokovým diferenciálem a souběžně působícími dalšími faktory zmiňovanými na otevřené části jednání vede k závěru, že je nerealistické očekávat schůdné a zdůvodněné ukončení kurzového závazku do konce roku 2016, to znamená ukončení závazku bez nutnosti následných a relativně masivních ad hoc intervencí k utlumení apreciačních tlaků. V daném kontextu se jako komplikující faktor jeví zejména již realizované ale i dále předpokládané posuny v měnové politice ECB s dopadem do dalšího propadu stínových sazeb. To činí možnost našeho exitu před zahájením normalizace měnové politiky ECB významně náročnější. Upozorňuje, že právě oznámení potřeby dalšího uvolnění měnových podmínek v eurozóně ze strany ECB vedlo na počátku listopadu 2015 k obnovení tlaků na posílení koruny, a tím k obnovení intervencí k podpoře závazku. Otázkou je, do jaké míry by explicitní přiznání delšího horizontu závazku právě s odkazem na paralelní posuny v eurozóně mohlo přispět k tlumení spekulacních očekávání a nejistot aktérů trhu a jejich aktuálně silného testování hladiny kurzového závazku.

J. Rusnok: Situační zpráva obsahuje všechny podstatné věci z hlediska analýzy ekonomické situace i z hlediska prognózy inflace. Ve shodě s některými kolegy se domnívá, že úrokový diferenciál komplikuje situaci a bylo by vhodné na to reagovat razantněji, než je pouhý odklad termínu vystoupení z kurzového závazku do konce roku 2016. Situaci považuje za vážnou a domnívá se, že je nutné reagovat s určitým předstihem. Jak bylo zmíněno na otevřené části jednání, v situaci blízko exitu by již mohlo být pozdě. V tomto ohledu se připojuje k aktivističtějším hlasům. V kontextu bezpečných zemí se domácí ekonomika začíná vymykat tím, že má stále kladné sazby. V situaci rostoucích sázek na blížící se exit bude tlak na kurz narůstat.

L. Lízal: Popis ekonomické situace v situační zprávě je naprosto v pořádku, a není tedy důvod se vůči ní vymezovat. Vyjadřuje souhlas s tím, co již na této části jednání zaznělo o ekonomickém růstu či o pozitivním signálu ve formě růstu mezd pro výhled inflace. Podobně také souhlasí s vyjádřeními o jádrové inflaci, kterou je možné ovlivňovat měnovou politikou a jejíž hodnoty přesahující 1 % znamenají dobrou zprávu. Existují náznaky, že by se jádrová inflace mohla přibližovat k 2% hladině.

Rád by diskutoval částečný rozpor mezi měnověpolitickým doporučením a příslušným komunikačním balíčkem. Měnověpolitické doporučení na jednu stranu říká, že nyní nedoporučuje zavést záporné sazby, ale na druhou stranu je doporučeno tuto možnost komunikovat. Připomíná

mu to situaci před vstupem do kurzového režimu, kdy SM doporučila možnost vstupu do kurzového režimu komunikovat, ale neměla na stole scénář, jak by vypadalo, kdyby k tomu skutečně došlo. To se událo v létě roku 2013. Z tohoto úhlu pohledu se jedná o těžké rozhodování. Buď cítíme potřebu záporné sazby zavést, pak by měl být scénář popisující zavedení záporných sazeb k dispozici, nebo tuto potřebu necítíme, a pak bychom tuto možnost ani neměli zmiňovat. Nacházíme se v situaci, kdy narážíme v doporučení samotném a v doporučené komunikaci rozpor. K rozhodnutí mu chybí modelový podklad.

Druhá věc, která zazněla, ale neodráží se ani v měnověpolitickém doporučení, ani v komunikačním balíčku, je, že odklad termínu exitu je do značné míry odrazem vývoje nastavení měnové politiky v eurozóně. Implicitně to zmíněno je například ve formě použití stínových sazeb, ale bylo by vhodné to přiznat explicitně. Uvolnění měnové politiky ECB ve formě záporných sazeb a kvantitativní uvolňování mají vliv na exit a na domácí měnovou politiku. Neznamena to, že by se ČNB řídila ECB, ale je to o nastavení vnějšího prostředí, což by mělo být jasně přiznáno. Úrokový diferenciál, jak je momentálně nastaven, nás dostává do situace, kdy je buď nutné něco udělat, k čemuž SM nedala s výjimkou doporučení o odkladu termínu exitu žádné výrazné vodítko, nebo je nutné se smířit s masivnějším přílivem reálných a spekulativních nákupů korun.

M. Hampl: Necítí potřebu výrazněji upravovat to, co říkal poslední dvě měnová zasedání. Dilemata měnové politiky a vztahu měnové politiky a finanční stability jsou novou prognózou spíše potvrzena, než vyvrácena. Vyjadřuje překvapení nad debatou z otevřeného jednání, která se do velké míry soustředila na to, co bude ČNB dělat, až bude „natlakovaný papiňák“. Domnívá se, že i prognóza potvrzuje, že se spíše nacházíme v situaci, kdy je v papiňáku hodně ledu, který jenom velice těžko taje. Také se domnívá, že nás v tomto roce čekají ještě jiné úvahy o papiňácích.

Popis situace v situační zprávě považuje za realistický, prognózu považuje také za realistickou, a proto se mu zdá i adekvátní reakce, kterou SM navrhuje. Jedná se o návrhy v oblasti komunikace závazku a návrh definitivního odkladu ukončení závazku do roku 2017.

V komunikaci by rád zdůraznil roli pozitivního nabídkového šoku, který není explicitně zmíněn. Domnívá se, že by pomohlo komunikovat ve smyslu, že i přes výrazný vliv pozitivního nabídkového šoku prodlužujeme závazek a vidíme, že pokud „natlakování papiňáku“ přijde, tak přijde později.

Prodloužení doby trvání kurzového závazku vnímá i jako nástroj na odrazení krátkodobých spekulantů. Co se týká záporných úrokových sazeb, není na jejich zavedení mentálně připraven už z důvodu technické nepřipravenosti mimo jiné ve vztahu ke klíčovému partnerům typu vlády. Na druhou stranu rozumí tomu, že zmínka o záporných sazbách může sloužit jako verbální intervence, která má odrazovat jiný typ hráčů, tj. hráčů, kteří spoléhají na carry trades. Doplnuje, že se řídí pravidlem „neříkej nic, co nejsi ochotný udělat“. Vzhledem k tomu, že není ochotný k záporným sazbám nyní přistoupit, tak je i ochotný připustit možnost se o nich nyní nezmínit. Nicméně jestliže většina bankovní rady cítí ochotu k tomuto nástroji přistoupit, pak nemá problém s tím, když se záporné sazby v komunikaci objeví.

V souhrnu považuje návrhy SM za adekvátní vyznění prognózy. Pouze považuje za důležité zdůraznit to, co už do určité míry zaznělo na otevřené části jednání. Fiskální politika v této zemi má jednu „dobrou“ tradici – je vždy procyklická. Je tedy rozumné očekávat procykličnost fiskální politiky i v budoucnu. Realističnost výhledu fiskální politiky vede zřejmě k jiným číslům než k těm, která jsou nyní součástí prognózy. Irský ministr financí, který se stal posléze komisařem,

Charlie McCreevy říkal jednoduchou pravdu ministra financí: „Když mám peníze, utratím je, když je nemám, neutratím.“

M. Singer: Souhlasí s tím, že fiskální politika představuje do příštího roku jasné proinflační riziko.

Největší vrásky domácí měnové politice působí zahraničí. Situace v domácí ekonomice se od dob těžkých měnověpolitických rozhodnutí dramaticky změnila. Je možné v ní pozorovat robustní a v situační zprávě dobře popsané pozitivní jevy.

Složitá zahraniční situace je o cyklu v Číně a výrazně také o cyklu ropy. Svou roli možná hrají strukturální posuny typu sharing economy či posun od výroby, které zatím generují protiinflační tlaky v mnoha vyspělých ekonomikách. Je možné o těchto změnách dlouze diskutovat, nicméně dopad v realitě je jednoznačně v protiinflačním směru. Výjimkou může být cena ropy, která nyní může dosahovat svého dna.

Z pohledu domácí ekonomiky vnímá pozorovanou akceleraci jako zajímavou. Na otevřeném jednání již zmiňoval Beveridgeovu křivku. Dále lze například pozorovat rostoucí podíl nedostatku zaměstnanců a klesající podíl nedostatečné poptávky v grafu popisujícím bariéry růstu v průmyslu. Nicméně znovu upozorňuje, že skutečné hodnoty přehřátí ekonomiky nebo hodnoty, kdy se ekonomika pravděpodobně přehřátí blížila, ještě zdaleka nejsou dosaženy. Mzdový růst je poměrně slušný, začíná též růst mzdová náročnost výkonů, což považuje za zajímavý údaj, který svědčí o tom, že vlastníci podniků budou nyní nuceni práci přidělovat větší podíl na generovaném zisku. Konečně si dokáže představit, že v roce 2016 poptávka a s ní spojená inflační situace může překvapit i pozitivně a intenzivněji.

Nicméně se nedomnívá, a v tom považuje sdělení situační zprávy za správné, že by domácí ekonomika potřebovala exit v roce 2016. Nebylo by tomu tak ani v případě výše zmíněných překvapení ve směru vyšší inflace. Realizace těchto překvapení by pouze znamenala, že „papiňák je více natlakovaný“, což by konec konců nebylo od věci.

Ke komunikaci a intervencím má několik poznámek. Pozorně si v měnověpolitickém doporučení přečetl text sekce bankovních obchodů a přiznává, že nechápe, proč by měly být nákupy eur ze strany výrobců a exportérů zajišťujících se na druhou polovinu roku problém, se kterým je nutné něco dělat. Pokud předpokládáme, že k vystoupení ze závazku dojde až příští rok, což je možnost, která se nad tímto stolem vznáší naprosto evidentně, tak se exportéři stejně zajistí. Táže se, kde tedy vzniká nějaký benefit. Jde přece pouze o to, zda dojde k nákupům eur v únoru, nebo zda k nim dojde na podzim. Jedná se o nákupy, která musí být ČNB připravena uspokojit za jakýchkoliv okolností. Jinak by nemělo smysl vyhlašovat kurzový závazek. Rozuměl by návrhům na opatření, která míří na spekulanty s horkými penězi. Poptávka domácího průmyslu být uspokojena musí. O co více si exportéři nakoupí nyní, o to méně si nakoupí na podzim.

K. Bauer (ředitel SBO): Domníváme se, že dojde k rozkladu nákupů eur ČNB v čase. Jestliže nedojde k odkladu vystoupení ze závazku, nakoupí ČNB vše nyní. Jestliže k odkladu dojde, část těchto nákupů neskončí v ČNB, což představuje důvod pro odklad exitu.

M. Singer: Táže se, proč by při transparentní politice kurzového závazku neskončily zmíněné nákupy od exportérů v ČNB.

K. Bauer (ředitel SBO): Druhou stranou mohou být například spekulanti.

M. Singer: Bud' bude na trhu překoupeno korun, k čemuž je nyní hodně daleko, nebo musí být ČNB připravena cizí měnu nakupovat. Zřetelně překoupeno bude, až bude v bilanci ČNB zřetelně více jak tři roky krát 5 mld. euro, které tato ekonomika generuje každý rok. Je možné, že si za nějaká eura podniky koupily nějaké investice v zahraničí. V zásadě se ale bavíme o zmíněných částkách. V těch se ale nyní zdaleka nenacházíme. Nikdo jiný než ČNB v takové situaci eura nenakoupí. Táže se, kdo by v současné situaci spekuloval na oslabení koruny. Jedná se o jasnou situaci.

K. Bauer (ředitel SBO): Souhlasí s úvahami výše. Nacházíme se blízko k vyhlášenému exitu, takže lze očekávat koncentraci nákupů do tohoto období.

M. Singer: SBO v podstatě hovoří o odsunech nákupů eur na podzim. To nepovažuje za podstatné a za dostatečný důvod k nějaké akci.

Nyní přechází k diskusi o komunikaci ohledně parametrů závazku. Nemá problém s jasným vyhlášením o odsunu termínu exitu do příštího roku. Nemá ani principiálně velký problém s tím, komunikovat tento odklad formou pevného časového závazku. Problém ale trochu vidí v tom, že navržená komunikace představuje částečný obrat. Proto by osobně raději neuváděl odklad s navrženým časovým závazkem, ale preferoval by komunikovat ve stylu: „bankovní rada je přesvědčena, že k exitu nedojde do konce roku, a vidí exit jako pravděpodobný v první polovině příštího roku“, což by nepochybně také stačilo. Nepovažuje to ale za zásadně důležité a přijal by i nyní navrhouvanou formu vyjádření. Nedomnívá se, že by pouhá potřeba přesunu nákupů eur z nynějška do podzimu ospravedlňovala zmíněný částečný obrat v komunikaci.

K úrokovému diferenciatu a návrhu zmínit diskusi o záporných sazbách poznamenává, že hlasování o sazbách je jmenovité. Domnívá se, že je rozumné komunikovat vliv měnové politiky ECB na domácí měnovou politiku. Připouští explicitní zmínku o ECB ve větě o diskusi záporných sazeb. Není ovšem zcela vnitřně přesvědčen o uvažované roli úrokového diferenciatu. Jestliže je nutné uvolnit měnové podmínky, tak k tomu dojde přes nesterilizované intervence. Domnívá se, že přílišný důraz na úrokový diferenciat může být do určité míry interpretován jako potvrzení nedůvěry v ochotu ČNB v rámci kurzového závazku neomezeně nakupovat eura, což by působilo kontraproduktivně. Dodává, že přílišný důraz na úrokový diferenciat může naopak zrychlit carry trades. Jestliže oznámíme debatu o možnosti zavedení negativních sazeb a někdo přemýšlí o provedení carry trade, pak k takovému obchodu přistoupí okamžitě. V kůži obchodníka by pravděpodobně uvažoval tímto směrem.

K. Bauer (ředitel SBO): Nebylo by možné se v takové situaci zahedgeovat.

M. Singer: Obecně je důležité si vyjasnit, zda je bankovní rada připravena záporné sazby zavést. Nemá na zavedení záporných sazeb silný názor. Domnívá se ale, že aktuální situace, kdy k nákupům založeným na rozšířeném úrokovém diferenciatu zatím nedochází, nás tímto směrem nic příliš netlačí.

Velice zhruba řečeno, jestliže se v bilanci neobjeví nějakých 10 nebo 20 miliard navíc, které zjevně pocházejí z horkých peněz, nemá smysl komunikovat, že může dojít k oslabení kurzu. To má smysl pouze v situaci, kdy bude trh překoupený.

V. Tomšík: Jakékoliv prodlužování doby trvání kurzového závazku musí být naprosto kredibilní. Dojde-li k závazku, že kurzový závazek nebude opuštěn do nějaké doby, tak trh musí vnímat, že ČNB má na takovou politiku mandát a je kredibilní. Nejhorší scénář by byl, kdyby byl závazek porušen ve stylu švýcarského případu. Nyní je jedna z posledních možností, kdy lze kredibilně komunikovat odklad termínu exitu. Rozhodně souhlasí s prodloužením doby trvání závazku, jak to navrhuje SM.

Souhlasí s M. Hamplem, že je potřeba intenzivněji komunikovat nízkoinflační prostředí jako nabídkový šok. Proto navrhol v rámci komunikace zdůraznit vztah mezi celkovou, měnověpolitickou a jádrovou inflací. Měnověpolitická inflace je téměř shodná s celkovou inflací, protože nyní nedochází k výrazným daňovým změnám. Na výhledu k nějakým změnám DPH dojde. Jádrová inflace odráží situaci po očištění od nabídkového šoku. Otázkou je, zda se jedná o čistě nabídkový šok a zda opravdu výrazněji vygeneroval reálnou poptávku. Objevují se úvahy, zda nabídkový šok není jednak z důvodu strukturálních změn persistentní, o čemž hovořil již M. Singer, či zda se nejedná částečně i o šok poptávkový. Není to pouze o situaci v Číně, ale i o situaci v rozvíjejících se ekonomikách obecně. Tyto trhy nerostou a negenerují poptávku po energiích tak, jak bylo očekáváno. Domnívá se tedy, že se jedná částečně i o poptávkový šok.

Jestliže je nyní adekvátní reakcí prodloužení doby trvání závazku, a možná se jedná i o jednu z posledních možností tak učinit, pak se objeví otázka, co bude dál. Vyjadřuje souhlas s L. Lízalem v diskuzi o záporných sazbách a vnímá vytrácející se nekrytou úrokovou paritu při stále silnějších garancích ohledně kurzu. V takové situaci je vhodné uvažovat o dalších nástrojích. Záporné sazby nebyly nikdy použity, ale nikdy také nebylo jejich použití vyloučeno. Na technickou nulu jsme se sazbami narazili v listopadu 2012, což už je téměř 4 roky. Za tyto 4 roky se situace ve světě výrazně změnila. Stačí si uvědomit, jak výraznou změnou za tuto dobu prošla měnová politika ECB, která představuje centrální banku s největším vlivem na domácí měnovou politiku. Tato výrazná změna by měla být nějak reflektována. Za zmíněné čtyři roky se na dolní hranici sazeb dostaly i jiné banky: Švédsko, Izrael atd. Některé banky přistoupily k záporným sazbám. Je tedy relevantní o záporných sazbách uvažovat. Uvědomuje si, že hlasování o sazbách je jmenovité a že dnes nebude jednoduché odmítnout návrh SM na ponechání sazeb na technické nule, protože zavedení záporných sazeb znamená významný krok do neznáma. Nejedná se o klasické snížení sazeb o 25 bazických bodů, protože bychom se dostali se sazbami do záporu. Není jasné, zda sazby snížit na -0,05 %, nebo na -0,1 %, zda snížit do záporu všechny tři sazby, nebo například pouze repo sazbu. Domnívá se, že je vhodné, aby zaznělo, že úvahy o záporných sazbách jsou z důvodu změny situace namístě. Vycházíme z indexu měnových podmínek a uvažujeme o všech možnostech. ČNB se nikdy nevzdala možnosti záporných úrokových sazeb. Zároveň je ale důležité, aby tímto směrem SM začala opravdu uvažovat, protože už nebude snadné dále kredibilně prodlužovat kurzový závazek. SM tedy bude muset přijít s podrobnějšími návrhy použití dalších nástrojů.

K. Janáček: Poznamenává, že zásadní otázkou spojenou s projednáním první situační zprávy je, jak bude na základě nové prognózy bankovní rada komunikovat ohledně opuštění kurzového závazku. Domnívá se, že konstatování, že k exitu nedojde dříve než na přelomu let 2016 a 2017, je s novou prognózou v souladu, nijak nesvazuje bankovní radě ruce a odpovídá i vyjádření M. Singera o formě komunikace prodloužení doby trvání závazku. Jedná se o měkké konstatování než konstatování ve formě „dříve než“. Další upřesnění časového horizontu může být diskutováno s novou prognózou.

M. Hampl: Poznamenává, že způsob komunikace hraje roli. Situaci nevnímá tak, že by komunikační návrh SM představoval výrazný komunikační obrat. V nějakém okamžiku došlo k přepnutí do pravděpodobnostního režimu a začalo být komunikováno ve smyslu, že určitě nebude závazek ukončen do jistého okamžiku a s velkou pravděpodobností nebude ukončen do jiného. V mezičase ovšem došlo ke změnám prognózy a nyní komunikujeme ve smyslu, že pravděpodobnost, že by byl závazek ukončen do konce letošního roku, je prakticky nulová. Pravděpodobnost, že ze závazku ČNB vystoupí letos, je stejná jako pravděpodobnost, že Rusko obsadí Aljašku. Je nenulová, ale limitně se blíží nule. Pokud takto pravděpodobnost opuštění závazku tento rok vnímá celá bankovní rada, a neslyšel zde dosud jiný názor, tak proč by eventualita ukončení závazku letos neměla být stejně „zero probability event“ i pro celý trh. Takto byla komunikace ČNB vždy nastavená. Pokud situaci nějak vidíme, tak to tak komunikujeme, ať se mohou dle toho ekonomičtí agenti zařídit. Slovo „pravděpodobně“ hraje oproti jednoznačnému časovému závazku nějakou roli vyjádřenou nějakými procenty distorzního chování trhu, které je zbytečné. Rozumí tomu, že se u real money klientů bavíme pouze o rozložení jejich nákupů v čase. Proč by ale měla reálná ekonomika vynakládat nějaké náklady, když to není nutné a když si je bankovní rada téměř jistá, že k vystoupení dojde až v roce 2017. To považuje za zbytečné a nebylo by to v souladu s principy komunikace v minulosti. Odklad termínu exitu je v souladu s prognózou i s hodnocením bankovní rady.

Vyjadřuje souhlas s V. Tomšíkem ve věci, že se pravděpodobně jedná o jednu z posledních možností, kdy je možné časový závazek provést kredibilně. Možná se dočkáme ještě úplně jiných debat o papíňáku a o tom, co obsahuje a co s ním v budoucnu bude. Nynější situaci ale vidí jednoznačně.

K záporným sazbám poznamenává, že již teď je možné zcela pravdivě sdělit světu, že bankovní rada možnost zavedení záporných úrokových sazeb debatovala. Rozhodně se nebude jednat o žádnou lež. K diskuzi o cykličnosti fiskální politiky poznamenává, že se domnívá, že po roce 1993 ve většině případů analýzy naznačovaly procyklickou fiskální politiku.

T. Holub (ředitel SM): V sedmi z deseti případů byla fiskální politika procyklická.

L. Lízal: Táže se SM, zda by mělo zavedení záporných sazeb nyní vliv na exit. Pokud by zavedení záporných sazeb na exit vliv mělo, pak o tom nemůže nyní hlasovat, protože neví, o čem by v podstatě hlasoval.

T. Holub (ředitel SM): Vliv zavedení záporných sazeb na exit byl debatován na schůzce sekce k měnověpolitickému doporučení. Jedná se o lehké uvolnění měnových podmínek, které by ceteris paribus mohlo exit přiblížovat, ale jedná se o tak malý efekt, že by nehrozilo nedodržení navrhovaného časového závazku. Jestliže ani nárůst ceny ropy na 70 USD/barel nevede v horní variantě scénáře cen ropy k dřívějšímu opuštění závazku, pak ani 25 bazických bodů na sazbách v trvání jednoho roku obrázek kvalitativně nezmění.

L. Lízal: Odpověď ho částečně uklidnila. Rád by se ale vrátil k faktu, že výhled sazeb FRA implikuje na konci roku pokles sazeb 3M PRIBOR. Trh tedy svým způsobem počítá s poklesem sazeb.

Bere zpět kritiku z otevřené části jednání toho, že SM zavedení záporných sazeb výrazněji nedebatovala. SM správně usoudila, že debatu o dopadech zavedení záporných sazeb návrhem komunikace vyprovokuje. Potřeboval by nicméně trochu pevnější vodítko v odhadu dopadů zavedení záporných sazeb. Negativní sazby budou pravděpodobně někdy do exitu zavedeny. Vnímá je ale spíše jako taktický než strategický tah. Rád by měl jasnější analýzy toho, kdy nastane vhodný čas pro jejich zavedení.

P. Řežábek: Připomíná, že vstup do režimu kurzového závazku měl svůj účel. Čím blíže se nacházíme exitu, tím je složitější se závazkem pracovat. Osobně by tolik netlačil na explicitní definování závazku. Nebránil by se ani jeho pozvolnému ukončení a postupnému připravování trhu na návrat do normálu. Čím větší termínová jistota ukončení závazku, tím vhodnější prostředí pro spekulace.

M. Singer: Vyjadřuje souhlas s názorem, že je-li bankovní rada o něčem přesvědčena, tak to má tak komunikovat. Nechtěl pouze, aby se do úvah o odkladu vystoupení ze závazku pletli real money klienti, u kterých jejich aktivitu na devizovém trhu pouze posouváme v čase. Souhlasí s tím, že pravděpodobnost vystoupení ze závazku v roce 2016 je podobná jako pravděpodobnost, že Rusko obsadí Aljašku. Nicméně zůstaneme-li v diskuzi na této rovině, je možné říci, že je rozdíl mezi pravděpodobností obsazení Aljašky a pravděpodobností obsazení Pobaltí. Některé jím dříve v diskuzi zmiňované signály v něm stále zanechávají velice malou pochybnost, zda nedojde k nějakému překvapení u inflace směrem nahoru. Nejedná se ovšem o žádnou výraznou pochybnost.

Pokud existuje pocit, že „únor 2017 přinese meteor, který spadne na paňák“, tak logickou reakcí je, že čím dříve přijde uvolnění měnové politiky, tím lépe.

Reaguje na úvahu P. Řežábka o objemu spekulací spojených s explicitním vyhlášením termínu kurzového závazku. Stále není jasná poloha trhu bezprostředně před exitem. Neví to ani trh. Vracíme se k argumentu „překoupeno vs. nepřekoupeno“. Situaci, kdy byl trh překoupen, jsme zažili v lednu 2014. Došlo k překoupení a trh s tím měl velký problém. Není dané, že k překoupení nedojde, ale v tuto chvíli to nelze říci.

M. Hampl: Připojuje se do diskuze o explicitnosti vyhlášení termínu exitu a poznamenává, že samotné mlžení o termínu exitu vyjadřuje jinou pravděpodobnost exitu. Pokud je shoda na zanedbatelné pravděpodobnosti exitu, tak o termínu exitu nelze mlžit.

III. Úkoly

Nebyly zadány.

IV. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy bankovní rada ČNB jednomyslně rozhodla ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 0,05 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali Miroslav Singer, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Kamil Janáček, Lubomír Lízal, Jiří Rusnok a Pavel Řežábek. Bankovní rada dále rozhodla nadále používat devizový kurz jako další

nástroj uvolňování měnových podmínek a potvrdila závazek ČNB v případě potřeby intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Pro toto rozhodnutí hlasovali Miroslav Singer, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Kamil Janáček, Lubomír Lízal a Jiří Rusnok. Pavel Řežábek se hlasování zdržel.

Zapsal: Michal Franta, poradce bankovní rady