

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 31. března 2016

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 2. situační zprávy

M. Hampl: Dotazuje se sekce měnové (dále jen SM) na odhad dopadu kurzového závazku na reálnou ekonomiku, který provedl ve svém stanovisku poradce. Zajímá ho, jestli tento odhad, jehož technika se liší od staršího odhadu SM, může posloužit jako komplementární přístup k měření dopadů kurzového závazku. Odhad SM se tehdy soustředil zejména na období těsně po zavedení závazku, tedy rok 2014. Nový odhad prezentovaný ve stanovisku poradce oproti tomu ukazuje signifikantní efekt pro rok 2015. Táže se, zda SM může okomentovat metodu použitou ve stanovisku či odhad samotný.

Odpoověď SM: Je výhodou mít k dispozici několik komplementárních metod, takže SM vítá, že poradce tuto analýzu provedl. Shodou okolností SM nyní připravuje pro V. Tomšíka prezentaci na kolokvium ČNB, kde se snaží o kvantifikace dopadu kurzového závazku. Na minulém kolokviu to SM slibovala pod tíží dotazů účastníků a odkazovala se na to, že kvantifikace provede, až bude mít data za celý rok 2015. SM provedla dva odhady. Zaprvé, J. Tonner aktualizoval odhad modelem g3 při použití kontrafaktuálního scénáře. V případě této metody SM věří více, koneckonců stejně jako v případě stanoviska poradce, kvantifikaci dopadu pro rok 2014, která činí zhruba 0,7 až 0,8 p. b. pro HDP (odhad je vyšší pro přidanou hodnotu). Jak u odhadu poradce, tak v simulaci g3 se efekt kurzového závazku jeví jako výraznější v roce 2015, ale dá se předpokládat, že ani jedna z těchto metod explicitně nebere v potaz jednorázové faktory, které zvýšily růst v roce 2015 v ČR oproti jiným zemím, tj. fondy z prostředků EU, levnější ropu a částečně vliv změn spotřebních daní z cigaret, který snížil růst HDP meziročně v roce 2014, ale jehož efekt v roce 2015 naopak vypadl. Tyto vlivy se SM snaží zachytit v prezentaci aktualizací odhadu pomocí jednoduchého růstového účetnictví (výpočtu „přes palec“), který vychází po zohlednění výše zmíněných idiosynkratických vlivů tak, že v roce 2014 činil dopad závazku do HDP 1,2 p. b.; v roce 2015 pak už jenom asi 0,5 p. b. Poměr těchto odhadů tedy vychází opačně, než ve stanovisku poradce a v modelu g3. Vliv závazku je nadále pozitivní, ale v roce 2015 už hrají roli jiné vlivy, které mají větší příspěvek do růstu HDP než uvolnění měnové politiky. Každopádně je dobré dívat se na tuto záležitost z různých pohledů. Pokud by poradce chtěl poskytnout tento odhad do prezentace na kolokvium, tak by bylo zajímavé prezentovat i tyto nové odhady.

M. Hampl (v diskuzi o trhu práce): Konstatuje, že jsme opakovaně překvapováni nižším než predikovaným růstem mezd. Nicméně při pohledu na údaje za 4. čtvrtletí se zdá, že se nemusí jednat o velkou záhadu: produktivita roste pomaleji oproti očekávání, a to nikoli nevýznamně. Růst reálných mezd ve 4. čtvrtletí je vyšší než růst produktivity, takže podle jeho názoru nemusí být fundamentálně odůvodnitelné, aby mzdy rostly ještě rychleji. Nastává zajímavá situace, kdy

trh práce evidentně absorbuje stále další pracovníky, kteří jsou ale pravděpodobně stále méně produktivní.

Odpověď SM: Je pravda, že fundamenty z hlediska nižšího výhledu produktivity, inflace a dalších faktorů vedou k nižšímu odhadu růstu mezd. Lze to pozorovat i v aktualizované simulaci v tom ohledu, že se růst mezd nesnižuje pouze na nejkraťším konci, ale i na celém horizontu predikce, na kterém začínají dominovat zmíněné fundamentální faktory. Co se týče produktivity nově najímaných pracovníků, největší nárůst zaměstnanosti byl pozorován ve zpracovatelském průmyslu, naopak ve službách se dokonce v některých odvětvích zaměstnanost začala mírně snižovat. Takže se spíše zdá (a vidíme to i z vývoje mediánové mzdy, který rostl poměrně výrazně), že mzdy narůstaly zejména ve středu mzdového rozpětí.

M. Hampl (v diskuzi o trhu práce): Proč tedy vývoj produktivity zaostává za očekáváním?

Odpověď SM: Chyba v predikci vyvstává z titulu údajů národního účetnictví. Pokud SZ pomine dnešní aktualizaci dat o HDP, která zatím ještě není uveřejněna, tak na dostupných datech lze pozorovat výpadek investic, pravděpodobně jak z EU fondů, tak ze strany soukromých investic a nižších zásob. Do určité míry se tak jedná o statistický artefakt.

M. Hampl (v diskuzi o trhu práce): Je možné, že tato odchylka skutečnosti od prognózy může zmizet v souvislosti s revizí dat?

Odpověď SM: Minimálně vývoj investic z EU fondů je extrémně nejistý. Podle posledních dat z notifikací bylo zaznamenáno jejich poměrně velké navýšení za rok 2015. Není jasné, jestli ho ČSÚ vůbec promítne do dnešních dat národních účtů, protože obvykle se toto promítá až se čtvrtletním zpožděním. Z tohoto titulu tak existuje poměrně velká nejistota. Další vekou nejistotu představují soukromé investice. Opět není známo, jak budou vypadat dnes zveřejněná data, ale k dispozici jsou předběžná data ČSÚ a individuální data nefinančních podniků, dle kterých se pro 4. čtvrtletí poměrně významně snížily investice ve zpracovatelském průmyslu. To příliš nekoresponduje s cyklickým příběhem oživení v zahraničí, protože v minulosti jsme viděli, že právě oživení zahraničního růstu je hodně silně svázáno s investicemi v průmyslu a obecně s investiční aktivitou v soukromém sektoru. Při zpracování nové prognózy SM prozkoumá tuto záležitost detailněji. Výsledky je možné prezentovat na první schůzce k prognóze.

K. Janáček (v diskuzi o trhu práce): Táže se, čím lze vysvětlit významnou mezeru mezi údaji o růstu objemu pracovních příjmů ve 4. čtvrtletí 2015 (přes 4 %) a výdaji na soukromou spotřebu (2,8 %). Navíc údaje o růstu tržeb signalizují za 4. čtvrtletí poměrně vysokou dynamiku. Je tento nesoulad dán metodikou, tedy z toho titulu, že objem pracovních příjmů je méně náchylný k revizím, než jsou výdaje na soukromou spotřebu z národních účtů, nebo je to dáno jinými faktory?

Odpověď SM: V rámci dnešního balíčku dat budou k dispozici i ostatní složky disponibilního důchodu, takže bude možné se podívat, zda nedošlo k nějakému nečekanému poklesu v dalších složkách. SM bude schopna prezentovat detailní informace k pracovním a mimopracovním příjmům domácností až na schůzce k nové prognóze. Dojde ještě k revizi sezonně očištěných národních účtů. V pondělí uspořádá ČSÚ seminář s analytiky, na který je SM též pozvána, kde představí nový systém sezonního očišťování národních účtů. Ten sice nebude mít vliv na dynamiku meziročního růstu HDP, ale významně změní rozložení mezi kvartály s tím, že rozdíl

mezi starou a novou metodou bude do značné míry dán změnou stavu zásob. Dnešní data je tak třeba analyzovat při vědomí, že stejně budou v dohledné době revidována.

L. Lízal (v diskuzi o trhu práce): Na str. 21 v situační zprávě (dále jen SZ) je argumentováno minimální mzdou, jejíž nárůst obecně povede k nárůstu mezd. Dotazuje se, zda existuje kvantifikace rozdílu vlivu nárůstu minimální mzdy na samotné mzdy a reálný příjem. Pokud se minimální mzda dotýká zejména lidí, kteří stejně dostávají „peníze bokem“ nad minimální mzdu (např. v pohostinství), tak zvýšení minimální mzdy může působit jako vyšší daň a reálný příjem těchto pracujících může ve skutečnosti dokonce i klesnout.

Odpověď SM: To je legitimní úvaha. Obává se ale, že k tomu žádná data nejsou k dispozici.

M. Singer (v diskuzi o trhu práce): Domnívá se, že takové doplatky k minimální mzdě nejsou častým jevem. Lidé, kteří berou peníze bokem, obvykle nejsou vůbec oficiálně zaměstnání. Z tohoto pohledu by změna minimální mzdy situaci zásadně ovlivnit neměla. Ani nepomůže, ani neuškodí: chodí-li člověk, který není oficiálně zaměstnaný, pomáhat odpoledne hospodskému, tak bude chodit i nadále.

L. Lízal (v diskuzi o trhu práce): Jeho otázka směřovala k vazbě mezi mzdou a reálným příjmem domácností.

Odpověď SM: Dopad minimální mzdy může být v tomto ohledu různý v různých sektorech. Když někdo pobírá minimální mzdu v průmyslu, tak nelze příliš očekávat, že k tomu dostává něco bokem. Je-li řeč o malé firmě v sektoru služeb, tak potom je to pravděpodobněji.

M. Hampl: Má dotaz na sekci bankovních obchodů (dále jen SBO), a to na interpretaci jejich stanoviska v měnověpolitickém doporučení (dále jen MPD), konkrétně bodu b). Táže se, zda ho správně chápe tak, že dle SBO tlak na hladinu kurzového závazku čistě z důvodu úrokového diferenciálu byl a pravděpodobně i nadále bude relativně malý.

Odpověď SBO: Potvrzuje, že tomu tak skutečně je.

L. Lízal (v diskuzi o podkladech k záporným sazbám): Děkuje za stanovisko poradce. Konstatuje, že podobné podklady by očekával od SM již u minulé situační zprávy, ne-li dříve.

Odpověď SM: V mezidobí měla SM několik schůzek s SBO a dalšími zúčastněnými sekcemi a spolu připravily dvě verze úředního sdělení, které by umožnilo implementovat jak non-tiered (kdy jsou všechny rezervy předmětem stejné sazby), tak tiered variantu záporných úrokových sazeb. Vzhledem k tomu, že situace dnes evidentně nespěje k tomu, že by zavedení záporných sazeb přicházelo v úvahu na tomto zasedání, tak tyto materiály SM nezdůrazňovala. Ale považuje za přínosné, aby v době do dalšího měnověpolitického jednání proběhla porada bankovní rady (dále jen BR) s experty, kde by se diskutovalo, která z variant bude preferována. Pokud by se jednalo o tiered variantu, pak vzniká značný počet parametrů, které je třeba nastavit. Nastavení těchto parametrů není úplně vhodné řešit na měnověpolitickém jednání, takže by bylo dobré je mít předdiskutované. Sekce měnová se tedy v MPD omezila na výzvu, že si sama říká o úkol svolat poradu s experty na toto téma, pokud o ni BR bude mít zájem.

L. Lízal (v diskuzi o podkladech k záporným sazbám): Poznává, že dané materiály ale měly být zpracovány s větším předstihem.

Odpověď SM: Argumentuje, že SM nic nepromeškala, protože situace nespěje k zavedení záporných sazeb na tomto jednání. Kdyby k tomu situace spěla, tak by SM byla schopna proces urychlit, ale okolnosti ji do toho netlačily.

L. Lízal (v diskuzi o trhu s ropou): Jelikož celkové zásoby ropy významně rostou, není mu jasné, proč SM používá odhad vyššího výhledu ceny ropy. Upozorňuje na potenciální nekonzistenci.

M. Singer (v diskuzi o trhu s ropou): Připojuje se k otázce poradce ohledně těžby z ropných písků v Kanadě. Dotyčná věta na str. 12 v SZ nedává příliš smysl.

Odpověď SM: Investice do těžby ropy byly činěny s razancí v době, kdy ropa stála 110 či 120 dolarů za barel, a to v Mexickém zálivu i Kanadě. Například v Kanadě se jedná o nákladné investice, které je nutné obhospodařovat – stejně, jako se často vyplatí ponechat v provozu vysokou pec, protože když vyhasne, její opětovné uvedení do provozu je spojeno s velkými náklady. Tedy přesto, že cena ropy je nízká, těžba probíhá, i když výnosy z provozu se možná nachází pod variabilními náklady. Pro těžaře je to ale pořád lepší, než kdyby museli v budoucnu znovu hradit celou fixní investici na obnovení těžby. Výhledy ceny ropy jsou hodně perzistentní, když jsou počítány na základě futures kontraktů, které do značné míry odráží aktuální informace. Největší vliv měla plánovaná dohoda významných producentů ropy, Venezuely, Saudské Arábie a Ruska, ohledně omezení produkce, o kterém se má jednat ještě v dubnu. Zatím to vypadá, že Saudská Arábie s tím pravděpodobně souhlasit nebude, protože by to pro ni nebylo výhodné. Dalším faktorem je, že se snižuje spread mezi nabídkou a poptávkou. SM odkazuje na globální ekonomický výhled (dále jen GEV) z června roku 2015, kde se zabývala sezonními tendencemi ceny ropy. Na vzorku dat za posledních 30 let vychází, že cena ropy má tendenci dosahovat dna zejména v únoru a březnu, od té doby rafinerie zvyšují poptávku po ropě. Poptávku zvyšují proto, aby měly dostatek zásob pro výrobu derivátů na nastávající motoristickou sezónu. Tržní vrchol cen vychází na červen, poté cena opět klesá. Další vliv na cenu ropy má také uvolnění měnové politiky významných centrálních bank. Ropa je považována za rizikové aktivum a v posledních měsících je její cena významně korelována s akciovými indexy. Další uvolnění měnových podmínek ze strany Bank of Japan a ECB a zmírnění komunikace FEDu ohledně dalšího zpřísnování podpořila na trzích tato riziková aktiva. První zpráva ohledně plánované dohody o omezení těžby také mohla způsobit, že velcí tržní hráči začali uzavírat krátké pozice na ropu, což opět mohlo krátkodobě způsobit růst ceny ropy.

L. Lízal: Poznává, že úvěry nefinančním podnikům začaly klesat, což naznačují již dva po sobě jdoucí údaje. Má SM nějaký příběh, který by vysvětloval, proč tomu tak je? Souvisí to například s poklesem zakázek ve stavebnictví?

Odpověď SM: Vývoj poskytování úvěrů korporátnímu sektoru je v poslední době volatilní. Volatilitu do něho vnáší vývoj krátkodobých úvěrů a velkých úvěrů, zatímco dlouhodobé investiční úvěry rostou relativně stabilně a odráží se v nich příznivé klima panující v ekonomice. Investiční úvěry jsou taženy sektorem developmentu, který zažívá boom. Z tohoto titulu lze čekat, že pozitivní dynamika úvěrů korporátnímu sektoru jako celku se po současném snížení obnoví. Pokles krátkodobých úvěrů může být způsoben dobrou situací v cash flow podniků, případně jednorázovými záležitostmi. Jejich vývoj tedy SM nehodnotí jako negativní signál. Investiční úvěry ve zpracovatelském sektoru i sektoru obchodu vykazují určité zvolnění, rovněž sem ale volatilitu vnáší jednorázové faktory. Lze očekávat solidní růst i v dalším období. Šetření

úvěrových podmínek bank ukazuje, že náběh nového programového období EU projektů, kde je příjemcem soukromý sektor, nebude procházet zdaleka tak skokovým propadem jako v sektoru vlády. Soukromý sektor se připravil dobře a spolufinancování, které banky podnikům nabízejí, bude dále probíhat hladce. Financování těchto typů projektů bude dále jedním z kladných příspěvatelů k růstu celkového úvěrování korporátního sektoru.

L. Lízal (v diskuzi o stínových sazbách ECB): Jeho námět navazuje na stanovisko poradce. Co se týče stínových sazeb ECB, tak SM používá v modelu g3 odhad, který je nižší než odhady spočítané za použití jiných metod. S tím souvisí rozpor mezi snímky 29 a 32 v prezentaci SM, kde u simulací s volnými sazbami snížení sazeb pod nulu funguje relativně dobře, ale v okamžiku, kdy je v modelu kurzový závazek, tak toto nefunguje – záporné sazby prakticky neovlivňují ostatní proměnné. Vidí zde určitou nekonzistenci a chce se zeptat, co je její příčinou, zdali kurzový závazek přebíjí úrokový nástroj, nebo zda se jedná o nějaký technický aspekt modelu. Pro příště by ocenil úvahu odrážející se od stanoviska poradce, a to jaký efekt by mělo zavedení záporných sazeb pouze na část depozit. Bylo by také dobré, kdyby SM byla schopná provést zpětnou evaluaci toho, jaké stínové sazby by bylo nejlepší používat na základě historicky pozorovaných dat.

Odpoověď SM: Co se týče stínových sazeb, dotaz může posloužit jako námět na citlivostní analýzu. Už však odhadem „přes palec“ lze říci, že kdybychom stínovou sazbu snížili z minus 150 b. b. na minus 300 b. b., tak by v simulaci s volnými sazbami nechybělo 6 standardních snížení repo sazby, ale 12. V základním scénáři by prakticky nebyl možný exit z kurzového závazku v roce 2017, protože latentní apreciační tlak by byl příliš silný. Co se týče rozporu mezi fungováním záporných sazeb s kurzovým závazkem a bez něj, tak právě během fungování kurzového závazku se latentní apreciační tlak může projevat jedině v objemu intervencí. Díky tomu, že nyní už nějakou dobu k intervencím nedochází, tak se nezdá, že bychom v současné situaci potřebovali do modelu zavádět více tohoto latentního apreciačního tlaku v podobě ještě více záporných stínových sazeb ECB. Na jiných veličinách než objemu intervencí se efekt stínových sazeb začne projevat až po exitu.

L. Lízal (v diskuzi o stínových sazbách ECB): Zajímá ho, jestli má SM ze zpětného pohledu představu o tom, který z modelů určování stínových sazeb je blíže realitě. Správné nastavení stínových sazeb bude skutečně důležité v budoucnosti.

Odpoověď SM: Bylo by nutné mít model, který počítá se vztahem úrokového diferenciálu a objemu intervencí, ale takový model není momentálně k dispozici. SM se nad námětem zamyslí. Modelové implikace se kvantifikují snáze, ale vzhledem k tomu, že nepozorujeme kontrafaktuální vývoj, tak díky kurzovému závazku budeme těžko moci usuzovat o vhodnosti různých stínových sazeb na základě jiných dat, než jsou právě objemy intervencí. Některé přístupy k odhadování stínových sazeb jdou jiným směrem, přes výnosové křivky, jejichž vypovídací schopnost však v současnosti není zřejmě taková, jaká byla v období před začátkem používání nekonvenční měnové politiky. Je otázka, zda tento aspekt uměle nezvětšuje rozdíl mezi naší konzervativní metodou a tím, co se často používá v ekonomické literatuře. Rozdíly jsou markantní a jsou popisovány v říjnovém GEVU.

L. Lízal: Jeho poslední komentář se týká finanční stability. Rozumí tomu, že negativní sazby by způsobily bankám náklady. Ale nelze tvrdit, že se jedná o riziko pro finanční stabilitu, protože bankovní sektor je na tom tak dobře, že ho lehce negativní sazba nemůže ohrozit.

J. Rusnok: Děkuje za kvalitní analytickou práci. Zvláště oceňuje box o NAIRU a trhu práce. Co se týče prognóz, tak ty nám v poslední době příliš nevycházejí, nejsme v tom však sami. Situace je komplikována tím, že se pohybujeme v časech, kde každý výkyv vypadá pod mikroskopem mohutně, ale pro nástroje, které používáme, je často obtížně zaznamatelný. První věc, na kterou by se chtěl zeptat, jsou prognózy ostatních institucí na str. 5 v SZ. Tam je graf, kde jsou srovnávány sazby FRA s trajektorií sazeb z prognózy ČNB. Oproti tomu na str. 39, kde je představena diskuze domácích úrokových sazeb, je psáno: „Tržní výhled krátkodobých úrokových sazeb dle aktuálních kotací FRA kontraktů po této korekci implikuje pokles sazeb 3M PRIBOR cca o 15 b. b. do začátku příštího roku. Na celém horizontu se tak pohybuje mírně pod trajektorií úrokových sazeb ze stávající prognózy ČNB.“ Ale když se podívá na graf na straně 5, který je za touto větou odkazován, tak „mírně pod trajektorií ČNB“ v grafu znamená 65 b. b. Tento rozdíl se navíc v poslední době v situačních zprávách zvětšuje. Ocenil by, aby SM tuto skutečnost vysvětlila. Buď tedy tyto údaje nebereme příliš vážně, a tím pádem ani další z toho vyplývající indikátory nebudou brány vážně, nebo nižší výhledy sazeb trhu oproti prognóze mohou znamenat, že naše měnové podmínky jsou na delším horizontu de facto uvolněnější, než uvažuje naše prognóza. Zajímalo by ho, čemu SM více věří – zda predikci prognózy nebo implikované predikci trhu.

Odpověď SM: Rozdíl ve vyznění SZ na str. 5 a 39 je částečně zdánlivý v tom, že FRA výhledy jsou dominantně komentované na ročním horizontu, kde se skutečně rozdíl pohybuje do 15 b. b. Rozdíl narůstá až v samotném závěru, kde naše prognóza už předpokládá exit a začátek zvyšování sazeb, zatímco tržní výhled implikuje, že trh buď ještě nečeká exit, nebo čeká, že první zvyšování sazeb bude za exitem z kurzového závazku poměrně výrazně časově odložené. To nám také udávají šetření IOFT. SM se domnívá, že momentálně je oproti prognóze reálnější tržní výhled. Prognóza je spojena s protiinflačními riziky a předpokládá exit už začátkem roku 2017, ale po zohlednění těchto protiinflačních rizik se exit dá očekávat spíše až kolem poloviny roku 2017. Aktuálnější informace tak dávají tržnímu výhledu realističtější základ. Zároveň SM v prognóze nezohledňuje strategické úvahy toho typu, že nejdříve provedeme exit a následně budeme čekat, jak se bude vyvíjet kurz, a teprve s nějakým časovým odstupem začneme zvyšovat sazby. Tržní výhledy berou v úvahu také strategické měnověpolitické aspekty. Realisticky lze očekávat, že tyto strategické aspekty budou důležité a ČNB tak bude postupovat. Tyto dva důvody tedy vedou k tomu, že tržní výhled je v současné situaci lepší prediktor než ten, který máme v prognóze.

J. Rusnok: Připojuje se k dotazu poradce ohledně protiinflačního působení vývoje mezd. SM sice říká, že mzdy rostou v průměru pomaleji, než bylo očekáváno, ale objem mezd pomaleji neroste. Podle jeho názoru je objem mezd z hlediska inflace rozhodující. Navíc tím, že mediánová mzda roste rychle, spíše rostou mzdy a příjmy skupin, které mají větší sklon ke spotřebě.

Odpověď SM: Objem mezd skutečně nerostl pomaleji než prognóza. To ale nemusí být rozhodující z hlediska prognózy inflace, ačkoli je to určitě rozhodující z hlediska spotřeby domácností, kde žádná rizika směrem dolů oproti prognóze nejsou pozorována. Z hlediska prognózy inflace hraje průměrná mzda důležitou roli z hlediska průměrných nákladů firem na

jednotku produkce. To může mít protiinflační dopady, i když se objem mezd vyvíjí v souladu s prognózou. Zároveň je ale pravda, že mediánová mzda roste relativně rychle. Z tohoto pohledu se může ukázat, že do budoucna se odchylka od prognózy zkoriguje více, než čekáme. Jistou váhu vysokému růstu mediánové mzdy tedy SM přikládá.

J. Rusnok: Uvítal by komentář SM k tématu spotřebitelských úvěrů, jejichž dynamika výrazně roste. Tato skutečnost také vytváří dodatečnou poptávku. Je to už zakomponované ve výhledu poptávky v prognóze, případně nemůže to být nějaký dodatečný zdroj poptávkových tlaků? Zdá se, že takový tlak teprve nastane, neboť banky se na spotřebitelské úvěry pečlivě připravily a reklamní kampaň se rozjela – objem těchto úvěrů bude narůstat.

Odpověď SM: Tato situace odráží skutečnost, že úroková složka měnových podmínek je skutečně výrazně uvolněná. U spotřebitelských úvěrů je zrychlení pozorované v posledních několika měsících opravdu razantní a zdá se, že už není dominantně taženo konsolidací úvěrů, ale že to jsou skutečně převážně nové úvěry. To znamená dodatečnou kupní sílu pro spotřebitelské výdaje, což by prognóza, díky tomu, že pracuje s vlivem úrokových měr na mezičasovou substituci, měla v sobě zahrnovat. Banky poskytují úvěry za stále lepších a lepších úvěrových podmínek: snižují se nejen úrokové sazby, které na spotřebitelských úvěrech klesly v posledních měsících výrazně, ale uvolňují se i další složky úvěrových podmínek. Banky hlásí, že spotřebitelé přistupují k financování s dobrou důvěrou v budoucnost ekonomiky a trhu práce. Velký vliv mají třetí strany, které jsou teď mimořádně aktivní: prakticky nikdo už pro úvěr nechodí sám za sebe, ale jde doprovázen „ičařem“, který ho k obchodu motivuje. Banky mají ochotu úvěry poskytovat ve zvýšené míře. V kostce se dá říci, že prognóza tyto efekty implicitně obsahuje.

J. Rusnok (v diskuzi o fiskální politice): Táže se na výhled schodku státního rozpočtu. V SZ je avizováno, že plán rozpočtu na rok 2017 by měl být vyrovnaný, nicméně nedávno ministr financí vyhlásil směrná čísla, že pro rok 2017 bude cílovat deficit ve výši 60 mld. Tato skutečnost spíše hovoří pro expanzivnější pojetí fiskální politiky v příštím roce, než jak je zatím uvažováno v SZ.

M. Singer (v diskuzi o fiskální politice): Na str. 15 v SZ je uvedena věta: „Fiskální politika bude v roce 2016 v souhrnu výrazně restriktivní s negativním příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně -0,6 p. b., a to zejména vlivem zmíněného propadu vládních investic.“ Takové prohlášení by si zasloužilo nějaký kondicionál. Uvědomuje si, že tento materiál nebude zveřejněn, ale i pro něj samotného je s ohledem na volební cyklus těžké číst, jak se zpřísní fiskální politika.

Odpověď SM: I z naší strany bylo zachyceno, že ministr financí mluví o 60 mld. plánovaného deficitu pro rok 2017. První reakce SM byla taková, že se jedná o dodatečné výdaje, které je možné čekat v souvislosti s volebním cyklem. Na druhou stranu ale skutečný deficit státního rozpočtu bývá obvykle o cca 30 mld. nižší, než jaký je plán. Zbytek veřejných rozpočtů, zejména na municipální úrovni, je schopen přebytku 30 mld. vygenerovat. Takže je stále možné, že skutečný deficit veřejných financí pro rok 2017 bude blízko nuly. Nicméně zde opravdu existuje riziko politického cyklu, které SM připouští.

K. Janáček (v diskuzi o efektivitě prodlužování termínu exitu): Žádá SM o reakci na stanovisko poradce, ve kterém hned na první straně radí neprodužovat termín exitu, protože přestal být

efektivním nástrojem uvolňování měnové politiky – když oproti tomu prognostický model opět velí prodloužit termín ukončení závazku.

Odpořěd' SM: Ze simulací SM plyne, že prodluřžování závazku je stále efektivní nástroj, neboť odkládá posilění koruny v roce 2017. Uvřždomuje si vřžšak, že je třžžké důvřžřehodně prodluřžovat „hard commitment“, neboli nejbliřžší termín opuřžštění závazku. To znamená, že doporučení SM je ponechat dnes hard commitment tak, jak je (jinými slovy, že neopustíme závazek dřívě než v roce 2017), ale z hlediska probabilistické formulace SM navrhuje odsunout exit do poloviny roku 2017.

M. Singer (v diskuzi o efektivitě prodluřžování termínu exitu): Ptá se poradce, jak dokáže vysvětlit svřžj názor na sniřžující se efektivitu odkladu termínu exitu z kurzového závazku v souvislosti s vlastním zjiřžtřením, že udržování kurzového závazku v roce 2015 mělo významné dopady na ekonomiku. Proč takové opatřření nestimuluje ekonomiku i ve smyslu forward guidance? Nedává mu to smysl a řžadá k této záležitosti komentář.

Odpořěd' poradce Havráňka: Prodluřžování hard commitmentu není nyní efektivní z hlediska inflace na horizontu měnové politiky, neboť hard commitment je stanoven téměř na rok dopřředu. Posunutí commitmentu jeřžtě dále do budoucnosti tedy přřřliš neovlivní inflaci na horizontu rok až rok a půl od dneřšního rozhodnutí.

M. Singer (v diskuzi o efektivitě prodluřžování termínu exitu): Není to ale argument proti vyuřžití posunu termínu exitu v případě potřřeby, až se začne opět přřřbliřžovat konec hard commitmentu.

Odpořěd' poradce Havráňka: Souhlasí.

P. Řeřžábek: Oceňuje zejména MPD, jelikořž bylo rozřřířřeno o téma rizika dlouhodobě nízkých sazeb pro finanční stabilitu, které dosud nebylo podrobně diskutováno, a také o podnětná stanoviska jiných útvarů.

P. Řeřžábek (v diskuzi o Beveridgově křřivce): Chválí Box 1 na str. 19 v SZ, protože obohacení Beveridgovy křřivky o korigovanou inflaci bez pohonných hmot je velice zajímavé. Táže se, zda SM zkouřřela sestavit podobnou křřivku i s tempy řřstů mezd, protože se domnívá, že takové zpracování by mohlo tēž přřinést zajímavý vstup do diskuze. Lze z Beveridgovy křřivky predikovat výhled mzdového vývoje? U Beveridgovy křřivky bylo také již v minulosti diskutováno, že je třřeba změnit měřřitko grafu pro daný časový úsek, protože jinak dochází ke kumulaci pozorování na malém prostoru, což zhorřřuje přřehlednost grafu. Chtěl by požádat SM, aby se toho držela.

M. Singer (v diskuzi o Beveridgově křřivce): Oceňuje Beveridgovu křřivku s údaji o korigované inflaci bez pohonných hmot. Kdyby do křřivky byl zanesen řřst mezd, tak by chtěl vidět vedle vývoje nominálních mezd i reálné mzdy, což by přřineslo zajímavějšři srovnání s předchozími cyklickými vývoji.

Odpořěd' SM: Vývoj mezd do Beveridgovy křřivky zatím SM vnášet nezkouřřela, vyzkouřří tedy rovnou nominální i reálné a zařřle BR.

P. Řeřžábek: Nepřřesnost v prognóze vychází zejména z vývoje hrubé tvorby kapitálu. Uvedené vysvětlění se opírá o dřívějšři než očekávané ukončení investičních projektů spolufinancovaných z předchozího programového období EU fondů, ale k poklesu dochází i u soukromých investic.

Dotazuje se, zda má SM k dispozici nějaký fundamentální příběh, který by nám osvětlil důvod poklesu soukromých investic; nyní takový příběh v SZ příliš nalézt nelze. Možné vysvětlení je, že se jedná o volatilní složku HDP, která se těžko predikuje. Na druhou stranu by bylo smutné, kdybychom se dostali do situace, ve které by byla dynamika hrubé tvorby kapitálu determinovaná primárně čerpáním fondů EU. To by nebylo ideální pro žádnou ekonomiku. Jako optimista doufá, že se od SM dozví nějaký jiný příběh.

Odpověď SM: Co se týče soukromých investic, tak SM nemá k dispozici přesnější údaje, které by jí umožnily na tuto otázku odpovědět. Možná až SM zanalyzuje nová data ČSÚ a sektorové členění, tak bude moci poskytnout odpověď.

P. Řežábek: Podotýká, že co se týče potravin, tak opět pozorujeme znatelný rozdíl oproti předchozí SZ; v ní byl očekáván postupný nárůst, nyní se vývoj cen potravin transformoval v protiinflační riziko. Připomíná, že tato překvapení ohledně růstu cen potravin, ať už na tu či onu stranu, pozorujeme již přibližně posledních 6 situačních zpráv. Uvědomuje si, že predikovat tuto volatilní složku není jednoduché. Opět ale vznáší apel, zda by nešlo změnit přístup a od těchto krátkodobých vlivů se oprostit, abychom nemuseli čelit takto výrazným změnám prognózy během následujících SZ.

Odpověď SM: Situace je paradoxní v tom, že SM se o rozšíření predikčních metod v této oblasti snaží více než v kterékoli jiné oblasti. Jsou používány předstihové indikátory typu Tesco index, ceny z Makra a podobně, ale přesto se predikce netrefují. V okamžiku, kdy jsou úplně ignorovány krátkodobé fluktuační těchto okruhů, ale potom se ex post ukáže, že to byla chyba, tak bude SM kritizována za to, že dělá tolik analýz a má krátkodobé indikátory, ale nepoužívá je. SM vytvořila i poměrně detailní srovnání vývoje cen potravin v ČR s okolními zeměmi, kde to ovšem vypadá, že v ČR jsou poklesy výraznější, takže i v mezinárodním srovnání jsme překvapováni poslední dobou směrem dolů.

P. Řežábek: Jeho další dotaz se týká MPD, respektive konce dnešní prezentace SM. Žádá vysvětlení, jak přesně SM myslí následující výrok: „Posílení koruny bude navíc tlumeno zajištěním kurzového rizika ze strany vývozců během trvání závazku.“ Důraz je tedy kladen na zajištění v době trvání závazku. Na druhou stranu, když ale exportéři vidí, že exit z kurzového závazku je prodlužován, tak se nyní moc zajišťovat nebudou. Má obavu, jestli snížený tlak na budoucí posilování koruny z hlediska zajišťování během trvání závazku není částečně iluzí, protože s blížícím se koncem závazku nebudou finanční instituce exportérům nabízet tak výhodné podmínky, které jsou nabízeny nyní. Má SM nějakou představu o hodnotě kurzu, která by mohla být používána v rámci zajištění?

Odpověď SM: Domnívá se, že prodloužení hard commitmentu skutečně snížilo motivaci exportérů zajišťovat se. Nicméně minimálně v polovině roku se dá očekávat, že banky začnou opět nabídat firmy, aby se zajišťovaly, protože při zajištění na poslední chvíli jim bude nabídnuta horší cena. SM se domnívá, že začátkem letošního roku už nějaká zajištění probíhala s ohledem na to, že hard commitment byl tehdy stanoven jen do poloviny roku 2016. S tím, jak jsme nedávno termín exitu posunuli, jsme zajišťování odložili pro řadu subjektů o půl roku.

Odpověď SBO: Souhlasí se SM. Navíc na začátku roku byly k zajišťování příznivější podmínky – swapové spready byly výrazně užší, než jsou nyní, takže bylo možné zajistit se na rok nebo i rok a půl dopředu za cenu těsně pod 27 Kč za euro. Nyní pozorujeme méně aktivity v tomto směru.

Zajímavé také je, že pro banky a spoustu klientů je pravděpodobností formulace exitu brána s větší rezervou než hard commitment.

V. Tomšík: Děkuje za zpracování kvalitní situační zprávy, která obsahuje všechny relevantní údaje. Jeho dotaz navazuje na J. Rusnoka: v podobě SZ máme k dispozici podrobný technický popis situace, ale ohledně přesnosti prognózy se nám příliš nedaří, ačkoli v tom nejsme sami. Pochopil by, kdyby zdrojem nepřesností byly stále nějaké nové šoky. Ale i L. Lízal jasně řekl, že jsme dlouhodobě překvapováni jedním směrem, a to v naplňování očekávání vývoje vnějšího prostředí. Díky tomu, že už asi 15 let používáme Consensus Forecast (dále jen CF), tak vychýlení našich prognóz je dáno zejména vychýlením CF. Uvědomuje si, že SM si toho je samozřejmě vědoma a že alespoň na krátkém konci našich prognóz údaje CF upravuje a expertně snižuje výhled cen průmyslových výrobců v zahraničí. Jedná se ale o dlouhodobý problém, takže si klade otázku, zda by nebylo lepší při další prognóze přijít s alternativním scénářem, že už nevěříme v CF a uděláme si vlastní prognózu zahraničního vývoje, které budeme moci více důvěřovat. V sázce je mnoho – věrohodnost našich prognóz. Nemáme prostor v médiích vysvětlovat, že jsme neustále překvapováni daty zvenčí; lidé se nezajímají o to, že přebíráme odhady CF. Předložený materiál tak představuje sice dobrý technický popis situace, ale tyto důležité úvahy v něm chybí.

Odpoověď SM: SM je si vědoma chyb plynoucích z přebírání PPI pro eurozónu z CF, takže, jak bylo zmíněno, začala provádět expertní úpravy na kratším konci prognózy. Nyní tuto expertní úpravu ponechala, přičemž úprava je celkem značná, a to asi 1,2 p. b. směrem dolů pro letošní rok. Dále také odbor vnějších ekonomických vztahů dostal za úkol zpracovat nějaký malý model pro predikci PPI, který by nám dával alternativní pohled vůči CF. Je to také součástí strukturálního modelu, který je testován v odboru makroekonomický prognóz, ze kterého by také mohl vzejít nějaký výsledek relevantní pro tyto úvahy. SM dá vědět, až některý z těchto modelů bude k dispozici. Další cestou je, že pomocí alternativních scénářů či citlivostních analýz (jako například těch v minulé SZ), umíme simulovat vliv cen ropy a další faktorů, přičemž cena ropy je nyní to hlavní, co ovlivňuje ceny výrobců.

M. Singer: Co se týče simulace s kurzem, tak SM říká, že výsledky jsou taženy úrokovým diferenciálem. Myslel si však, že v této simulaci nastavujeme kurz tak, jak potřebujeme, podobně jako v simulaci s volnými úrokovými sazbami nastavujeme úrokové sazby.

Odpoověď SM: Do simulací s endogenním kurzem SM nevnáší přímo úroveň kurzu, ale šoky, které posouvají kurz na slabší úroveň. Pokud proti tomuto vlivu působí silné apreciační tlaky ze stínových sazeb v eurozóně, tak tyto šoky nemusí být dostatečné. SM se zamyslí, zda s ohledem na tuto situaci nezvýšit agresivitu pravidla v simulaci, aby byly šoky zase dostatečné na přetlačení vývoje zahraničí. Simulace se upraví tak, aby fungovala podle původního zadání.

M. Singer (v diskuzi o cenách průmyslových výrobců): Konstatuje, že ceny průmyslových výrobců jsou pro nás zdrojem stálých překvapení. Tabulka na str. 6 v SZ udává, že klesají o 4 %, zatímco vývozní ceny klesají o 3,3 % a dovozní o 3,8 %. Tyto údaje ho překvapují proto, že nic dalšího v SZ nenaznačuje, že by u nás byla poptávka chladnější než ve vnějším prostředí. Jak si potom v tomto kontextu dává SM dohromady, že ceny tuzemských průmyslových výrobců klesají rychleji, než dovozní a vývozní ceny? Intuitivně tomu nerozumí a potřeboval by vysvětlení.

Odpověď SM: Může to být tím, že v ČR mají oproti eurozóně větší váhu položky, jejichž cena teď rychleji klesá, jako například ropa či kovy. Mimo jiné zde mají také větší váhu odvětví typu těžba, hutnictví apod.

M. Singer (v diskuzi o cenách průmyslových výrobců): Nejde ale o srovnání českého PPI s PPI v eurozóně, ale o srovnání českého PPI s českými dovozními a vývozními cenami. Ropu nedovážíme z eurozóny, kovy také ne, pomineme-li tedy italské zlatnické výrobky. Není jasné, jak je možné, že ČR vypadá podle tohoto srovnání deflačněji než vnější prostředí, když všechny ostatní ukazatele (HPD, nezaměstnanost, růst úvěrů, apod.) vypadají lépe. Proč tedy vykazuje ČR, která by měla v současné situaci inkasovat deflační tlaky ze zahraničí, vyšší pokles cen hned v prvním okruhu domácí ekonomiky, kde se zahraniční cenové podmínky odrážejí? Odpovědi nejsou různé váhy např. ropy (nejsme žádná ropná velmoc), jedná se o konzistenci celého příběhu. Není mu prostě jasné, proč u nás PPI klesají více než vývozní a dovozní ceny. Možná to je nějaký jednorázový jev, ale ať se nad tím SM zamyslí.

M. Singer: Táže se, zda by bylo možné rozložit příspěvky do odchylky prognózy od skutečné inflace, resp. nějakého intuitivně pojatého mixu inflace a korigované inflace, pro tyto 4 faktory: poptávkové (zvláště domácí a zahraniční) a nabídkové (opět zvláště domácí a zahraniční). Ačkoli jsme měli k prognózám mnoho post mortem jednání, v zásadě jsme nikdy neprováděli intuitivní rozklady tohoto typu.

M. Singer: Na str. 33 v SZ je věta následujícího znění: „Meziměsíční sezonně očištěná mediánová inflace však v únoru dále poklesla v anualizovaném vyjádření z minus 0,2 na minus 0,5 %.“ Poznává, že kdyby SM psala veřejnou situační zprávu, pak by si věty tohoto typu vyžadovaly bližší vysvětlení ohledně způsobu provedené anualizace. Jinak by čtenář mohl být zmaten.

M. Singer: Dotazuje se na box SZ věnovaný NAIRU. Pozorovaný pokles NAIRU v posledních letech je v něm vysvětlován vyšší nabídkou zaměstnání na kratší pracovní dobu. Z předchozích analýz trhu práce ale mnohokrát vyplynulo, že využívání částečných úvazků souvisí s cyklem ekonomiky. SM také odkazuje na vyšší flexibilitu trhu práce. Kde se tato flexibilita projevuje? Cestují lidé více za prací? Pokles NAIRU může být dán všeobecně nízkoinflačním prostředím, které zvyšuje hodnotu budoucích toků mezd, a tudíž stimuluje nabídku práce. Celkově má pocit, že vysvětlování poklesu NAIRU není v SZ příliš jasné.

Odpověď SM: Dochází ke strukturálním změnám v tom smyslu, že se zvyšuje participace na trhu práce. Nejedná se jen o cyklický jev, protože dlouhodobě trendově roste podíl pracujících žen. Tento podíl se zvýšil výrazně, dostali jsme se v tomto ohledu blízko Německu a Rakousku a oproti ostatním post-transformačním zemím jsme ve zcela odlišné situaci. V boxu 1 v SZ je situace porovnávána s rokem 2008 a v tomto srovnání skutečně pozorujeme významnou změnu z hlediska podílu pracovní síly na populaci. Nabídka práce se zásadním způsobem zvětšila.

M. Singer: V boxu o aktualizaci spotřebního koše SM uvádí, že ve struktuře čisté inflace se zvyšuje váha potravin. Vždy si myslel, že s tím, jak ekonomika bohatne, váha potravin klesá. Prosí o komentář ze strany SM. Vysvětlil ČSÚ, proč tomu tak je?

Odpověď SM: V diskutované revizi jsou rozdíly dané rozdílem censu z roku 2014 oproti censu z roku 2010. Mezitím se zvýšilo DPH na potraviny a několikrát se zvýšily spotřební daně zejména u cigaret, což patří mezi hlavní důvody rostoucí váhy potravin. Dále v posledních letech jsme pozorovali vyšší inflaci potravin než korigovanou inflaci, což opět zvyšuje objem výdajů domácností na potraviny na úkor ostatního spotřebního zboží.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

M. Hampl: Co se týče vyznění samotné SZ a MPD, nevidí v něm žádný problém. Nicméně jistou nervozitu cítí z aktualizovaného scénáře prognózy ve srovnání s 1. SZ. Rozdíl v inflačním výhledu ve výši 0,6 p. b. na konci letošního roku už podle jeho názoru vůbec není zanedbatelný. Tudíž se již poněkoličtější otevírá otázka, proč vlastně něco nečiníme s nastavením měnových podmínek. Odpovědí je, že nechceme přetlačovat všechny šoky, byť to je v našich možnostech. To jinými slovy znamená, že implicitně některé šoky výjimkujeme. Pokud implicitně výjimkujeme, nechceme všechny šoky přetlačovat a tvrdíme, že vliv pozitivního nabídkového šoku je velký, tak se domnívá, že bychom z implicitního měli přejít více do explicitního výjimkování a říci, že vliv ceny ropy a energetických komodit je zhruba těch odhadovaných 0,6 p. b. do inflace. O takovou hodnotu by za jiných okolností byla inflace vyšší a je to výjimka, kterou explicitně využíváme. To je možné doplnit konstatováním o víceméně uspokojivém vývoji jádrové inflace, tedy korigované inflace bez pohonných hmot. To druhé činíme, to první příliš ne. Znovu navrhuje, že bychom mohli dělat oboje, aby byl související příběh konzistentní.

Dále poznamenává, že s povděkem přijal a přečetl argumenty proti využití záporných úrokových sazeb. V této souvislosti uvádí, že by se uzavřené části měnověpolitického jednání bankovní rady mohl účastnit ředitel samostatného odboru finanční stability (dále jen SAOFS), stejně tak jako by opačně měla být SM přítomna u projednávání zpráv o finanční stabilitě; naposledy tomu tak nebylo. Tyto dva pohledy, tedy měnověpolitický a finančněstabilní, nakonec integruje bankovní rada. Zmínka o diskuzi záporných sazeb se určitě objeví v protokolu a zřejmě i v minutes. On sám k záporným sazbám konstatuje, že si velice těžko umí představit jejich použití; resp. pravděpodobnost, že bychom je zaváděli v českých podmínkách, je podle jeho názoru extrémně nízká. SM v MPD říká, že si umí představit jejich využití v situaci, kdy bychom byli nuceni do větších nákupů devizových rezerv. Zde si není jistý, jestli je tento argument přesvědčivý. V minulosti jsme argumentovali tím, že příliš nezáleží na tom, jestli devizové rezervy koupíme v průběhu nebo na konci závazku, že se jedná pouze o posun v čase. Vzhledem k tomu, že čistě úrokovým diferencíalem tažených nákupů je dle expertů SBO málo, a dokonce očekávají, že jich bude málo i v budoucnu, tak ani případné vyšší nákupy podle něj nutně neimplikují zavedení záporných úrokových sazeb.

L. Lízal: Podle jeho názoru SZ celkem dobře popisuje situaci a nemá problém s jejím vyzněním. Má pouze několik dílčích připomínek, ke kterým dostane později. Současná SZ z jeho pohledu otevírá důležitou otázku: nyní SZ nepublikujeme, protože je „malá“. Ale co budeme dělat, pokud se protiinflační rizika, která jsou v ní dobře vyjmenována, zejména s ohledem na vývoj v zahraničí, budou materializovat i v příští SZ a bankovní rada bude mít na stole prognózu inflace, která ani na horizontu transmise nepůjde ke 2 %? Tato záležitost se mu v současné situaci zdá důležitá a dané riziko vnímá jako reálné. Proto by byl rád, aby se pro příští velkou SZ s tímto

scénářem nějakým způsobem počítalo a aby byl připraven návrh, jak takovou situaci řešit. Navazuje na M. Hampla a konstatuje, že za sebe nevnímá ropu jako proinflační riziko. Čistě proto, že výhledy ceny ropy jsou revidované směrem nahoru, přitom obvykle nás v minulosti ropa překvapovala směrem dolů. Co se týče vlivu na zahraniční PPI, tak tam odhady typicky ukazovaly, že většina odchylek je dána právě cenou ropy. Tedy v okamžiku, kdy by se náhodou ropa vyvíjela takovým způsobem, jaké jsou její současné předpovědi, tak by to stejně nebyla žádná tragédie z hlediska toho, že by takový vývoj představoval skutečné proinflační riziko. Spíše se domnívá, že by to pouze znamenalo, že nebudeme natolik řešit protiinflační rizika, která se budou potenciálně materializovat. Tato záležitost ho vede k bodu, ve kterém nesouhlasí s tím, co řekl M. Hampl a co uvedla i SM: že záporné sazby je možné používat jen kvůli intervenčním nákupům. Nechce si zavírat dveře ani u tohoto nástroje. V kostce je možné říci, že v současné době MPD dává smysl a bankovní rada nemá na stole nějakou jinou alternativu, o které by se nyní dalo rozumně debatovat. Vychází i z toho, že pokud budeme chtít v této době měnit nastavení měnové politiky, tak je realistické uvažovat o takovém kroku spíše u velké SZ, kdy bude k dispozici aktualizovaná prognóza. Nyní se domnívá, že jakákoli změna nastavení měnových podmínek by vyvolala spíše více otázek než odpovědí na reálné problémy.

J. Rusnok: Poznává, že se jedná o malou SZ, takže skutečně nepřináší tolik nových věcí a ani jich tolik přinést nemohla. Přesto ji hodnotí pozitivně; z hlediska analytického je velice solidní. Česká ekonomika roste na evropské poměry relativně robustně, byť se na druhou stranu potvrzuje skutečnost, že žádný zázrak se nekoná a ani se zřejmě konat nebude. V krátké době pro takový zázrak neexistují zásadní fundamentální důvody: česká ekonomika trpí, stejně jako ostatně trpěla v minulosti, řadou strukturálních problémů a samozřejmě také tím, že prostředí pro ni klíčové, tedy eurozóna, se stále nachází v nejisté rekonvalescenci. Z tohoto pohledu potřebujeme i nadále uvolněné měnové podmínky, které nám stávající nastavení měnové politiky doručuje, a to dle jeho názoru na adekvátní úrovni. Situace vyznívá tak, že není zapotřebí ani dále toto uvolnění prohlubovat, ani není čas na nějaké předčasné zpřísnění. Z této úvahy vychází udržování statu quo, se kterým nemá v rámci MPD v zásadě žádný problém. Ve shodě s poradcem se domnívá, že nějaká velká očekávání od posouvání měkkých termínů opuštění závazku jsou přehnaná, a neočekával by od nich nic zásadního. Domnívá se, že vážně je brán pouze hard commitment, ostatní záležitosti mají menší váhu. Pokud jde o záporné sazby, rovněž se odmítá zbavovat této instrumentální možnosti. Nejedná se o nic, co bychom si všichni vysnili, ale žijeme v určité realitě. Očekává od SM, že na zvláštní schůzce proběhne podrobnější rozpracování možného použití tohoto nástroje. Jde o to, v jaké struktuře by byl aplikován, jaké by měl konsekvence, jaké by byly technické aspekty různých variant a podobně – aby měla bankovní rada na stole jasné a seriózní návrhy, o kterých by mohla rozhodovat. Zatím se jedná o diskuzi poměrně vágní a agregovanou.

K. Janáček: Konstatuje již potřetí, že už po několik čtvrtletí každá následující prognóza podstatně snižuje trajektorii inflace očekávanou předchozí prognózou. Jinými slovy, model nereflektuje vnější vlivy, byť data za leden a únor dokumentují jisté marginální zrychlení meziročního růstu spotřebitelských cen oproti konci roku 2015. Opět je toto zrychlení menší, než jaké ukazovala prognóza. Jak už řekl M. Hampl, když se podíváme podrobněji na strukturu inflace, tak odchylka od prognózy jde zejména na vrub cen potravin a pohonných hmot. To jsou všechno segmenty, které jsou závislé na vnějších vlivech, nesouvisejí s cyklickou pozicí české

ekonomiky a z hlediska měnové politiky jsou nekontrolovatelné, exogenní. Totéž platí pro korigovanou inflaci, která sice roste, ale nikoli tak rychle, jak jsme očekávali. Proto se domnívá (a souhlasí v tomto ohledu plně s M. Hamplem), že bychom měli explicitně říci, že na tyto vnější nabídkové šoky naše měnová politika nereaguje. Tedy možná už nestačí tvrdit to implicitně, ale je třeba začít to říkat explicitně.

P. Řežábek: Ač se situace na první pohled jeví jako relativně dramatická, příliš mnoho nového se ve skutečnosti neděje. Pouze se nám výhled inflace mírně zhoršuje a prodlužuje se nám doba, za kterou bychom se měli dostat na cíl. Není to chyba aparátu SM, není to ani chyba expertů z jiných sekcí, kteří bankovní radě připravují podklady. Česká republika se dostala na rozumnou růstovou trajektorii a zdá se, že by na této trajektorii měla nadále setrvávat; o tom neexistují žádné velké pochyby. Když se podíváme na vývoj růstu mezd, tak i ten se dostal na hladinu, která je již solidní. Výhled mezd a mzdová vyjednávání jsou z tohoto pohledu pozitivní pro naše cíle, hrají nám do karet. To, kde pozorujeme trvale výrazný problém, je samotný vývoj inflace, ale to je problém zejména celoevropský, a když se podíváme na zbytek světa, tak i tam je nízká inflace výrazné téma, které je neustále diskutováno. Svět je propojenější, než býval před lety, a vliv globální ekonomiky na tu naši je výrazný. K. Janáček jasně řekl, že záležitost nabídkových šoků je těžko řešitelná měnovou politikou. Vždy, když v minulosti bankovní rada diskutovala o inflaci, tak řešila poptávkové impulzy do inflace; nyní jsme se dostali pod tlak velmi silného nabídkového šoku, který je dokonce několikastranný. Pak se nabízí otázka, kde leží hranice měnové politiky v malé otevřené ekonomice, a jak rychle je možné, aby měnová politika v takové ekonomice přetlačila vnější vlivy. V této souvislosti je třeba být zatím optimistou, věřit, že se snad nenacházíme v situaci další strukturální změny v globální ekonomice, ale že se zase časem vrátíme zpět do standardní situace. Osobně není přítelem záporných sazeb; otázky spojené s jejich zavedením se podle jeho názoru nacházejí hodně daleko v budoucnosti. Chtěl by připomenout, co zatím nebylo dnes komentováno, a to je varování finanční stability, že pokud bude současná situace dlouho pokračovat, tak může mít vážné dopady na finanční sektor a může přinést strukturální změny v rámci bilancí bankovního sektoru. Není to téma na dnešní zasedání, ale předpokládá, že v okamžiku, kdy zde budeme mít pravidelnou informaci od SAOFS, budou tyto problémy asi déle a složitěji diskutované téma, než je momentálně komplikovaná situace ohledně inflace. U záležitostí finanční stability je totiž možné začít se připravovat, zatímco vliv okolí a nabídkových šoků je z našeho ohledu těžko řešitelný.

V. Tomšík: Poznává, že již dva a půl roku uplatňujeme kurzový závazek, o kterém se domnívá, že doručuje uvolněné měnové podmínky. Klade si otázku, zda bychom udělali chybu, kdybychom dnes přistoupili k dalšímu uvolnění měnových podmínek. Domnívá se, že nikoli – kdybychom měli k dispozici standardní nástroje, tak by další uvolnění měnových podmínek určitě nebylo na škodu. Otázkou samozřejmě je, jak je možné takové uvolnění v současné době doručit. Opakovaně tvrdíme, že pro tuto ekonomiku se nám zdá nejlepší realizovat uvolněnou měnovou politiku v absenci standardních nástrojů skrze kurzový závazek. Domnívá se ale, že cestou změny hladiny kurzového závazku již není možné dnes jít, protože tento krok jsme v listopadu 2013 odůvodňovali třemi základními faktory. První faktor byl, že jsme se nacházeli v dlouhodobé, historicky nejdelší recesi zaznamenané v této ekonomice. To ovšem dnes zdaleka neplatí. Druhý faktor byl, že jádrová inflace, tedy ta, kterou ekonomika opravdu generuje na poptávkové straně, se nacházela po pět let v záporných hodnotách. To také již dnes neplatí. Jediný faktor, který může

v nejbližší době znovu platit, je případné směřování do deflace, které nelze vyloučit. Ale nyní v takové situaci nejsme; naše prognózy inflace směřují stále ještě k cíli. Hrozba deflace je do budoucna jediný argument, který může sloužit k odůvodnění uvolnění měnových podmínek pomocí změny hladiny kurzového závazku. Pro dnešní diskuzi si však za sebe tuto cestu uzavírá.

Otázkou tedy je, jakým jiným způsobem lze měnové podmínky uvolnit. SM navrhuje, abychom se bavili o posunutí exitu. To jsme již několikrát udělali; poznamenává, že i když k tomu byl někdy skeptický, za poslední měsíce má pocit, že trh vzal posunutí závazku vážně. Jestliže tlak na dolní hranici závazku vycházel z reálné ekonomiky a následně přestal, tak je to asi opravdu díky tomu, že firmy necítí potřebu se pro nejbližší období zajišťovat. Je tedy rád, že k posunu závazku před šesti týdny došlo. Nicméně již tehdy argumentoval, že se zřejmě jednalo o poslední věrohodné posunutí závazku. Domnívá se, že pro ČNB by byl velký problém, kdyby vysílala signály o posunutí exitu, jistou dobu to dodržovala, ale poté ze závazku předčasně vystoupila v rozporu s předchozí komunikací. ČNB vždy tvrdila, že nepůjde cestou Švýcarské národní banky, která dokonce nikdy takový hard commitment po způsobu ČNB neučinila a trh nepřekvapila v tom smyslu, že by nedoručila to, co slibovala. To pro něho přirozeně také není schůdná cesta, a dokud nebudeme mít jasné argumenty pro to, že můžeme věrohodně doručit posunutí exitu, tak by se touto cestou nevydával. Co nám tedy zbývá dále? Měnové podmínky mají dvě složky, kurzovou a úrokovou. Věřím simulacím, které ukazují, že pro malou otevřenou ekonomiku použití záporných úrokových sazeb nedoručí významné uvolnění měnových podmínek, které bude znamenat posunutí naší inflace do cílového pásma. Z pohledu dodatečného uvolnění měnových podmínek tedy nevidí zavedení záporné úrokové sazby jako přínosné řešení. Neznamená to, že by záporné sazby ekonomice uškodily, ale nejsou přínosné ve smyslu urychleného návratu inflace na cíl.

Domnívá se, že v této chvíli, jelikož se jedná o malou SZ, bude zřejmě nejlepší situaci „vysedět“ a vyčkat s případnými změnami nastavení měnové politiky. Přesto ale musí reagovat na to, co zaznělo v průběhu prezentace SM – nikdy jsme nepozorovali u malé SZ takto signifikantní rozdíl skutečnosti oproti prognóze, a to ve výši 0,6 p. b. u inflace. Vidíme, že rizika stávající prognózy se mohou materializovat; přijde nová prognóza a my na tuto situaci budeme muset nějak reagovat. Argumentuje, že pokud nejsme v tuto chvíli schopni doručit další uvolnění měnových podmínek, tak transparentně trhu sdělme důvody, proč jsme překvapováni: že to jsou šoky, které musíme více a více explicitně začít výjimkovat. Takový postup vidí jako jedinou cestu k tomu, aby nebyla ohrožena kredibilita této instituce. Ohledně účasti zástupce SAOFS na uzavřených měnověpolitických jednáních poznamenává, že nikdo nemůže čekat, že kdybychom se vydali cestou záporných úrokových sazeb, tak by SAOFS reagoval tak, že z pohledu finanční stability se jedná o nejlepší řešení. Stanovisko SAOFS v rámci MPD tak nemůže být bráno jako nijak překvapivé. Dokonce se domnívá, že hlavní problém pro finanční stabilitu není v potenciálních záporných úrokových sazbách, ale v dlouhodobě nízkých úrokových sazbách. Tato ekonomika (což je i takto nastavené v modelu g3) má očekávanou dlouhodobou rovnovážnou úrokovou míru na úrovni 3 %. Ačkoli jsme na jednáních BR diskutovali, jestli je reálná rovnovážná úroková sazba na úrovni 1 %, nikdy jsme nediskutovali o tom, zda bychom měli měnit 2% inflační cíl.

Tato ekonomika je tedy z pohledu finanční stability postavena na 3% nominální úrokové sazbě. Dokonce se domnívá, že kdybychom dotaz na SAOFS rozšířili na otázku typu „Je z pohledu finanční stability lepší, aby instituce jako ČNB měla vyšší devizové rezervy?“, tak by odpověď byla „určitě ano“. Každopádně si nechce zavřít dveře z pohledu zavedení záporných

úrokových sazeb jako legitimního nástroje pro politiku této instituce. Může to být důležitý nástroj z pohledu kryté či nekryté úrokové parity. Pokud budou na druhou stranu sekce tvrdit, že nekrytá úroková parita, respektive v našich podmínkách se už stává krytou úrokovou paritou, negeneruje tlaky na příliv kapitálu, pak je nutné tuto skutečnost upravit i v modelu – stále máme podmínku úrokové parity použitou jako zásadní stavební blok modelu g3. Tudíž konstatuje, že zavedení negativních úrokových sazeb je něco, co bychom sice neměli používat ve smyslu další stimulace reálné ekonomiky k dosažení inflačního cíle, ale neměli bychom si ani k použití tohoto nástroje zavírat cestu. Nezáleží na tom, jestli eura z reálné ekonomiky nakoupíme nyní, nebo při blížícím se exitu, ale nevidí důvod, abychom rozšiřováním úrokového diferenciálu stimulovali dodatečný příliv kapitálu. Navrhuje, aby k tomuto tématu proběhla porada; je zbytečné, aby ČNB výrazně zvyšovala devizové rezervy, když není jisté, zda budou v budoucnu potřeba.

M. Singer: Poznamenává, že by nás neměla příliš utěšovat skutečnost, že dnes diskutujeme pouze malou SZ, protože za 6 týdnů zde máme SZ velkou. Dodává, že SM zapoměla odpovědět na jeho zásadní otázku z otevřené části jednání, a to jakou část překvapení v údajích o inflaci lze připsat kterým faktorům. Sám to vnímá tak, že zahraniční faktory, které ovlivňují naši nabídkovou situaci, se podepisují pod méně než polovinou tohoto překvapení. Zahraniční faktory, které ovlivňují naši poptávku (což je mimochodem spojeno i s poklesem ceny ropy, který vede k poklesu poptávky po tom, co vyrábíme například na Ostravsku pro ropný průmysl – třeba bezešvé trubky a těžké stroje), se podepisují pod zhruba jednou čtvrtinou daného překvapení. Co se týče domácích faktorů, tak poptávková překvapení se mu jeví zanedbatelná. U korigované inflace pozorujeme malou odchylku. Co se týče mezd, tak zde pozorujeme nižší průměrný růst, ale zase vyšší růst zaměstnanosti, takže dohromady to také žádný velký efekt nedává. Na straně nabídky pozorujeme dobrou úrodu a další faktory spojené s cenami potravin, které přispívají k překvapení asi z jedné čtvrtiny. Prosí ředitele SM, aby se k tomuto jeho intuitivnímu propočtu vyjádřil.

T. Holub (ředitel SM): Zahraniční poptávce by připisoval méně než jednu čtvrtinu, tam nepozorujeme tak velké odchylky od toho, co jsme čekali.

M. Singer: Který faktor by to tedy mohl kompenzovat? Domácí poptávka?

T. Holub (ředitel SM): Minimálně v simulaci, ve které se výhled inflace posouvá o 0,6 p. b. níže, mzdy přece jenom nějakou roli hrají, takže domácí poptávka dohromady nedává čistou nulu z hlediska překvapení do prognózy inflace.

M. Singer: Poznamenává, že rostou spotřebitelské úvěry.

T. Holub (ředitel SM): Tyto subtilní záležitosti SM ve svých mechanických simulacích pro malou SZ nezohledňuje. V nové prognóze to implicitně zohledněno bude. Ohledně domácí poptávky se domnívá, že u cen potravin jsme stále spíše pod vlivem evropských faktorů typu zrušení mléčných kvót a celoevropsky dobré úrody. Překvapení u potravin by proto možná více přičítal zahraničním nabídkovým vlivům, ty jsou tak v souhrnu zřejmě větší než polovina celkového překvapení. Zahraniční poptávka se na tom podílí velmi málo, domácí poptávka částečně přes vývoj mezd, ale v domácí nabídce žádné zdroje překvapení nepozoruje.

M. Singer: Konstatuje, že podle tohoto odpočtu tak v rámci překvapení oproti prognóze nezůstává mnoho, co máme možnost ovlivňovat. Pokud něco zbývá, tak pouze na úrovni jedné čtvrtiny překvapení v inflaci oproti prognóze, čímž se záhy dostáváme k číslům, které jsme byli ochotni v minulosti tolerovat. Ještě důležitější je zamyslet se nad tím, jak se tato překvapení mohou vyvíjet dále. Neočekává, že by nás zahraniční nabídkové faktory dále překvapovaly deflačním směrem. U zahraničních poptávkových faktorů je také přesvědčen, že se jejich vliv na odchylky od prognózy blíží ke konci. Co se týče domácí poptávky, zdá se mu, že sentiment v ekonomice je příznivý – když si tuto situaci porovnává s rokem 2013, vidí obrovské rozdíly. Tyto rozdíly je možné pozorovat na celé škále ukazatelů, od průzkumů důvěry k údajům jádrové inflace. Také zpravodajství z ekonomiky je pozitivní, ostře v kontrastu s rokem 2013, kdy jsme mohli pozorovat velký důraz na úspory. Nabídkovou stranu ekonomiky neovlivníme; ceny potravin jsou taženy celoevropskými faktory, případně počasím, což je přirozeně mimo naši kontrolu. Z tohoto hlediska tedy není přehnaně neklidný. Souhlasí ale s M. Hamplem, že explicitní výjimkování nezdůrazníme zřejmě dnes, ale musíme připravit komunikaci pro příští SZ. Zvláště pro případ, že prognóza inflace bude taková, jaká se teď jeví. Žádá proto, aby se SM již začala zamýšlet nad strukturou prohlášení k budoucí SZ. Nebude možné toto prohlášení dát dohromady poslední den odpoledne, ale je třeba začít na něm pracovat s předstihem.

Co se týče očekávání inflace – ačkoli příliš nevěří jejich měřitelnosti, tak se mu zdá, že očekávání máme stabilní a ukotvená, jak to také stále slyšíme od ECB. Co se týče záporných sazeb, zde je velmi blízko názoru M. Hampla. Ne snad, že by ten názor měl už před rokem, ale nyní se podle všech dostupných analýz a zkušeností zdá, že není důvod k velkému optimismu ohledně stimulačního vlivu záporných sazeb na domácí poptávku. Navíc existují perverzní efekty záporných sazeb v bankovním systému; dostáváme se tak do říše neznámého. Z toho vyplývá, že záporné sazby by nám pomohly snad jen jako diskreční mechanismus k utlumení přílivu kapitálu. Nicméně zde je působení protisměrné, neboť kapitálové toky se uskuteční v očekávání exitu, ale záporné sazby budou znamenat protichůdnou změnu měnové politiky. To je jedna část příběhu; druhou částí je časový posun. Jsme-li připraveni intervenovat, tak musíme být připraveni intervenovat i před exitem. A koneckonců možná i po něm, to ukáže čas. Nemůžeme však záporné sazby zcela vylučovat a je dobře, že vedeme poměrně sofistikovanou debatu včetně jemných aspektů tohoto opatření. Co se týče těch jemných aspektů, tak upozorňuje, že četl o možnostech zpoplatňování vybírání hotovosti a odměny za její přijímání, což je aktuální pro ekonomiky, které mají sazby blízké -1 %. Zajímá ho popis takových nástrojů.

Zdá se mu, že v tuto chvíli je rozhodování vlastně snazší, než by se mohlo zdát na základě dnes dodaných materiálů. Tyto materiály spíše vnímá jako signál, že je třeba připravit a zamyslet se nad tím, jak bude vypadat komunikace po velké SZ. Pro trh je evidentní, že se přikláníme k sofistikovanějším agentům v ekonomice ohledně komentování korigované inflace. Pouze upozorňuje, že nás nyní začíná překvapovat její odchylka směrem dolů, což není šťastný vývoj. Tím se dostává k tomu, co říkal V. Tomšík: je pravda, že důvěryhodný posun exitu z kurzového závazku je představitelný nejdříve v polovině roku, a to ze zřejmých důvodů. Z toho samozřejmě vyplývá skutečnost, že v tomto okamžiku buď nemáme k dispozici vhodný nástroj, nebo musíme být připraveni použít právě kurz s vědomím toho, že na něj máme méně času. Tedy za předpokladu, že chceme stále naplňovat mandát této instituce. Alternativou by byla potřeba jiného nástroje ve smyslu kvantitativního uvolňování do reálné ekonomiky. Zde se nemůže ubránit dojmu, že existují další možnosti.

K. Janáček: Zmiňuje, že si do druhého kola nechal své poznámky k záporným sazbám. Nedávný vývoj ukázal, že vnímání či naopak nevnímání „hrozby“ zavedení záporných sazeb z naší strany jako dalšího nástroje ke stabilizaci kurzu může mít, byť třeba jen dočasně, nikoli nepodstatný vliv. Podle dostupných dat se v lednu a částečně i v únoru opětovně významně navýšil objem intervencí v reakci na posilování koruny. Následně však, po polovině února, zvýšené apreační tlaky ustoupily, a to i přes očekávání a realizaci nových opatření ECB, vyústující v další rozevření úrokového diferenciálu. Domnívá se, že se jedná o možnou souvislost se zveřejněním informace, že jsme se na zasedání v únoru věnovali diskuzi o zavedení záporných úrokových sazeb. Pro něj se nabízí hypotéza, zda právě takováto informace nezafungovala jako odstrašující varování pro potenciální aktéry spekulativních nákupů koruny.

Otázkou ovšem zůstává, jaká je kauzalita těchto vlivů. Lze také argumentovat tím způsobem, že právě rychlejší příliv spekulativních peněz, který nás přinutil v lednu a únoru k masivnější obraně kurzu, vedl v kontextu s narůstajícím příklonem k záporným sazbám a prohlubování záporných sazeb v řadě ekonomik k diskuzi bankovní rady na téma zavedení záporných sazeb. V této logice je možno interpretovat následné ochabnutí zájmu o nákup koruny po zmíněném zasedání jako účinný signální efekt varianty zavedení záporných sazeb, když někteří členové bankovní rady veřejně připustili možnost jejich uplatnění. Na druhé straně při nejistotách a rizicích, jež jsou spojeny s uplatněním záporných sazeb a které jsou rovněž členy bankovní rady veřejně zmiňovány, se jejich zavedení dosud jeví jako málo pravděpodobné, což také vyplývá z dnešní diskuze a doporučení SM. Lze tedy očekávat, že pokud nedojde k nárazovým změnám podmínek, zmíněná hrozba, včetně signálního efektu, ustoupí v rozhodování zainteresovaných faktorů do pozadí a zásadní vliv bude mít nadále samotná existence hladiny kurzového závazku.

M. Hampl: Domnívá se, že skutečně nadešel čas, kdy by bylo dobré ředitele SAOFS zvat nejen na otevřené, ale i na uzavřené jednání BR, byť už jen jako „krabičku poslední záchrany“ v některých debatách. Je to potřetí během posledních několika jednání bankovní rady, kdy téma finanční stability zaznívá, což by mohl být důvod, proč tímto způsobem od příště postupovat. Chtěl by reagovat ve dvou záležitostech na vyjádření L. Lízala. Občas spolu vedou zajímavý intelektuální ping pong a on nyní zase vrací míček na druhou stranu stolu. V prvním kole nemluvil o nabídkovém šoku cen ropy v tom smyslu, že by měl strach z rizika růstu cen ropy, ale právě naopak v kontextu, který potom zmiňoval K. Janáček, V. Tomšík i M. Singer, tedy že ten pozitivní nabídkový šok z naměřené inflace implicitně vylučujeme. Jinými slovy tvrdíme, že kdyby pozitivní nabídkový šok neexistoval, tak by inflace dnes byla vyšší. V loňském roce by byla bývala vyšší asi o 1 p. b., letos o 0,6 p. b. Jinými slovy, údaj by nebyl 0,5, ale 1,1, a tudíž by se nacházel v tolerančním pásmu. My tedy implicitně výjimkujeme a on tvrdí, že bychom mohli začít výjimkovat explicitně, abychom vysvětlili, proč se záporný šok do inflace nesnažíme přetlačit. Jakkoli bychom ho samozřejmě přetlačit mohli, kdybychom chtěli, o tom velké pochyby nemá. Kdyby ČNB chtěla dostat inflaci na 2 %, nepochybně by toho mohla docílit kupříkladu dostatečným posunem kurzového závazku. Ale skutečnost, že centrální banka nepřetlačuje všechny šoky, některé považuje za pozitivní a nepovažuje je za šoky, které ohrožují cenovou stabilitu, představuje výjimkování. My takové výjimkování ve smyslu pozorovaného pozitivního nabídkového šoku zatím nepoužíváme na veřejnosti explicitně, přestože v našem uvažování je přítomno opakovaně. Měl tedy na mysli tuto záležitost, nikoli riziko růstu ceny ropy. Druhá záležitost, na kterou by chtěl reagovat, se týká záporných úrokových sazeb, kde se opět rýsuje

zajímavá intelektuální debata. Netvrdil, že souhlasí se SM, že si umí představit záporné sazby v situaci, kdy začneme intervenčně nakupovat; říkal, že naopak ani v té situaci to není automaticky nástroj, který by si uměl představit.

Konstatuje, že se nacházíme v paradoxní situaci. Zaznívají argumenty pro použití záporných sazeb, abychom bránili spekulacím obchodů. SBO ale říká, že čistě úrokovým diferenciálem tažených obchodů je málo a že jich i bude málo v budoucnosti, a proto se na tuto záležitost explicitně ptal i na otevřeném jednání. Tento faktor tedy nemůže být argumentem pro záporné sazby. Všichni bychom si ostatně přáli, aby nastal důvod pro spekulativní příliv kapitálu do ČR. Všichni bychom chtěli, aby vzniklo očekávání, že naše inflace poroste, že naše nominální sazby porostou, a že když bude pokračovat neuspokojivá situace v eurozóně, tak vznikne jednostranný důvod pro spekulace na posílení české koruny – prostě proto, že naši ekonomice se bude dařit lépe než té evropské. Pokud taková situace nenastane, tedy pokud se nepříjemné zprávy z eurozóny budou nakonec transformovat i do nepříjemných zpráv o naší ekonomice, tak si stále myslí, že máme jeden základní nástroj, a tím je kurzový závazek. Pokud by mělo dojít k tak dramatickému zhoršení inflačního výhledu, které by vyžadovalo naši akci, tak je toho názoru, že nástroj připravený k použití je nejenom posunování závazku v čase, ale i posunování hladiny závazku. Takže buď bude výhled dobrý, pak ho přítok kapitálu netrápí, nebo bude špatný, a potom budeme muset stejně něco dělat se závazkem a záporné sazby nás nespasí.

L. Lízal: Říká, že s M. Hamplem nejsou v rozporu ohledně ceny ropy. Jeho argument se týkal SZ, která tvrdí, že růst cen ropy představuje protiinflační riziko, s čímž on nesouhlasí právě proto, že nabídkové šoky výjimkujeme. Když něco výjimkujeme, tak to nemůžeme pokládat za riziko. Současná situace se podobá stavu před dvěma lety, kdy jsme analyzovali odchylky prognóz od reality a kdy každá další zpráva ze zahraničí představovala revizi směrem dolů. Nyní to tu máme opět; připomíná mu to situaci, kdy jsme sledovali eurozónu a čekali, kdy konečně přijde akce ECB – říkali jsme si, že čas už nazrál, a divili jsme se, že se stále nic neděje. Uvažuje možnost, jestli v tomto ohledu netrpíme syndromem „vařené žáby“, kdy se situace postupně, ale robustně mění, avšak my tyto změny nevnímáme dostatečně silně, protože je diskutujeme po krátkých časových intervalech. Otázka je, zda bychom se chovali stejně, kdybychom měli zasedání méně často. Jinými slovy, zda by změna ve výhledu nebyla v takovém případě tak velká, že bychom cítili nutnost měnovou politiku změnit.

V. Tomšík: V tomto kole má tři dodatečné poznámky, přičemž první z nich se týká přizvání SAOFS na měnověpolitická jednání. Takovou iniciativu vítá, ale myslí si, že z definice od takového kroku nemůžeme očekávat nic jiného, než že nám řeknou, že dlouhodobě nízké úrokové sazby (trvajících déle, než kdokoli očekával, a to i z pohledu různých prognostických aparátů) znamenají riziko pro finanční stabilitu. Další snižování sazeb bude také vždy znamenat riziko pro finanční stabilitu. Druhá poznámka reaguje na K. Janáčka: je velmi rád, že na jednání BR vedeme diskuzi o záporných sazbách, protože si myslí, že to opravdu může zapůsobit na trh. Myslí si, že z pohledu urychlení návratu inflace do inflačního cíle by záporné sazby měly malý efekt, ale z pohledu odrazení carry trades určitě mají velký smysl, a proto by byl rád, kdyby odpovídající zmínka byla v minutes. Jeho třetí poznámka se týká zajímavé diskuze v druhém kole z pohledu použití našeho současného hlavního nástroje, tedy případného posunutí hladiny kurzového závazku. Pozoruje, že se tu otevřely nové argumenty pro takový krok; předtím zmínil tři původní, které jsme veřejnosti vysvětlovali v roce 2013. Je otázka, zda můžeme prohlásit, že už to není jen

o těchto třech argumentech – nejhlubší recese, dlouhodobě záporná jádrová inflace, deflační očekávání. Nový argument může být takový, že se nám vyčerpává sada nástrojů, a spíše než přidávat nové a pro nás nevýznamné nástroje typu kvantitativní uvolňování, helicopter drop of money, nebo losování platnosti či neplatnosti bankovek je rozumnější použít osvědčený kurzový závazek. To může být schůdnou cestou. Je také přesvědčen o tom, že centrální banky vždy dokážou razantně konat a zvýšit inflaci rychle na cíl, dokážou dokonce i vysokou inflaci rychle snížit na cíl, ale zdůrazňuje, že tomu tak je za cenu obrovských nákladů. Klade si otázku, zda opravdu máme touto cestou jít, jestli není lepší si teď říci (a možné i při velké SZ) – situaci „vysedíme“ a více a více budeme zkoušet komunikační linii přes explicitní výjimkování, což je cesta, kterou by dnes volil. Ale nepochybuje o tom, že změna hladiny kurzového závazku je nástroj použitelný, nepochybně velmi efektivní, ale spojený s velkými náklady.

M. Singer: Zdá se mu, že dnešní rozhodování nepředstavuje velký problém. Dokonce ani není nutné vytvářet jiné prohlášení pro komunikaci. Ale je toho názoru, že se objevují dva trade-offy, které tuto instituci mohou letos sužovat. První trade-off se týká poklesu důvěryhodnosti posunu termínu ukončení kurzového závazku. Když vyloučíme posun termínu ukončení závazku, tak zbývají mnohem méně standardní a více šokové nástroje a on doufá, že převáží uvědomění si reality, že tento trade-off vyznívá ve prospěch posunu termínu exitu. To podle něho podporují i pozorované objemy intervencí z poslední doby. Je vidět, že valnou část tlaku na korunu v letošním roce představovala reálná ekonomika. Závazek byl posunut přesvědčivě a přijatelným způsobem; v denních zprávách nyní vidíme, jak se trh uklidnil. Skutečně se nezdá, že do této chvíle vytvářely tlak na korunu spekulativní nákupy. Je vidět, že posun termínu exitu z kurzového závazku je pořád schopn působit žádoucím způsobem. Naopak když kredibilita takového posunu ochabne, když ten nástroj de facto nebudeme mít k dispozici, tak může být nutné použít nástroj jiný, silnější a méně příjemný.

Druhý trade-off, který si uvědomil během obecnější debaty na tomto zasedání, existuje mezi přetlačováním šoků a jejich nepřetlačováním. Nepřetlačování je samozřejmě v národě, kde domácnosti mají (a ještě nějakou dobu mít budou) více finančních aktiv než pasiv, na počátku politicky populárnější. Jeho rizikem je pokles očekávání a návrat do depresivní fáze vývoje ekonomiky, která není vůbec sladěná s okolím, jak jsme zažili v letech 2011-2013, kdy na tom okolní země nebyly zdaleka tak špatně jako my. Takový přístup nakonec vede k politicky stejně nesmírně nákladné situaci vyžadující korekci spojenou s potenciálním ohrožením finanční stability – pouze opačným směrem než u přetlačování. Rizikem přetlačování je přehřátí a s ním spojené hrozby pro finanční stabilitu, ale jinak hrozby pro finanční stabilitu existují u obou těchto přístupů. Tlumení přehřátého vývoje je potom naopak politicky populární. Konstatuje, že je dobré si tyto trade-offy uvědomovat a strukturovaně o nic přemýšlet při přípravě další SZ. Účast ředitele SAOFS podporuje, ale nemyslí si, že tu musí nutně být dnes nebo příště. Poznává, že finanční stabilita není zrovna velký útvar, ale ředitel SAOFS zde stejně musí být dopoledne na otevřeném jednání, takže dvě hodiny navíc ho snad manažersky nezruinují. Je nutné to sdělit ředitelce sekce kancelář, aby účast jeho nebo jeho zástupce začlenila do předpisové základny.

J. Rusnok: Souhlasí s tím, aby bylo v komunikaci více zdůrazněno výjimkování zahraničních nabídkových šoků. Implicitně to pořád platí, ale je pravda, že když se některé věci explicitně nezopakují, tak mohou vypadávat z obecného povědomí a konzistence našeho přístupu může být pro někoho méně jasná a pochopitelná. Nabídkové šoky výjimkujeme a nebudeme se přetlačovat

s něčím, co je velmi nákladné přetlačit – zde myslí náklady v širším smyslu slova, včetně společenských a snad i dalších. Tuto skutečnost je tedy potřeba zdůraznit. Je dobře, že M. Singer připomněl trade-offy, které jsou zde skutečně přítomny neustále, a v našem rozhodování a uvažování a je třeba si uvědomovat, že jednou stránkou věci je technická možnost něco učinit a dosáhnout cíle (jak poznamenal V. Tomšík), druhou stránkou věci ale je, jaké má taková akce náklady. Nakonec je dobře, aby i v této souvislosti byl měnověpolitickým jednáním přítomen ředitel SAOFS.

M. Hampl: Chce dále podpořit účast ředitele SAOFS argumentem, který už zmiňoval zřejmě na předminulém zasedání, a to že odpovědnost za integraci finančněstabilního a měnověpolitického pohledu má v této instituci bankovní rada. Umí si představit, co asi ředitel SAOFS řekne, koneckonců u řady ředitelů sekcí si umí při nastolení určitého tématu představit, co asi řeknou. Ale občas můžeme být překvapeni a neznamená to, že z takové debaty nemůže vzejít něco podnětného. Chtěl bych se vyhnout situaci, kdy o měnové politice a finanční stabilitě budeme debatovat úplně odděleně a nebudeme vidět vazby mezi těmito našimi dvěma cíli. I ve světové debatě se často objevuje jednoduchý argument, že měnový pohled je následující: důsledky měnové politiky pro finanční stabilitu nás v zásadě nezajímají, to ať si řeší makroprudenčními opatřeními někdo jiný. Podle tohoto argumentu je naopak pohled finanční stability takový, že měnová politika je neúčinná nebo nepodstatná pro dosahování finanční stability, a proto jsou zapotřebí jiné nástroje. Do takových extrémů se dostáváme, když spolu tyto dvě politiky nekomunikují. Myslí si, že vzhledem k tomu, že ČNB má být vpředhledící, tak má přemýšlet o rizicích, která mohou nastat. On sám toto cítí delší dobu jako problém, který by se mohl realizovat, kdyby se s integrací obou zmíněných pohledů nezačalo včas. Tím spíše, když už zde opakovaně diskutujeme záporné sazby.

J. Rusnok: Rád by znovu slyšel vyjádření ředitele SBO ohledně obchodů s korunou tažených úrokovým diferencíálem. Skutečně SBO očekává, že takových obchodů bude i v budoucnu málo?

K. Bauer (ředitel SBO): SBO je o tom opravdu přesvědčena a odpovídá to naší dosavadní zkušenosti. Motivace využívat půlprocentní úrokový diferencíál je mnohem menší než spekulovat na kupříkladu 30% zhodnocení koruny po prolomení hladiny závazku. To, co zatím považujeme za jediný příklad spekulativního útoku na korunu, tedy situaci z loňského léta, bylo skutečně motivováno očekáváním, že závazek opustíme a dojde ke 30% posílení koruny (což by zhruba představovalo švýcarský scénář, nebo kazašský scénář na opačnou stranu). Ve srovnání s tím je úrokovým diferencíálem tažený obchod nezajímavý a náročný na kapitál pro spoustu tržních aktérů.

J. Rusnok: Konstatuje, že při srovnání těchto strategií ale přece existují úplně jiná rizika. Nicméně nyní tuto debatu nerozvíjíme.

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: Tomáš Havránek, poradce bankovní rady