Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 5. května 2016

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 3. situační zprávy

M. Singer: Nepovedlo se mu postřehnout avizované zkrácení obsahu nebo časové délky prezentace.

V. Tomšík: Děkuje za citlivostní scénáře. Za minulé dva roky klesla nezaměstnanost o 2 procentní body, což je neobvykle vysoký pokles, který přesto není vidět v růstu mezd. Pokud by tento pokles byl cyklický, měl by se projevit v růstu mezd. Pokud tomu tak není, je možné, že poklesla přirozená míra nezaměstnanosti neurychlující inflaci (dále NAIRU). Jaký je názor sekce měnové (dále jen SM) na velikost NAIRU?
Odpověď SM: Odhad NAIRU se pohybuje na hodnotě mírně vyšší než 4 %, což znamená, že český trh práce dosáhl plné zaměstnanosti. To dává určitou naději, že by růst mezd mohl být vyšší, než předpokládá základní scénář. Na druhou stranu, vztah mezi nezaměstnaností a mzdami popisuje Phillipsova křivka, v níž kromě mezery nezaměstnanosti hrají roli i inflační očekávání. Nízký růst mezd může odrážet to, že nezaměstnanost je výrazně vyšší než NAIRU. To se SM nedomnívá, neboť by NAIRU musela poklesnout výrazně pod 4 %, pro což není evidence. Nízký růst nominálních mezd může ale také odrážet to, že inflační očekávání jsou ukotvena níže, než je 2% inflační cíl. Toto riziko naznačuje i analýza ve stanovisku poradce a obsahuje ho i citlivostní scénář. Jsou tu náznaky, že po třech letech nízké inflace se inflační očekávání mohou ukotvovat níže.

V. Tomšík: Loňský růst byl vysoký a znamená obnovení procesu reálné konvergence. To by se přes Balassův-Samuelsonův efekt mělo projevit v růstu cen neobchodovatelného zboží, což ale není pozorováno. Domnívá se SM, že vnější šoky, např. do cen ropy a do zahraničního PPI, tento efekt přetlačily? Nebo se tento efekt jenom oddálil a objeví se později a silnější?
Odpověď SM: V sektoru neobchodovatelného zboží je inflace relativně vysoká (zhruba 1,5 %), nicméně tato inflace by měla být ještě vyšší. Je ale třeba zdůraznit, že Balassa-Samuelsonův efekt funguje přes mzdový kanál a pokud je růst mezd nízký, pak se Balassa-Samuelsonův efekt nemůže dostavit.

V. Tomšík: Měnověpolitická inflace je déle než tři roky pod 1 %, tedy pod tolerančním pásmem. Celková inflace je déle než dva roky pod tímto pásmem. SM tvrdí, že existuje riziko, že se tento vývoj negativně promítne do inflačních očekávání. Je neukotvenost inflačních očekávání symetrická, tj. budou potřeba dva roky nadstřelování horní hranice tolerančního pásma inflačního cíle na 3 %, aby se inflační očekávání ukotvila na správné hodnotě inflačního cíle? Nebo jsou efekty spíše asymetrické, tj. trvá déle, než ekonomické subjekty sníží očekávání dolů, ale nahoru mohou inflační očekávání stoupat rychle? Pak by to mohl být problém, protože po případném

posunutí hladiny závazku by musel přijít rychlý exit a sazby by se musely rychle zvyšovat, což by bylo nákladné.
Odpověď SM: Scénář s endogenním kurzem určitě negeneruje přestřelení inflačního cíle v délce tří let, aby se inflační očekávání ukotvila na vyšších hodnotách. Zároveň to, že inflace byla tři roky pod cílem, neznamená, že by inflační očekávání nebyla ukotvována celé tři rok; v polovině tohoto období, tedy po oslabení kurzu koruny ze strany ČNB, naopak část veřejnosti měla obavy z mohutného zdražování. Přišly nicméně neočekávané nabídkové šoky, které ex-post zapříčinily nízkou inflaci, a právě tyto šoky mohou způsobovat neukotvení inflačních očekávání.

K. Janáček: Děkuje za oba zajímavé boxy, což je dobrá tradice a je žádoucí v ní pokračovat i nadále. V návaznosti na stanovisko poradce se ptá, zda březnový vývoj v Beveridgeově křivce znamená nějaký fundamentální obrat na trhu práce, nebo se jedná pouze o dočasnou výchylku. Pokud by se jednalo o fundamentální obrat, pak by to mělo důsledky pro inflační prognózu.
Odpověď SM: SM zatím není schopna blíže komentovat březnový vývoj Beveridgeovy křivky. Trvalý posun Beveridgeovy křivky východním směrem, to znamená situaci, kdy by klesala nezaměstnanost, a netvořila by se nová pracovní místa, by naznačoval strukturální zlepšení trhu práce, neboť by se lidé lépe párovali s volnými místy. Zatím SM nemá důvod si myslet, že k tomu dochází.

J. Rusnok: Děkuje za SZ a připojuje se k ocenění obou boxů, zejména boxu č. 1, který je velmi poučný. Uváděná hodnota fiskálního impulsu -0,8 % pravděpodobně nezohledňuje předvolební situaci, např. růst mezd ve veřejném sektoru. Pro prognózu by bylo dobré volební cyklus zohlednit.
Odpověď SM: Fiskální opatření, která mohou souviset s předvolebním cyklem, se SM snaží zapracovávat do prognózy, tak jak jsou schvalována. Pro příští rok SM počítá se zvýšením běžných výdajů vlády na mzdy, neinvestiční výdaje a do zdravotnictví. Letošní rok SM považuje za uzavřený s tím, že k navýšení mezd ve veřejném sektoru došlu už v listopadu loňského roku a v lednu došlo k 5% nárůstu mezd u lékařů a ústavních činitelů. Pro letošní rok již další zvýšení výdajů v prognóze není, nicméně pokud se objeví, bude zapracováno. Pro další roky jsou již známá opatření související s volebním cyklem zapracovaná. Pokud se objeví opatření nová, budou předpoklady revidovány. Reálná spotřeba vlády neroste v roce 2017 sice příliš rychle, nicméně v nominálním vyjádření je nárůst značný. Existují samozřejmě další rizika přehodnocení směrem nahoru, jako např. mimořádná valorizace důchodů. Zatím SM počítá s valorizací 1,7 %. Včera byl schválený poslanecký návrh, který umožní valorizaci až 2,7 %, zatím ovšem není známo, v jakém rozsahu bude využit.

J. Rusnok: Proč v příštím roce bude nižší podpora obnovitelných zdrojů energie (dále OZE)?
Odpověď SM: Je to tím, že současná platná legislativa končí ke konci tohoto roku a tudíž, pokud nebude přijata legislativa nová, dojde k výraznému oslabení podpory OZE. Nelze vyloučit, že bude přijat nový zákon, ale momentálně není jeho návrh k dispozici.

L. Lízal: Na straně 14 je poznámka pod čarou 13 o revizi bilance prvotních důchodů. Nakolik je tato revize substantivní?
M. Hampl (v diskuzi o revizi bilance prvotních důchodů): Rozdíl 100 mld. Kč mezi statistikami prvotních důchodů ČNB a ČSÚ není zanedbatelný. Věrohodnější údaj by měla mít ČNB, vnímá SM to také tak? Dá se tento rozdíl mezi těmito statistikami nějak komentovat?
Odpověď SM: Rozdíl je substantivní a věrohodnější jsou údaje ČNB.

M. Hampl (v diskuzi o revizi bilance prvotních důchodů)**:** Takže se bude pracovat s údaji ČNB alespoň do doby, než bychom získali rozumnou jistotu, že bychom měli pracovat s jinými údaji.
Odpověď SM: Ano.

L. Lízal: Děkuje za citlivostní scénáře a táže se, jakou hodnotu implikují pro jádrovou inflaci.
Odpověď SM: U citlivostních scénářů se standardně detailní dekompozice nedělá, ale SM ji dodělá a doručí. Nyní je možné říci, že se čistá inflace dostává v citlivostním scénáři na hodnotu 1,4 %, kdežto v základním scénáři je vyšší než 2 %. Lze tedy čekat, že posun korigované inflace bez pohonných hmot směrem dolů by byl relativně významný, celková inflace se posouvá o jeden procentní bod, přičemž na jádrovou inflaci by mohly připadnout zhruba dvě třetiny.
L. Lízal: Takto to stačí. Děkuji

L. Lízal: Žádá poradce o vysvětlení, proč v roce 2013 implicitní míry očekávání neukazují na pokles inflačních očekávání? Existuje nějaké vysvětlení, proč v roce 2013 pokles inflačních očekávání není vidět? Jak to lze vztáhnout k současnosti?
Odpověď poradce Brůhy: Je možné, že v roce 2013 trh nepředvídal deflační riziko tak silně jako centrální banka a teprve časem se implicitní inflační očekávání dostala na realistickou hodnotu. Pro současnou situaci je důležité, že implicitní očekávání od roku 2013 mírně rostly, ale v současnosti se jejich růst zastavil, což právě může představovat evidenci rizika neukotvenosti inflačních očekávání na cíli.

L. Lízal: Na několika minulých zasedáních SM doporučovala komunikaci záporných úrokových sazeb, toto doporučení se nyní neobjevuje. To, že se negativní úrokové sazby nyní neobjevují v komunikaci, si trh může vyložit tak, že ČNB jenom „řinčí zbraněmi“, které nehodlá ve skutečnosti použít, a to by bylo špatné.
Odpověď SM: SM situaci vnímá tak, že záporné úrokové sazby nejsou nástroj cílování inflace, ale nástroj podpory kurzového závazku a zlevňování jeho obrany před masivním přílivem kapitálu. Vzhledem k tomu, že poslední dva nebo tři měsíce se žádný masivní příliv kapitálu nekonal, tak SM necítí potřebu tento nástroj komunikovat, což neznamená, že se jej SM vzdala. Koneckonců před dvěma týdny na poradě bankovní rady s experty se SM pokusila posunout diskuzi a představila volbu mezi tiered a non-tiered způsoby. Otázka je, zda záporné sazby komunikovat nyní, když bylo veřejně řečeno, že je to nástroj na odrazování přílivu kapitálu, ke kterému teď na trhu nedochází. V současnosti jako hrozbu SM spíše vnímá neukotvení inflačních očekávání, přičemž v minulosti bylo komunikováno, že vhodným nástrojem nejsou negativní sazby, ale posun hladiny kurzového závazku. To je důvod pro navrhovaný posun komunikace tímto směrem.

M. Hampl: Děkuje za box č. 2. Je správné zabývat se analýzami cen nemovitostí; bude žádoucí, pokud by v budoucnu tyto analýzy byly ještě více prohloubeny. Podle harmonizovaného indexu cen rezidenčního bydlení ČR nevypadá jako země s dramatickým přestřelováním cen nemovitostí, jak by naznačovaly titulky v médiích, které možná mají komerční podtext. Je poměrně překvapující, že na konci roku 2015 byl v ČR růst cen nemovitostí nižší než např. v Portugalsku, přičemž Portugalsko se dá označit za mátožnou ekonomiku. Argument o obnovení růstu cen nemovitostí po finanční krizi pravděpodobně neplatí pro Maďarsko. Toto vysvětlení může platit pro Velkou Británii nebo Švédsko, ovšem růst cen nemovitostí v Maďarsku může být ovlivněn

velmi štědrou podporou vlastnického bydlení, kterou zavedla Orbánova vláda, což je čistě fiskální efekt.
Odpověď SM: Vysoké růsty cen nemovitostí v Maďarsku mohou být způsobeny jednak nízkou kvalitou časových řad, jednak také zmíněnými opatřeními Orbánovy vlády. Vzhledem k těmto skutečnostem SM zváží, zda Maďarsko z mezinárodního srovnání raději neodstranit.

M. Hampl: Na str. 11, v části 8, v MPD se píše, že „…s rizikem promítání dlouhodobě nízké inflace do inflačních očekávání a mzdového vývoje“. Takové formulace jsou pro MPD nepatřičné, protože to znamená riziko nečinnosti centrální banky.
Odpověď SM: SM pochopitelně nechce znevěrohodňovat základní scénář. Citlivostní scénáře pasivní měnové politiky nejsou zveřejňované. Tyto citlivostní scénáře se zveřejňují jenom tehdy, pokud jsou spojeny s nějakou akcí, která je eliminuje, jako tomu bylo v listopadu 2013. To není případ současné SZ. Nicméně je možné komunikovat, že pokud by se objevila rizika neukotvenosti inflačních očekávání, tak je ČNB připravena posunout hladinu kurzového závazku, aby bylo toto riziko eliminováno.
M. Hampl: Takto formulované tvrzení by bylo vhodnější a bude navrhovat úpravu prohlášení v tomto smyslu.

M. Singer: Děkuje za SZ a za boxy. Na str. 15 je uvedeno „Vývoj toků portfoliových investic v roce 2017 bude dominantně ovlivňován časováním a způsobem provedení exitu z kurzového závazku, změnami v měnové politice ECB a emisní politikou MF ČR“. Existuje empirická podpora pro dané tvrzení? Nastaly v období intervencí nějaké výrazné změny v tocích portfoliových investic.
Odpověď SM: Sofistikovaná analýza není k disposici, ale SM ji může zpracovat. Nicméně minimálně v prvním intervenčním období byl pozorován výrazný obrat v portfoliových tocích, zejména byly pozorovány výrazné přílivy do českých vládních obligací.

M. Singer: Na str. 11 je graf 2.II.13 „Přepočtený počet zaměstnanců“, podle něhož v roce 2013 byl pokles úvazku na zaměstnance dramatický a vyšší než za celé ostatní období. Existuje pro to nějaké vysvětlení, např. nějaké legislativní změny?
Odpověď SM: Vysvětlení není legislativní, ale spíše ekonomické. V roce 2013 se zkombinoval dlouhodobější trend k většímu využívání částečných úvazků se silným cyklickým vlivem, kdy podniky nepropouštěly, ale zkracovaly úvazky, což bylo částečně podpořeno opatřením vlády.

M. Singer: Na str. 20 poslední odstavec obsahuje větu „Toto přehodnocení odráží především nižší pozorovanou dynamiku mezd v loňském roce a nižší očekávaný růst HDP i inflaci v letošním roce.“. Neměla by být kauzalita opačná? Tj., od HDP ke mzdám. Bylo by dobré tuto větu přeformulovat.
Odpověď SM: Kauzalita je obousměrná. SM větu přeformuluje.

M. Singer: Požaduje upřesnění pojmu „čistá zahraniční poptávka“.
Odpověď SM: Čistá zahraniční poptávka je čistý vývoz. Důvodem tohoto názvu je pouze symetrie s předchozí kapitolou, která se jmenuje „Domácí poptávka“. Není v tom jiný důvod.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

V. Tomšík: Inflace se nachází pod cílem, a to delší dobu, než se čekalo. Na druhou stranu jádrová inflace, tedy korigovaná inflace bez pohonných hmot, se vrátila ze záporných hodnot do kladných a směřuje k rovnováze. Tudíž ve chvíli, kdy odezní primární šok v cenách ropy a jiných komodit a kdy se bude zvyšovat inflace v eurozóně, lze očekávat, že se i česká inflace bude vracet k cíli. Otázkou je, jak se postavit k citlivostním scénářům, které jsou velmi důležité. Jeden z citlivostních scénářů ukazuje, co se stane, pokud se nenaplní předpoklad, že se inflace v eurozóně začne vracet k rovnovážným hodnotám. Druhý citlivostní scénář jde ještě dále a ukazuje, co se stane, pokud by se inflační očekávání po třech letech nízké inflace začala ukotvovat níže. To, že inflační očekávání mohou být neukotvená, se opírá o argument, že růst mezd je nižší, než odpovídá stavu ekonomiky a hospodářskému cyklu a než odpovídá prognózám, které směřují na inflační cíl.

Na druhou stranu je optimistické, že se vyčerpal prostor pro pokles nezaměstnanosti a že se nezaměstnanost blíží NAIRU, a mělo by tedy být jen otázkou času, kdy se začnou projevovat tlaky na růst mezd. Je tedy možné ještě počkat, zda se potřebný růst mezd nedostaví. To je ale popřeno tím, že k reálné konvergenci, která byla před krizí signifikantní na úrovni vyšší než 2 %, nedochází. Jak zmínil T. Holub, Balassův-Samuelsonův efekt působí přes mzdy, které inflační tlaky nesignalizují.

To znamená, že je potřeba udělat nějakou akci. Pokud by se měnová politika nacházela ve standardní situaci, dodatečné snížení sazeb o 25 bazických bodů by jistě nebylo chybou. Nicméně ve standardní situaci nejsme. Navazuje na vystoupení L. Lízala na otevřené části jednání a potvrzuje, že se bankovní rada záporných úrokových sazeb nevzdala, ale vždy bylo transparentně sdělováno, že je to nástroj, který je možné použít pro obranu kurzového závazku. Analýzy ukazují, že pro tuto ekonomiku záporné úrokové sazby nejsou nejvhodnějším nástrojem pro podpoření a urychlení návratu inflace k cíli a k urychlení růstu mezd. Je ochoten o nich diskutovat, ale není to cesta, kterou by se měnová politika měla vydat.

Druhou cestou, kterou je možné se vydat, pokud nevěříme tomu, že se růst mezd dostaví a že se nezaměstnanost přiblíží svému potenciálu, je ukotvit inflační očekávání zvýšením hladiny závazku. Ale to je velmi silný nástroj, a zejména nebylo zatím diskutováno, o kolik. V roce 2013 bankovní rada provedla razantnější posunutí, než které bylo implikováno modelem, a ex post je zřejmé, že posun měl být ještě silnější. Pokud chce někdo otevřít otázku posunutí hladiny závazku, musí odpovědět na otázku na jakou hladinu: na 28, 29 nebo 30 Kč/EUR? Posunutí hladiny závazku je silný nástroj, a tedy pokud by k němu došlo, došlo by nejen k ukotvení očekávání, ale reakce ekonomiky by byla pravděpodobně i rychlá, neboť situace je jiná než v roce 2013: ekonomika roste a jádrová inflace je pozitivní. Tudíž tento silný nástroj by znamenal nejenom velmi rychlý návrat k cíli, ale možná i přestřelení. Bylo by obtížné po posunu hladiny rychle exitovat a rychle zvyšovat sazby. Takže tato cesta není nyní možná.

Zbývá třetí cesta, a to diskutovat o posunutí termínu exitu. Tato cesta není úplně jednoduchá z pohledu kredibility, protože pro tuto cestu je velmi důležité mít kredibilní závazky. Posunutí termínu exitu není jednoduché. Je připraven pouze pro jednu věc: říkat, že bankovní rada situaci sleduje, nezveřejňovat citlivostní scénáře a komunikovat zvýšení pravděpodobnosti posunu exitu do poloviny roku 2017.

K. Janáček: Nová prognóza je pokračováním příběhu o dobré kondici a dobrých perspektivách domácí ekonomiky, což je ilustrováno řadou pozitivních ekonomických ukazatelů, jakými jsou velmi dobrý vývoj salda veřejných financí k poměru k HDP: -0,4 % v roce 2015, -0,1 % letos a dokonce přebytek 0,5 % v roce 2017, s odpovídajícím poklesem vládního dluhu. Ani inflační vývoj z hlediska měnové politiky není příliš nepříznivý, neboť korigovaná inflace bez pohonných hmot dosáhla v roce 2015 1,2 % a v prvním čtvrtletí byla 1,3 %. Podle nové prognózy by měla dosáhnout 1,1 % v tomto roce a 1,7 % v roce příštím.
V kontextu tohoto příběhu má prognostický model – jako obvykle – „jasno“ a navádí na horizontu měnové politiky inflaci k cíli, což by mělo pokračovat i v roce 2017. V tomto roce by měl vývoj umožnit návrat ke standardnímu modu měnové politiky. Prognózou vymezený moment ukončení kurzového závazku spadá do poloviny roku 2017 s tím, že po ukončení závazku nedojde ke skokovému posílení koruny na předintervenční úroveň, nýbrž pouze na hladinu 26,3 a posléze na 26,1 Kč/EUR. Následně bude zvýšena repo sazba, která má ve třetím čtvrtletí 2017 dosáhnout průměrné hodnoty 0,9 % a ve čtvrtém čtvrtletí hodnoty 1,2 % a odpovídajícím způsobem mají růst sazby na peněžním trhu. Prognóza úrovně repo sazby je vysoce diskutabilní; tato prognóza je velmi poplatná modelu bez úvahy o realističnosti takového vývoje. Zásadní otázka spojená s projednáváním situační zprávy a nové prognózy je komunikace doby a způsobu ukončení kurzového závazku. To bude více diskutovat ve druhém kole.

J. Rusnok: Souhlasí s hodnocením kolegů o vývoji ekonomiky. Není správné přeceňovat velikost reálné konvergence, neboť ta byla mimořádná pouze v jednom roce. Letošní rok při růstu domácí ekonomiky 2,3 % a při cca 2% růstu ekonomiky eurozóny znamená, že reálná konvergence je velmi malá. Proto nelze očekávat signifikantní tlaky prostřednictvím Balassa-Samuelsonova efektu. Růst mezd i inflace se jistě dostaví. Český trh práce se mění a statistika mezd může být zatížena vysokými nejistotami a překvapeními. Podíl OSVČ je v ČR mimořádně vysoký oproti standardním evropským ekonomikám. V ČR je pracovní síla zhruba 5 miliónů osob, a z toho OSVČ je téměř 1 milión osob. V Německu je to procentuálně zhruba polovina. V důsledku krize byla řada lidí vytlačena do OSVČ, a tím se v sektoru neobchodovatelného zboží zvýšila konkurence, což brzdí ceny a vysvětluje to nízkou inflaci v tomto sektoru. Kontrolní hlášení, které bylo vyhlášeno za absurditu roku, což je dobrý signál účinnosti tohoto opatření, snižuje uměle vysoké marže. I přes výraznou datovou nejistotu jsou trendy jasné: růst mezd se objevuje a bude pokračovat. Je logické, že mzdový růst začíná v odvětvích, kde je největší vyjednávací síla, tedy ve veřejném sektoru a v síťových odvětvích. V návaznosti na vývoj v těchto odvětvích budou růst i mzdy i v dalších sektorech.
Je sice nepříjemné, že se oddaluje dosažení cíle, ale je nutné to přečkat. Co se týče MPD, je třeba být opatrný s posunováním závazku, měnová politika je dosti zavázána na téměř celý rok. Je možné debatovat o tom, zda závazek neposunout pouze o jedno čtvrtletí a použít pouze pravděpodobnostní formulaci ohledně exitu v polovině roku 2017. Z taktického pohledu by bylo přínosné posunout hladinu závazku na 27,50 a zneatraktivnit spekulační obchody, nicméně těchto obchodů je zatím málo. Proto je lepší vyčkat a posun případně provést později, pokud by těchto obchodů bylo více.

L. Lízal: Děkuje za SZ, ke které nemá žádné výhrady. SZ dobře popisuje domácí i zahraniční situaci a také aktuální dilemata měnové politiky. Citlivostní scénář je znepokojující v tom, že se prozatím jádrová inflace, tedy domácí inflační vlivy, vyvíjely celkem uspokojivě s ohledem na velikost vnějších desinflačních tlaků, což při realizaci citlivostních scénářů již neplatí. Vyvstává

tedy otázka kredibility dosažení inflačního cíle. Pokud věříme základnímu scénáři, tak vzhledem k poklesu nezaměstnanosti se růst mezd dříve či později objeví.
Jak již zmínil V. Tomšík, v normální době by bylo intenzivně debatováno snížení sazeb. Což znamená potřebu uvolnit měnové podmínky. Otázka je, jak to udělat. Nesouhlasí s jednoduchým návodem v MPD, neboť samotné posunutí kurzového závazku není kredibilní. Kurzový závazek je dosti hrubý nástroj, a pokud by byl posunut o jednu korunu, pak vyvstává otázka, kdy dojde k exitu a v jaké formě. Hrozba posunutí kurzového závazku není kredibilní, zejména proto, že časový horizont by byl tak krátký, že by nebylo možné trh přesvědčit o tom, že nedojde ke skokovému posílení kurzu po exitu. Je tedy třeba pracovat i s úrokovou sazbou. Debata o posunutí kurzového závazku by měla být spojena s debatou o změně sazeb. Nemusí to být zásadní změna sazeb, změna může být čistě signální: např. repo sazba rovná nule a diskontní sazba lehce v záporných hodnotách. To by ukázalo, že závazek je kredibilní vzhledem k přípravě jeho obrany, a že bankovní rada skutečně přemýšlí o změně hladiny závazku ve všech souvislostech.
Pochybuje tedy o použitelnosti této části MPD, neboť neobsahuje taktické úvahy a úvahy o budoucí komunikaci.

M. Hampl: Děkuje za SZ a prognózu, která je přesvědčivá. SZ popisuje minulost a obsahuje výhled do budoucnosti, který je založený na nejlepších známých informacích. Celou SZ lze shrnout do otázek: udělali jsme v minulosti měnověpolitickou chybu a hrozí, že takovou chybu uděláme v budoucnosti? Co se týče minulosti, SZ neříká, že taková chyba byla udělána, což je i jeho názor a žádný věrohodný příběh, který by tvrdil opak, není k dispozici.
Klíčová otázka je, zda nebude učiněna měnověpolitická chyba v budoucnosti, pokud budou udržovány měnové podmínky na stávající úrovni. SZ naznačuje, že riziko této chyby narůstá v čase a dokonce nemá ani tendenci zastavit se na určitém počtu hypotetických snížení sazeb, které by nastaly ve standardní situaci. Tento počet se zvyšuje.
SZ tedy není o jemných debatách, ale o tom, zda je bankovní rada v budoucnu připravena posunout kurzový závazek, což je nejefektivnější cesta, jak případně změkčit měnové podmínky, bylo-li by to třeba.
Případná změna hladiny by logicky znamenala i změnu data exitu, protože pokud by se dodalo další změkčení měnových podmínek pomocí změny hladiny, bylo by nejprve potřeba počkat na to, až se uskuteční efekty takového měnověpolitického impulsu. Tudíž posunutí hladiny se rovná posunutí exitu.
Správné posunutí hladiny by mělo být i řešením problému skokového posílení kurzu po exitu. Z hlediska teorie reálného kurzu skokové posílení nenastane, pokud kurzový závazek povede k posunu cenové hladiny alespoň o tolik, o kolik byl oslaben kurz ve srovnání s vnějším prostředím. Bankovní rada komunikuje, že skokové posílení nenastane, pokud kurzový impuls bude „probublávat“ do domácí cenové hladiny, což se zatím příliš neděje. Jinými slovy, riziko skokového posílení zde je, neboť cenová hladina nevzrostla po roce 2013 natolik, aby z hlediska reálného kurzu k tomuto posílení nedošlo. Existuje riziko, že by se to mohlo stát znovu. Ale mohl by se stát i opak a průsak do cen by mohl být i silnější, což by umožňovalo centrální bance exitovat o něco dříve, než by si myslela v okamžiku, kdy by ke změně hladiny přistoupila.
Existují klesající mezní výnosy oddalování exitu, na čemž se asi všichni členové bankovní rady shodnou. Vzhledem k tomu, co říká současná SZ, nemusí být posun termínu exitu dostatečný nástroj. Debata by tedy měla být o tom, nakolik je bankovní rada v budoucnu připravena pracovat s posunem hladiny kurzového závazku.

M. Singer: V reakci na předchozí vystoupení konstatuje, že je také rád, že korigovaná inflace bez pohonných hmot je kladná, nicméně by nebyl rád, aby se ČNB změnila v instituci s asymetrickým cílem, který by byl definován pomocí korigované inflace. Asymetrický cíl není dobrý, ani když je definován pomocí celkové inflace; definovat jej pomocí korigované inflace není posun k lepšímu. Je dobré připomenout, že část přidané hodnoty vytéká z českého HDP přes repatriované zisky, což je přirozené, neboť česká ekonomika je silně průmyslová, a tedy kapitálově náročná. To je přirozené, ale může to oslabovat Balassa-Samuelsonův efekt ve snížené schopnosti pracovní síly utrácet. Zmíněné kapitálové toky nejsou nízké, jsou jedny z nejvyšších v Evropě, což je součást životního cyklu investic, ale má to zároveň makroekonomické konsekvence. Vyzývá k zpracování boxu, který by analyzoval, kolik peněz z českého HDP zůstává pro mzdy, a nakolik tedy může Balassa-Samuelsonův efekt být účinný.
Žádá SM o „třídimenzionální“ Beveridgeovu křivku, která by vyznačila i procento podniků, které vnímají nedostatečný počet pracovníku jako bariéru růstu. Před krizí více než polovina podniků vnímala nedostatečný počet pracovníků jako bariéru růstu, nyní to vnímá jako bariéru růstu jen 10 až 20 % podniků. Z tohoto důvodu je současná situace zásadně jiná než v roce 2007. Tento rozdíl může vysvětlovat současný nízký růst mezd.
Současná situace je rozdílná od roku 2013 i s ohledem na inflaci. Pokud srovnáme pořadí ČR v Evropě z hlediska čisté inflace a růstu HDP v roce 2013 a nyní, tak k „probublání“ kurzového závazku došlo, je však tlumeno současným extrémním nízkoinfačním prostředím. Nicméně z hlediska pořadí jistě k posunu došlo, alespoň co se týče čisté inflace. U celkové inflace je situace složitější, neboť před rokem 2013 byla celková inflace ovlivněna změnou sazeb DPH.
Od listopadu 2015 se prognóza celkové inflace pro 2. a 3. čtvrtletí tohoto roku snížila o 1,1 % resp. o 1,3 procentního bodu. To je dramatický posun. Za to jsou sice mimo jiné zodpovědné exogenní faktory, jakými jsou ceny komodit, ale prognóza korigované inflace bez pohonných hmot, ve které je vliv komodit nízký a která by měla být pod kontrolou centrální banky, se také snížila o 0,7, resp. o 1,1 procentní bod.
Z krátkodobého hlediska, jak říkal J. Rusnok, je exit natolik daleko, že není nutné se zavazovat k dalšímu posunu. Situace ale může být jiná již 30. června; může dojít k obnovení spekulačních tlaků, např. i z důvodu, že část trhu může spekulovat na to, co bude nová bankovní rada dělat, a může tak dojít k masivnímu přítoku kapitálu již během léta 2016.
Z dlouhodobého hlediska, pokud by se rizika naplňovala a ČNB by čekala na „průšvih“, který by odůvodnil, proč je posun hladiny závazku nutný, pak by se to nutně negativně projevilo v reálné ekonomice. ČNB by jistě reagovala včasněji a správněji než ECB a řada jiných centrálních bank, nicméně nějaké efekty v reálné ekonomice by stejně nastaly.

V. Tomšík: Souhlasí s J. Rusnokem, že je důležité sledovat dlouhodobé trendy. Není dobré ani reagovat na jednoroční výkyvy, ani je komentovat. Robustní růst minulý rok byl ovlivněn zejména rychlým dočerpáváním EU fondů a také poklesem cen ropy, který umožnil růst reálného disponibilního důchodu domácností. To byly jednorázové faktory, takže letošní růst o velikosti 2,3 % nemusí znamenat silný konvergenční proces. Nicméně pozitivní trend růstu HDP je nezpochybnitelný, výhled růstu na příští rok je 3,4 %, který, když je srovnán s výhledem růstu efektivní eurozóny, reálnou konvergenci umožňuje. Proto je lepší počkat, zda se tyto příznivé trendy projeví v růstu mezd. Pokud by došlo v ekonomice k nějakým strukturálním změnám ohledně NAIRU a inflačních očekávání, bylo by potřeba na ně reagovat. Před tím, než se však

použije relativně silný nástroj, je lepší počkat na potvrzení trendů v HDP a na to, nakolik se projeví v mzdovém růstu.
Co se týče posunu kurzového závazku, připomíná, že v roce 2013 byla změna vyšší, než doporučovala SM. Nebyla vůle vrátit se do 90. let a často měnit parametry kurzového závazku, což by připomínalo crawling peg. Pokud by byla vůle závazek posunout, měla by to být významná změna, aby nebyl posunován každé čtvrtletí či rok. Připomíná, že pouze 5% posun znamená hranici 28,40 a 10% posun by znamenal kurz téměř na úrovni 30 Kč/EUR. Je tady hrozba toho, že reakce ekonomiky může být odlišná než v roce 2013: česká ekonomika nyní není v deflaci a reálná poptávka je silná. Také se neočekává, že se šoky do cen ropy zopakují. To naznačuje, že promítnutí do cenové hladiny by mohlo přijít rychleji, a tudíž by mohlo dojít k rychlejšímu exitu. To však není jednoduché: znamenalo by to zvýšit závazek a rychleji exitovat, a pak rychle zvyšovat úrokové sazby. Takový scénář má významné náklady. Náklady by mohly být ještě významnější z důvodu rychlého růstu hypotéčních, spotřebitelských a developerských úvěrů. Je připravený říci na setkání s analytiky, že se bankovní rada nikdy posunu hladiny závazku jako svého nástroje nevzdala, tak jako se nikdy nevzdala negativních úrokových sazeb. Aby k posunu hladiny závazku došlo, situace by ale musela být jiná, než je nyní.
Otázka je, který ze scénářů je nejpravděpodobnější: zda základní scénář, první citlivostní scénář nebo kumulovaný citlivostní scénář. Obává se, že se mohou naplnit všechny tři. V ekonomii mají očekávání zásadní roli a kredibilní centrální banka je silným tvůrcem očekávání, a tedy ovlivňuje to, co se stane. Z toho důvodu není tedy žádoucí zveřejňovat citlivostní scénáře, aby se nevysílal signál o tom, že externí šoky ovlivnily inflační očekávání.
Souhlasí s M. Singerem o tom, že díky životnímu cyklu přímých zahraničních investic jsou zisky mnoha firem repatriované do zahraničí. Na druhou stranu to se týká zejména těch nejefektivnějších a nejproduktivnějších podniků, které jsou lídři i ve mzdových růstech, viz např. situaci ve Škodě Auto, a.s. Mzdový růst v sektoru neobchodovatelného zboží se na ně dotahuje. Tyto úvahy by se měly objevit v boxu o Balassově- Samuelsonově efektu, který má SM zpracovat.

L. Lízal: Reálná konvergence je uklidňujícím faktorem z hlediska kurzového závazku. Pokud dochází k reálné konvergenci, výsledkem by ve standardní situaci bylo pozvolné posilování měny. V režimu kurzového závazku reálná konvergence uvolňuje měnové podmínky. Proto není potřeba měnit hladinu kurzového závazku, neboť exit je zatím daleko. Navíc jakákoliv změna závazku, která by nebyla doprovázena změnou sazeb, by byla neproduktivní.
Dalším významnou událostí je červnové referendum v Británii o setrvání v EU. To může události v Evropě ovlivnit natolik, že by jakákoliv dnešní akce mohla v létě vyžadovat korekci.
Tedy, ať již z pohledu domácí ekonomiky nebo z pohledu vnějšího prostředí, rozumnou volbou je nyní neměnit kurzový závazek ani sazby. A vzhledem k nejistotám, je rozumné se sazeb jako nástroje nevzdávat.

K. Janáček: Zmiňuje studii, která již před 10 lety ukazovala, že v české ekonomice byl Balassa-Samuelsonův efekt slabší, než by teorie předpokládala. Část vysvětlení může spočívat v tom, co zmiňoval M. Singer, a připomíná, že ČR a Irsko mají v Evropě nejvyšší rozdíl mezi HDP a HNP, v čemž se mimo jiné odráží odliv zisků do zahraničí.
S prognózou je konzistentní posun tvrdé formy závazku do poloviny roku 2017. Ztotožňuje se s tímto i dalšími doporučeními SM a je možné nechat v komunikaci ve velmi volné formě i možnost

posunu hladiny závazku. Bylo to i v minulých komunikacích, takže vynechání by mohlo mít negativní signalizační efekt.

M. Hampl: Děkuje za předchozí diskusi, která mu umožňuje vycizelovat hlavní bod, který zmiňoval v již prvním kole.
Souhlasí s M. Singerem o tom, že není pochyb, že měnová politika v minulosti konala a konala správně, a že tedy nedošlo k zásadní měnověpolitické chybě. Na tom je poměrně silná shoda.
Srovnání růstu národohospodářské produktivity práce a růstu reálných mezd ukazuje, že v zásadě nelze odůvodnit výrazně vyšší růst reálných mezd. Reálná produktivita rostla okolo 3 % v roce 2015, přičemž ovšem reálná mzda růst produktivity ve dvou ze čtyř čtvrtletí téhož roku překonala. Je tedy možné, že ekonomika je v rovnováze, ale problém je, že při této rovnováze nominální veličiny nejsou konzistentní s inflačním cílem a s mandátem ČNB stabilizovat ekonomiku, což by byl problém. Proto narůstá riziko, že díky vývoji nominálních veličin, a ČNB odpovídá za nominální veličiny a za jednu z nich klíčově, bude potřeba konat. Dnes určitě není žádoucí posunovat hladinu závazku. Ale prognóza říká, a prognóza je v tomto realistická, že narůstá riziko, že v budoucnu bude muset dojít k nějaké akci.
Právě z toho důvodu, že narůstá riziko této situace, je lepší nezveřejňovat citlivostní scénář. To, že inflační očekávání se odpoutávají od cíle, je signál pro ČNB, neměl by to být signál vyslaný pro trh. Pokud hrozí riziko odpoutání inflačních očekávání, pak by měla centrální banka konat. Pravděpodobnost změny hladiny kurzového závazku je vyšší než v minulosti. První, kdo by měl navrhnout posun hladiny závazku, je SM, což se zatím neděje. Nicméně pokud bude pokračovat dosavadní vývoj, nepřekvapilo by ho, kdyby SM s takovým návrhem přišla.

J. Rusnok: Debata krásně konverguje ke konsenzu, který moudře navrhla SM. Pokud probíhá reálná konvergence, což nezpochybnil, jenom poukazoval, že nemusí být tak silná, jak se soudí, pak souhlasí s L. Lízalem, že při kurzovém závazku dochází k automatickému uvolňování měnových podmínek, byť třeba drobnému. V tomto smyslu ČNB doručuje měnové uvolňování, nicméně otázka, zda dostatečné, je na místě. Na druhou stranu centrální banka by měla přispívat ke stabilitě a scénáře typu brzda-plyn také představují riziko.
Doporučuje následovat doporučení SM a zároveň zmínit, že oddalování naplňování inflačního cíle může v budoucnu vyvolat potřebu dalších opatření. Nyní je ale lepší vyčkat, zda se v reálné ekonomice neprojeví očekávané efekty, byť se zpožděním. Souhlasí s L. Lízalem, že z repertoáru by neměly být vypuštěny pohyby sazeb případně i do záporných hodnot.

M. Singer: V reakci na vystoupení V. Tomšíka říká, že pokud labour share v nejproduktivnějších podnicích klesá, pak není tak důležité, že se v těchto podnicích rychle zvyšují mzdy. To může vysvětlovat, proč při rostoucím HDP se Balassa-Samuelsonův efekt neprojevuje.
Souhlasí s M. Hamplem, že rizika se zvyšují. Ale ne pouze z důvodu neukotvených inflačních očekávání, ale i z důvodu vnějšího prostředí. L. Lízal zmínil brexit, nicméně ani růst v USA není tak vysoký, jak se čekalo. Finanční krize má zřejmě velmi dlouhodobé následky; makroekonomické politiky v USA byly sice účinnější než jinde, nicméně situace se zlepšuje pomalu. Zprávy z Číny vypadají nedobře pro poptávku po komoditách, přičemž Čína determinuje mezní poptávku po komoditách a právě tato mezní poptávka je rozhodující pro cenu.
Bylo by frustrující opakovat si historii, speciálně tu, kterou člověk sám spoluvytvářel.

III. Úkoly

Nebyly zadány.

IV. Rozhodnutí

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

Zapsal: Jan Brůha, poradce bankovní rady