

## **Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 30. června 2016**

**Přítomni:** Miroslav Singer, Mojmír Hampl, Kamil Janáček, Lubomír Lízal, Jiří Rusnok, Pavel Řežábek (přítomen pouze na otevřeném jednání bankovní rady).

### **I. Diskuze navazující na prezentaci 4. situační zprávy**

**M. Hampl:** Tlumočí dotaz nepřítomného V. Tomšika, zda není scénář s endogenním kurzem z měnověpolitického doporučení (str. 4) příliš citlivý na aktuální data. Nově pozorovaná data byla zhruba v souladu s očekáváními, změna scénáře s endogenním kurzem je ale poměrně velká. Žádá o komentář.

*Odpověď sekce měnové (dále jen SM): Spíše než o efekt nových dat se jedná o efekt posouvajícího se času (efekt „vysezení“). Model se snaží pomocí kurzu zvýšit inflaci na inflační cíl v horizontu jednoho roku. Situace je nyní taková, že se během jednoho roku inflace na cíl dostane i bez výraznější měnověpolitické akce. Posun v čase o jedno čtvrtletí tak zmírňuje nutnost akce.*

*Inflace se k cíli vrací také díky tomu, že odeznívá protiinflační vliv zahraničí. Čím jsme tomuto odeznění vlivu zahraničí blíže, tím méně potřebujeme pro plnění inflačního cíle uvolňovat měnové podmínky.*

**M. Hampl:** Ke grafu implikovaných sazeb 3M EURIBOR a jejich stínových sazeb v situační zprávě (str. 8) se táže, zda by nebylo vhodné podobnou stínovou sazbu konstruovat i pro domácí sazby. Dodává, že se v zásadě nacházíme v režimu kvantitativního uvolňování. Bilance ČNB se rozšiřuje a dochází k tvorbě nových peněz. V takové situaci by možná bylo korektnější srovnávat stínové sazby. Chápe, pokud na tento návrh nemá SM okamžitou odpověď.

*Odpověď SM: Úvahy o konstrukci stínové sazby byly vedeny. Ideálně by měl být nárůst bilance ČNB a ECB brán v úvahu symetricky. Jedním z důvodů, proč ke konstrukci stínové sazby pro ČR nakonec nebylo přistoupeno, bylo to, že zatímco u eurozóny je na prognóze možné z důvodu daného měsíčního objemu nákupů aktiv říci, jak bilance ECB poroste v budoucnu, u ČNB toto možné není. Na druhou stranu nemožnost prognózování nárůstu bilance ČNB byl také argument, proč v prognóze neuvažovat alternativní odhady stínové sazby EURIBOR, které jsou oproti prezentovaným stínovým sazbám ještě více v záporných hodnotách. Pokud by byly použity tyto zápornější stínové zahraniční sazby, bylo by asi nutné zohledňovat růst bilance ČNB, což je na prognóze těžko realizovatelné. Výsledkem je tedy používání relativně konzervativní verze stínových sazeb prezentovaných v situační zprávě.*

**L. Lízal:** Poznává, že situační zpráva hovoří o rizicích výhledu investic veřejného sektoru. Táže se, zda je v tomto výhledu zapracována očekávaná změna ve využití evropských fondů v příštím roce. Například s ohledem na nový zákon o posuzování vlivu stavby na životní prostředí (EIA) se jedná o objem prostředků o velikosti zhruba 1 % HDP, které by nebyly proinvestovány. Táže se také, zda v tomto kontextu nedochází v rámci komunikace k jistému protirečení s oblastí finanční stability, ve které se mluví o přehřívání trhu s rezidenčními nemovitostmi a vysílají se

signály o nutnosti reakce. ČNB tedy ve výsledku komunikuje jednak o možných nižších investicích ve stavebnictví, ale zároveň i o přehřívání v tomto sektoru.

*Odpoověď SM: Prognóza předpokládá letos výrazný pokles investic veřejného sektoru především v důsledku velmi pozvolného náběhu projektů financovaných z nového programového období EU fondů. Rizika vycházející z EIA byla vždy zmiňována nad rámec prognózy. Původní kvantifikace tohoto rizika byla okolo hodnoty 212 miliard korun, poté se objevovala částka 90 miliard, což vedlo i k upravení příslušného textu ve zprávě o inflaci. Poslední dostupná poznámka hovoří o ohrožení investic v řádu mnoha desítek miliard korun, což je možná stále nadhodnocené číslo. Vede to tedy postupně k eliminaci rizika, které v prognóze nebylo započteno. V podstatě dochází k návratu původního vyznění prognózy fiskálního impulsu. Riziko v sektoru inženýrského stavitelství neeskaluje, spíše naopak.*

*Celkový vývoj ve stavebnictví nebude přetlačen bytovou výstavbou. Dominantními faktory působícími ve směru propadu stavebnictví jsou inženýrské stavitelství v podobě staveb financovaných z EU fondů a stavební investice. U obou těchto okruhů pozorujeme propad. Druhá situační zpráva obsahovala část, kde byl vývoj ve stavebnictví popisován z pohledu zaměstnanosti. Ani v tomto kontextu nebylo možné pozorovat téměř žádný vliv oživení bytové výstavby na zaměstnanost ve stavebnictví.*

*Existují omezení na nabídkové straně trhu nemovitostí, která zesilují riziko, že růst poptávky bude tvořit bubliny. Je to i případ skandinávských zemí, které bojují s přehříváním trhu nemovitostí a které mají restriktce na nabídkové straně. Komunikace o propadu ve stavebnictví a zároveň o přehřívání na trhu nemovitostí je tedy konzistentní.*

*Odpoověď samostatného odboru finanční stability: Otázka, co mohou opatření ČNB v oblasti finanční stability udělat s trhem nemovitostí, je relevantní. Zpráva o finanční stabilitě obsahuje box, který ukazuje korelaci mezi tempem růstu nových úvěrů a tempem růstu poptávky. Otázka tedy je, jak tato opatření ovlivní tempo růstu nových úvěrů. Nepovedou pravděpodobně ke změně počtu nových úvěrů, cílem opatření je spíše zastropování absolutní úrovně jednotlivých nových hypotečních úvěrů. Opatření by tedy celkově neměla vést ke snížení objemu nově poskytovaných úvěrů, ale mohla by přispět ke snížení tempa jejich růstu. To by mohlo vést k utlumení růstu domácí poptávky. Kvantitativně ovšem nebude tento efekt asi příliš výrazný. Krátkodobě navíc bude tlumení růstu úvěrů převáženo aktuální situací, kdy prodejci hypotečních úvěrů reagují na blížící se působnost nového zákona o úvěru pro spotřebitele.*

*Odpoověď SM: Předstihové indikátory naznačují prudký pokles investiční výstavby, který se projeví v sektoru stavebnictví. Tyto informace již byly vtěleny do stávající prognózy. Rizika spojená s EIA byla nad její rámec.*

**L. Lízal:** K poklesu inflačních očekávání v tříletém horizontu z publikace IOFT na hodnotu 1,9 % (str. 4) se táže, jak na tuto změnu SM pohlíží.

*Odpoověď SM: Jedná se o efekt změny o setinu, takže se nejedná o nic zásadního.*

**L. Lízal:** Ke změně výhledu implikovaného rozpětí CZK 3M – EUR 3M ve směru poklesu na dlouhém konci (str. 13) se táže na interpretaci této změny.

*Odpoověď SM: Pokles rozpětí by neměl být přeceňován. Došlo ke změně o velikosti necelé desetiny procentního bodu. Změna rozpětí je dána velice mírným růstem výhledu sazby EURIBOR a zároveň velice mírným poklesem výhledu sazby PRIBOR.*

**J. Rusnok:** Vyjadřuje poděkování za situační zprávu. Dodává, že se jedná o malou situační zprávu, ve které se nenachází žádné výrazné překvapení, což uvítal, protože ostatních nejistot je velké množství.

**M. Hampl (v diskuzi o růstu mezd):** Táže se, zda existuje kvantitativní odhad vlivu růstu minimální mzdy na celkový růst mezd.

**K. Janáček (v diskuzi o růstu mezd):** Oceňuje stručné a informativní pojetí situační zprávy. Poznává, že opakované konstatování, že přetrvává riziko měnovou politikou nedostatečně ukotvených očekávání, je založené na tom, že se nižší inflační očekávání odrazí při mzdových vyjednáváních v nižším růstu mezd. Dodává, že dosavadní vývoj takovému scénáři nenasvědčuje a k jeho realizaci pravděpodobně nedojde ani ve druhé polovině roku 2016.

**K. Janáček (v diskuzi o růstu mezd):** Situační zpráva konstatuje, že mediánová mzda rostla v prvním čtvrtletí roku 2016 o polovinu rychleji než průměrná mzda. Táže se, zda by nebylo vhodnější pracovat v modelu g3 s mediánovou spíše než s průměrnou mzdou. Další možností je mediánovou mzdu uvažovat v rámci nějaké alternativy k základnímu scénáři. Možná by takový přístup vedl k lepším predikcím soukromé spotřeby.

**P. Řežábek (v diskuzi o růstu mezd):** Již několikrát na měnověpolitických jednáních hovořil o interpretacích a míře diskontování nových údajů v situačních zprávách. Poznává, že někdy má pocit, že nové informace jsou vyhodnocovány, resp. zabudovány do prognózy mírně selektivně. Někdy dochází na základě nových dat k poměrně výrazným změnám. Navíc jsou údaje potvrzující nějaký celkový trend brány v úvahu s větší vahou než údaje, které celkový příběh nepotvrzují. Doplňuje konkrétní příklad takového přístupu. Když byl pozorovaný růst mezd nižší než v prognóze, bylo to interpretováno jako indikace poklesu inflačních očekávání. Když je ale naopak pozorovaný růst mezd vyšší, než kolik předpokládala prognóza, tak je to interpretováno pouze jako zmírnění tohoto rizika. To považuje za mírně asymetrický způsob interpretace. Nechce, aby to bylo chápáno příliš kriticky, pouze se snaží vyjasnit způsob interpretace nových údajů.

**M. Singer:** Žádá vyjasnění vztahu mezi mezičtvrtletním a meziročním růstem mezd v prvním čtvrtletí roku 2016 a revizi mzdových dat.

*Odpoověď SM: K úvahám o možné selektivnosti při interpretaci údajů o růstu mezd ve vztahu k citlivostnímu scénáři z minulé situační zprávy je důležité si uvědomit, že inflace se nachází výrazně pod cílem již několik let, což primárně vytváří riziko neukotvených inflačních očekávání. Pokud existuje neukotvenost, tak bude ve směru nižších inflačních očekávání. Mzdy jsou pak indikátorem, zda se toto riziko naplňuje. Latentně riziko neukotvených inflačních očekávání existuje stále a na základě pozorovaných dat klesá jeho relevance. Pozorovaný růst mezd vede k tomu, že riziko neukotvených očekávání vnímáme méně relevantní, než tomu bylo v minulé situační zprávě. Na druhou stranu by se toto riziko nemělo přestat brát v úvahu i z toho důvodu,*

že už k tomu jednou došlo před rokem a půl a poté se po roce opět objevilo. Na základě jednoho údaje o růstu mezd by toto riziko nemělo být ze seznamu rizik vypuštěno.

K návrhu na využití mediánové mzdy přímo v modelu je důležité si uvědomit, že nevýhoda mediánu je to, že číslo zveřejňované Českým statistickým úřadem je pouze prvním modelovým odhadem a později může docházet i k výrazným revizím. To se stalo například nedávno, kdy původní růst mediánové mzdy byl nad 6 % a po revizi skončil na hodnotě lehce přesahující 4 %. Revize mediánové mzdy by pak na rozdíl od průměrné mzdy mohly do modelu vnášet spíše více šumu. Také by nešlo spoléhat na identitu mezi objemem mezd jako součinem průměrné mzdy a počtu zaměstnanců.

Z detailních dat ISPV byl vypočten růst mediánové mzdy pro první čtvrtletí roku 2016 na hodnotě 4,3 %. Je na zvážení, zda nechat v prohlášení bankovní rady větu o mediánové mzdě, protože tento výpočet naznačuje možnou revizi růstu mediánové mzdy směrem dolů.

Efekt minimální mzdy na dolním konci mzdové distribuce je přítomný. V podnikatelské sféře byl dopad růstu minimální mzdy z počátku roku do celkového růstu mezd spočten na 0,12 p.b., což je poměrně málo. Efekt růstu minimální mzdy lze pozorovat na mzdových údajích za jednotlivé sektory, kde dochází k nárůstům v sektorech, ve kterých je minimální mzda relevantní (například pohostinství). Minimální mzda není ale čistě exogenní faktor, je to endogenní vyjádření toho, co se děje v ekonomice, takže nelze toto číslo mechanicky odečíst.

Novou informaci o růstu mezd v prvním čtvrtletí také diskontujeme kvůli tomu, že překvapivě rychlý růst byl pozorovaný v meziročním vyjádření a nikoliv v mezičtvrtletním vyjádření. V mezičtvrtletním vyjádření byl růst mezd velice blízko prognózované hodnotě. Fundamentálně nedochází k výrazné akceleraci růstu mezd. Citlivostní a základní scénář z minulé situační zprávy se pro první čtvrtletí tohoto roku liší v růstu mezd pouze o 0,1 p.b. Na základě tohoto minimálního rozdílu není možné rozlišit, zda se nacházíme v základním, nebo citlivostním scénáři. Bude nutné počkat minimálně na údaje za druhé čtvrtletí, či až v druhé polovině roku. V tomto okamžiku nelze odlišit v údajích o růstu mezd šum od fundamentální informace.

Pro druhé čtvrtletí jsou zatím k dispozici data o růstu mezd v průměru za duben, která nenaznačují žádnou další akceleraci růstu mezd.

**K. Janáček:** Poznává, že výhled růstu HDP pro rok 2017 o velikosti 3,4 % je silně optimistický. Táže se, zda je tento výhled založen čistě na modelu, nebo se za tímto číslem nacházejí i jiné makroekonomické úvahy.

Odpověď SM: Hlavním důvodem akcelerace růstu na hodnotu 3,4 % v roce 2017 je fiskální politika, která je letos výrazně ovlivněna výpadkem čerpání z evropských fondů, které ale bude v roce 2017 obnoveno. Fiskální impuls o velikosti -0,8 p.b. v roce 2016 se změní na nulovou hodnotu v roce 2017.

**P. Řežábek (v diskuzi o brexitu):** Poznává, že se dnes nemůže zúčastnit uzavřené části jednání, a proto by rád pronesl několik komentářů na otevřené části. Kromě výsledku referenda o vystoupení Velké Británie z EU se mnoho nových informací od minulé situační zprávy neobjevilo. Samotné referendum je naopak tak čerstvá záležitost, že asi není ani možné ji nyní nějak kvalifikovaně zhodnotit. Oceňuje, že již bylo zohledněno v prezentaci. Dodává, že v tomto ohledu chtěl požádat o názor SM na změnu výhledů zahraničí, což pravděpodobně SM již učinila při přípravě prezentace. Připomíná, že na posledních dvou jednání V. Tomšík otevřel otázku, zda

více nerozvinout aparát na modelování zahraničních výhledů. Bylo by velice užitečné mít nástroj, který by mohl pomoci zhodnotit výhledy přebírané z Consensus Forecasts. Takový nástroj by výhledově mohl sloužit i pro tvorbu vlastních výhledů.

**M. Singer (v diskuzi o brexitu):** Poznamenává, že zatím necítí výraznou poptávku po korekci výhledů z Consensus Forecasts spojené s referendem o vystoupení Velké Británie z EU, kterou má SM v prezentaci připravenou. Důvodem je pravděpodobně to, že v tuto chvíli je v rámci velké nejistoty spojené s tímto referendem i samotná korekce výhledů velice nejistá. Doplňuje, že nejisté je vlastně i to, kdy k samotnému vystoupení Velké Británie z EU dojde.

*Odpoověď SM: Zmiňovaná aktualizace výhledů Consensus Forecasts (snímek 39) není produkt sekce, jedná se o mimořádný průzkum mezi analytiky, kteří odpovídali 28.6. Efekt brexitu na sentiment analytiků je poměrně výrazný. Například u výhledu HDP eurozóny pro rok 2017 došlo k přehodnocení o 0,6 p.b. směrem ke slabšímu růstu. Výhled růstu efektivní eurozóny upravený tímto směrem by v rámci nové prognózy vedl například u růstu domácího HDP pro rok 2017 k číslu pravděpodobně pod 3 %. Důvody pro změnu výhledů zahraničí lze pravděpodobně hledat především ve změnách sentimentu, protože v roce 2017 bude Velká Británie stále součástí EU, takže například nebudou ještě existovat žádné obchodní bariéry. Vlastní vystoupení z EU leží za horizontem měnové politiky.*

*Ohledně možné konstrukce vlastních výhledů zahraničí měl V. Tomšík na mysli především konstrukce výhledů zahraničního PPI. To se vztahuje ke druhému latentnímu riziku diskutovanému v rámci citlivostního scénáře minulé prognózy. Na issue meetingu k 5. SZ byl prezentován jednoduchý model vztahující výhled zahraničního PPI, výhled cen ropy, výhled křížového kurzu USD/EUR a výhled HDP eurozóny. Testování predikčních schopností tohoto modelu přináší poměrně nadějně výsledky. Je ovšem ještě nutné zapracovat na ekonometrické stránce věci, která je nyní poměrně primitivní a nebylo by vhodné jí takto prezentovat veřejnosti. Vývoj tohoto modelu bude pokračovat. Pokud se model podaří dotáhnout, bude jeho popis součástí příští situační zprávy.*

*Probíhají také práce na malém strukturálním modelu eurozóny obsahujícím mimo jiné zahraniční PPI, který by měl také poskytovat vodítko pro interpretaci pozorovaných makroekonomických veličin na základě fundamentů.*

**M. Singer (v diskuzi o nominálních jednotkových mzdových nákladech):** K aktuálnímu vývoji nominálních jednotkových mzdových nákladů (str. 2 a 20) se táže, zda se jedná o hrozbu nebo příslib.

*Odpoověď SM: Růst nominálních jednotkových mzdových nákladů je vnímán spíše jako příslib z toho důvodu, že představuje proinflační tlak jdoucí z domácí ekonomiky.*

**M. Singer (v diskuzi o nominálních jednotkových mzdových nákladech):** Poznamenává, že komentáře k tomuto údaji nejsou úplně jednoznačné. Růst nominálních mzdových nákladů nemusí být vždy negativní signál.

**M. Singer:** K poznámce o zpomalujícím meziročním růstu maloobchodních tržeb v eurozóně, který se nacházel v dubnu na nejnižší hodnotě od listopadu roku 2014 (str. 9), žádá o komentář a názor SM na budoucí vývoj této veličiny.

*Odpověď SM: V původním textu situační zprávy byla poznámka, že jistou roli v tomto ohledu mohly hrát i atentáty v Bruselu. Nakonec to bylo z textu vypuštěno, protože se jednalo o příliš nejistou interpretaci. Jistý trend ke zpomalování tržeb v maloobchodě je pozorovatelný i bez dubnového údaje. Na druhou stranu v Německu je hlavním tahounem růstu právě spotřebitelská poptávka. Asi bude nejvhodnější počkat na květnová data o maloobchodních tržbách.*

**M. Singer:** Vyjadřuje poděkování za poznámku pod čarou číslo 4, která vyjadřuje názor, že výhled inflace na Slovensku pro tento rok publikovaný Národní bankou Slovenska je pravděpodobnější než výhled z publikace Consensus Forecasts. Dodává, že je užitečné, když situační zpráva při rozporu údajů obsahuje nějaký názor.

**M. Singer:** Žádá o komentář ke srovnání meziročního a meziměsíčního vývoje mediánové inflace (str. 30).

**M. Singer:** Upozorňuje na zavádějící formulaci v situační zprávě, ve které je pokles úrokové sazby spojen s vyšší poptávkou po úvěrech (str. 34).

*Odpověď SM: Samotný pokles sazby nesouvisel s poptávkou domácností, ale domácnosti na něj reagovaly vyšší poptávkou po úvěrech.*

**M. Singer:** Ve vztahu k budoucím situačním zprávám má terminologickou poznámku týkající se efektivního ukazatele cen průmyslových výrobců (str. 8), který je v poznámce pod čarou č. 2 označen termínem „průmyslové ceny v efektivní eurozóně“. Považuje za vhodné terminologii důsledně sjednocovat, aby nedošlo k přesunu nejednotné terminologie do publikovaných dokumentů.

**M. Singer:** K výsledkům hospodaření nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci (str. 23) se táže, co bylo míněno strukturálními problémy, které byly označeny jako jedna z příčin významného tlumení výsledků hospodaření v prvním čtvrtletí 2016.

*Odpověď SM: Jedná se o problémy v těžebním průmyslu (například okolo firmy OKD). Přesnější formulace by asi měla hovořit o sektorově specifickém vývoji.*

## **II. Uzavřené jednání bankovní rady**

**M. Hampl:** Vyjadřuje souhlas s vyzněním situační zprávy a doporučením sekce měnové včetně komunikačního doporučení týkajícího se záporných úrokových sazeb. Není si jistý, do jaké míry má smysl se v rámci komunikace explicitně pouštět do tématu brexitu. V současnosti není toto téma nijak rozumně uchopitelné. Nicméně dodává, že téma brexitu není ve srovnání s hlavním ekonomickým příběhem nijak zásadní, problémy nás teprve budou čekat.

**K. Janáček:** Domnívá se, že vyznění situační zprávy je adekvátní ekonomické situaci. Poznává, že by bylo vhodné se zamyslet, zda nekomunikovat v rámci prezentace na tiskové konferenci vývoj mezd jako mírně proinflační faktor, což by vyvažovalo seznam protiinflačních faktorů. Vyjadřuje souhlas s M. Hamplem, že nyní nemá smysl nějak hlubokomyslně uvažovat o brexitu. Na tiskové konferenci se ale dotazy na toto téma jistě objeví.

**L. Lízal:** Vyjadřuje souhlas s vyzněním situační zprávy. Nedošlo k žádným překvapivým fundamentálním změnám ani v domácí ekonomice, ani v zahraničí. Nedošlo ani k výrazným změnám ve výhledech základních makroekonomických veličin. Souhlasí také s měnověpolitickým doporučením. K diskusi nad prohlášením bankovní rady má připraveno několik návrhů.

Souhlasí s tím, že nemá smysl nějak výrazně komunikovat dopady výsledku referenda o vystoupení Velké Británie z EU. Výsledky referenda nevnímá jako riziko, ale především jako nejistotu, o které nevíme vůbec nic. Dodává, že výhledy beroucí v úvahu brexit hovoří o negativních dopadech především z důvodu oslabení libry. Oslabení libry ale nemusí znamenat negativní výhled ani pro britskou ekonomiku, ani pro inflační výhled, protože se jedná o exportní ekonomiku.

**J. Rusnok:** Souhlasí s tím, že situační zpráva reflektuje situaci v domácí ekonomice odpovídajícím způsobem. Krátkodobý výhled české ekonomiky vypadá velice dobře, zdá se, že růst je stabilní. Nelze pozorovat žádná zásadní ohrožení výhledu stabilního růstu, kromě rizik zmiňovaných v situační zprávě. Jedním z nich je možný krátkodobý negativní dopad fiskální politiky. Potřeba spíše uvolněných měnových podmínek zůstává zachována. Domnívá se, že se ukazuje, že uvolňování je do ekonomiky stále dodáváno. Mezera mezi ideálním stavem uvolněnosti měnové politiky a skutečností se mírně zúžila. Souhlasí s tím, že efekt brexitu v této chvíli nelze kvantifikovat, čili se jedná o nejistotu, nikoliv riziko. Na delším horizontu nicméně brexit představuje spíše negativní šok pro ekonomický růst. Působení tohoto šoku je ale za horizontem, o jehož délce lze dnes pouze těžko spekulovat. Důležité ale je, že se působení šoku nachází za horizontem měnové politiky, takže pro měnověpolitické úvahy není aktuálně příliš relevantní. Souhlasí s měnověpolitickým doporučením. V politické a s ní spojené ekonomické nejistotě, která v okolí panuje a která se mírně zesílila, je vhodné, aby měnová politika udržovala jistou stabilitu. Současná situace nám umožňuje tuto stabilitu zachovat.

**M. Singer:** Domnívá se, že prognóza se naplňuje v míře nebyvalé. Jedná se v tomto ohledu spíše o ojedinělý statistický úkaz, nicméně je příjemné situační zprávu v takové situaci číst. V zásadě souhlasí s tím, co již bylo řečeno. Žádné velké překvapení se neodehrává, několik věcí ale stojí za

zmínku. Míra fiskální restriktce v roce 2016, která je neúmyslná, implikuje naprosto procyklickou fiskální politiku. Nově přijatá opatření parlamentu, která bude těžké reálně zavádět do praxe, naznačují, že ani v roce 2017 nepřinese fiskální politika nějaký dramatický růstový impuls. Brexit aktuálně znamená tlak na pokles cen komodit. K rychlému růstu mezd poznamenává, že mediánovou mzdu nechtěl v prohlášení bankovní rady z komunikačních důvodů, ale z toho důvodu, že zaměstnanci s nižšími příjmy mají větší sklon k utrácení, což je pro měnovou politiku relevantní aspekt. Nicméně na základě diskuze z otevřeného jednání, ze které vyplývá poměrně velká nejistota o skutečné hodnotě růstu mediánové mzdy, vyjadřuje pochyby, zda vůbec růst mediánové mzdy v prohlášení komentovat. Zajímavou zprávou je, že i přes opatření vztahující se k předvolebnímu období roste mzda v podnikatelské sféře rychleji než v nepodnikatelské sféře. Naopak stále pozorujeme výrazný pokles cen průmyslových výrobců. Růst peněžních agregátů je robustní a poměrně silný.

Další zajímavou informací je vztah korigované inflace a počtu nezaměstnaných na jedno volné pracovní místo, což je v podstatě jiné pojetí Beveridgeovy křivky. Lze pozorovat, že v určitých obdobích je korelační vztah mezi těmito dvěma veličinami rozvolněnější, ale stále odpovídá základní intuici. Zdá se, že nyní dochází k narušení tohoto základního vztahu. Bylo by vhodné se zamyslet nad jeho možnými příčinami.

Vyjadřuje souhlas s vyzněním situační zprávy. Nemá silný názor na míru komentování dopadů referenda o brexitu v komunikaci. Domnívá se, že je vhodné v prohlášení ponechat větu vztahující se k poklesu cen komodit, která je evidentní a konstatuje fakta o poklesu cen ropy. Další komentář k brexitu je možné ponechat na tiskovou konferenci.

**J. Rusnok:** Souhlasí s názorem, že údaj o růstu mediánové mzdy je třeba brát opatrně. Není ovšem pochyb o tom, že pozorujeme výraznější růst mezd u nízkopříjmových skupin obyvatelstva. To má dopad na spotřebu domácností. Situace na trhu práce je taková, že v některých odvětvích se silně projevuje nedostatek „výrobních dělníků“. Jedná se například o zdravotní sestry. Prezентuje anekdotickou evidenci ze zdravotnictví, které trpí výrazným nedostatkem zdravotních sester. Dochází k uzavírání nejen některých oddělení v okresních nemocnicích, ale nedostatek sester je například i na odděleních, která jsou jediná v republice. Snaha udržet nebo nalákat nové zdravotní sestry není vyjádřena růstem platu například o 300 nebo 500 korun, ale například Vojenská ústřední nemocnice navýšila zdravotním sestrám mzdy o 5 až 6 tisíc. Jedná se sice o anekdotickou evidenci, ale samozřejmě existují dopady těchto změn i do dalších odvětví. Mzdy budou dále pod tlakem.

V rámci veřejného sektoru bude na výdajové straně dominantní v příštím roce právě růst mezd. Nedomnívá se, že dojde k nějakému výraznému oživení investic. Brzdu bude představovat to, že mnoho potenciálních staveb nemá vyřešena potřebná povolení. Včera sice došlo k vyjednání výjimky z opakování procesu EIA týkající se deseti staveb, i když to ještě není odsouhlaseno senátem a podepsáno prezidentem, tyto stavby ovšem ještě nemají potřebná povolení a nejsou například vykoupené příslušné pozemky. Nechtěná restriktce tak bude pokračovat i v roce 2017, nicméně může být kompenzována výraznějším růstem mezd v nepodnikatelské sféře, protože tlak na růst je velký.

V rámci komunikace dopadů brexitu souhlasí s návrhem omezit ji pouze na poznámku o poklesu cen komodit. Mohl by se sice objevit komentář, že zlato je také komoditou, jedná se ale o okrajovou věc.



**M. Hampl:** Souhlasí s názorem, že o brexitu by mělo být komunikováno jako o nové nejistotě. Domnívá se, že tato nejistota může ve výhledu znamenat oboustranné změny v řadě makroekonomických veličin na kontinentu i ve Velké Británii. Brexit zahrnuje spuštění řady procesů, jejichž dopady i jejich samotná doba trvání jsou mimo kontrolu všech, nejméně pak těch, kteří se domnívají, že tyto procesy pod kontrolou mají. V tomto smyslu bude navrhopvat i úpravu v prohlášení bankovní rady. Souhlasí s poznámkou L. Lízala o dopadech brexitu na Velkou Británii a dodává, že pro zemi, která má tak velký schodek běžného účtu, může být oslabení měny cestou směrem k rovnováze.

K exitu z kurzového závazku poznamenává, že čistě kvantitativně se zdá, a situační zpráva to potvrzuje, že se k vystoupení ze závazku příliš nepřibližujeme. Nedochozí ovšem ani ke vzdalování. Pořád platí to, co zde již bylo nedávno diskutováno. Změna domácí cenové hladiny je v logice reálného kurzu v porovnání s eurozónou za období existence kurzového závazku pořád velmi malá. Jedná se o změnu o velikosti zhruba 1 p.b. ve srovnání s oslabením nominálního kurzu o velikosti necelých 5 %. Z tohoto pohledu se nejedná o žádný velký výsledek.

**K. Janáček:** Připojuje se k poznámce M. Singera o dopadu výrazného růstu mediánové mzdy na spotřebu domácností. Přes veškeré pochybnosti o spolehlivosti dat o mediánové mzdě bude i po případné revizi růst medián mezd rychleji než průměrná mzda. Teorie spotřební funkce implikuje, že nízkopříjmové skupiny obyvatelstva mají podstatně vyšší sklon ke spotřebě na rozdíl od vysokopříjmových skupin obyvatelstva, které mají zase vyšší sklon k úsporám. Tyto teoretické výsledky jsou potvrzeny empirickými analýzami pro Česko nebo Československo. V prohlášení by toto mohlo být zdůrazněno, protože to poskytuje relevantní informaci.

**L. Lízal:** Poznamenává, že u časování exitu nelze v rámci situační zprávy očekávat zásadnější změnu už pouze z technického důvodu, protože nedošlo ke změně horizontu prognózy. Změny v pozorovaných datech nebo výhledech by musely být zásadnější, aby došlo k nějaké změně náhledu na termín exitu.

Vyjadřuje nejistotu nad tím, zda opravdu došlo k poklesu cen komodit v důsledku referenda o brexitu. Dodává, že cena ropy byla včera již téměř na úrovni před hlasováním. Poznámka v prohlášení o poklesu cen komodit v důsledku výsledků referenda o brexitu byla napsána minulý týden, dnes již neplatí.

**K. Bauer (ředitel sekce bankovních obchodů):** Poznamenává, že dnešní údaj o ceně ropy je takový, že cena ropy je zpět na úrovni před referendem o vystoupení Velké Británie z EU. Ostatní veličiny ale zůstaly na hodnotách z počátku tohoto týdne.

**M. Singer:** Informace o návratu cen ropy zpět k úrovním před hlasováním o vystoupení Velké Británie z EU trochu podvazuje možnost komunikovat ve vztahu k brexitu nějaká fakta. Domnívá se, že v aktuální debatě dochází trochu k mixování dopadů spojených s brexitem. Dlouhodobě mohou tyto dopady znamenat cokoliv, krátkodobě znamenají zvýšení míry nejistoty. Nárůst nejistoty rozhodně nezvýší investiční aktivitu. Proto nevidí problém s větami, které se vyskytují

na konci prohlášení. Domnívá se pouze, že jich je vzhledem k tomu, co o dopadech víme, příliš mnoho. Jestliže prohlášení nebude obsahovat větu o poklesu cen ropy jako důsledku referenda o brexitu, měla by být součástí prohlášení jiná věta na toto téma. Tři nebo čtyři věty už považuje za neadekvátní.

Domnívá se, že na nepřibližování se termínu vystoupení z kurzového závazku existují dva pohledy. Jeden pohled se pokusil formulovat ve svém posledním blogu. Nelze sice v porovnání s eurozónou pozorovat výraznou změnu domácí cenové hladiny, ale v porovnání s nejbližšími obchodními partnery došlo k výraznému posunu. Domácí inflace byla po Itálii druhá nejnižší, nyní je jedna z nejvyšších. To považuje za poměrně vypovídající. Přímé srovnání s eurozónou může být zavádějící, protože obsahuje ekonomiky, které do srovnání cenových hladin přináší vlastní deflační impulsy. Tuto úvahu považuje za důležitou z hlediska vnější komunikace. Je ovšem i věcně důležitá.

**M. Hampl:** K poznámce L. Lízala o technických důvodech nepřibližování termínu vystoupení z kurzového závazku doplňuje, že nejde pouze o novou prognózu, ale i o minulost. Pokud by meziroční CPI inflace již nyní dosahovala hodnoty například 1,8 % a eurozóna by byla na aktuálně pozorovaných hodnotách, tak by z hlediska reálného kurzu tento inflační diferencál „odpracovával“ práci, která je potřeba pro hladký exit.

### **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, 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, Kamil Janáček, Lubomír Lízal a Jiří Rusnok.

Zapsal: Michal Franta, poradce bankovní rady