

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 4. srpna 2016

Přítomni: Jiří Rusnok, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Vojtěch Benda, Lubomír Lízal, Tomáš Nidetzký, Pavel Řežábek.

I. Diskuze navazující na prezentaci 5. situační zprávy

J. Rusnok: Děkuje za prezentaci a zahajuje diskuzi.

V. Tomšík (v diskuzi o Boxu 1): Děkuje za Box 1. Je rád, že sekce měnová zavádí pravidlo a navrhuje prezentovat ho veřejnosti. V boxu se píše, že „kurz eura a výrobních cen v tomto rovnovážném vztahu je poněkud překvapivý, když při posilování eura nedochází k poklesu cen výrobců.“ Tato věta je problematická. Při zavedení kurzového závazku bylo komunikováno, že oslabení měny povede k růstu inflace. Kritici namítali, že může převažovat důchodový efekt a že oslabením měny se inflace naopak sníží. V boxu to takto zřejmě vyšlo. Požaduje vysvětlení. V Boxu 1 se v modelu pracuje s dlouhodobým vztahem mezi úrovní zahraničních výrobních cen, což je nominální veličina, a reálným HDP. Měnová politika ovlivňuje hospodářský cyklus, nikoli reálné veličiny v dlouhém období.

L. Lízal (v diskuzi o Boxu 1): Děkuje za boxy. Inflační zpráva díky nim přináší nová témata. Největší přínos Boxu 1 je v tom, že předpovídá bod zlomu jinde než analytici oslovení v Consensus Forecasts, což je vidět v Grafu 3. Doporučuje více to zdůraznit. Znamenají výsledky v Boxu 1, že výhledy analytiků týkající se cen ropy a cen komodit jsou přesnější než výhledy cen zahraničních výrobců?

V. Benda (v diskuzi o Boxu 1): Připojuje se k poděkování za boxy. Box 1 je prvním výkopem směrem k zbavení se závislosti na přebírání výhledu cen zahraničních výrobců z Consensus Forecasts. Vnímá to pozitivně.

T. Nidetzký (v diskuzi o Boxu 1): Připojuje se k dotazům na model zahraničních cen výrobců, který je prezentován v Boxu 1. Přínos vidí především v ekonometrickém modelu.

P. Řežábek (v diskuzi o Boxu 1): Děkuje za situační zprávu. Je to vždy zajímavé čtení. Její příběh se příliš nemění. Připojuje se ke komentářům boxů. Také požadoval posouzení predikcí v Consensus Forecasts. Je to cesta dobrým směrem, ale na druhou stranu je stále dobré pracovat i s výhledy analytiků.

J. Rusnok (v diskuzi o Boxu 1): Připojuje se k pochvalě boxů. Pro něho je velmi zajímavá otázka cen zahraničních výrobců a nový přístup sekce měnové, který výhledy analytiků koriguje.

Odpoověď sekce měnové (dále jen SM): SM neměla ambici zkoumat kauzální vztahy, ale spíše pokusit se dát do souladu výhledy jednotlivých exogenních veličin. Z výhledů publikovaných v Consensus Forecasts (dále jen CF) a z tržních výhledů SM věří více výhledům jiných veličin než zahraničních cen výrobců. Ceny zahraničních výrobců v CF predikuje nejméně analytiků a jsou k dispozici jen za čtyři země, takže SM musí tyto výhledy doplňovat z jiných zdrojů jako například Economics Intelligence Unit. Jelikož jsou k dispozici výhledy zahraničního HDP,

kurzu eura k dolaru a tržní výhled cen ropy, je SM z těchto údajů schopna provést alternativní výhled cen výrobců v efektivní eurozóně. Tento přístup je dle názoru SM smysluplnější. Například případné propady cen ropy tak mohou být v prognóze s využitím tohoto přístupu zpracovány rychleji a konzistentněji.

SM neměla záměr ukázat, že pokud je dispozici reálné HDP, mohla by ho v dlouhém období ovlivňovat měnová politika. Dlouhodobý vztah v modelu je kointegrační vektor, který připouští simultánní působení. Není to jednostranný kauzální vztah. Může být za tím také něco, co v modelu není. V poznámce pod čarou SM naznačuje, že neintuitivní dlouhodobý vztah mezi kurzem eura a zahraničními cenami výrobců by mohl odrážet prvky necenové konkurenceschopnosti. Ve vazbě na připomínku ve stanovisku poradce to SM upraví, protože tento vztah je symetrický. Pokud eurozóna z hlediska necenové konkurenceschopnosti zaostává za zbytkem světa, mohlo by to vést k tomu, že kurz eura bude oslabovat, cenový vývoj v průmyslu v eurozóně bude utlumený a HDP v eurozóně poroste pomaleji než ve zbytku světa. Poznámka o necenové konkurenceschopnosti je však pouze domněnka SM, která do vztahu nevstupuje. SM na tom bude dále pracovat. Pokud by byl ale potvrzen vliv necenové konkurenceschopnosti v modelu cen zahraničních výrobců, bylo by obtížné tento vztah aplikovat, protože SM nemá prognózu necenové konkurenceschopnosti. SM v modelu pracuje s výhledy a veličinami, které jsou k dispozici. Bylo potřeba práci na tomto přístupu urychlit, takže SM se rozhodla zpracovat Box 1 s vědomím, že některé vztahy zatím nepůsobí intuitivně.

Výhledy cen zahraničních výrobců z CF jsou sice méně spolehlivé, ale SM je používá v prognostickém modelu. SM má k dispozici alternativu jádrového predikčního modelu rozšířeného o ceny ropy, nicméně jsou stále důvody používat prognostický model v jeho základní verzi, tedy pouze s výhledy zahraničních cen výrobců.

Model prezentovaný v Boxu 1 může být schopen předpovídat změny trendu. SM měla ambici přijít s vlastním konceptem. CF nicméně poskytuje cenné informace v jiných oblastech, které jsou dle zkušeností SM přesnější než výhledy jiných institucí. Například výhledy HDP pro Německo jsou založeny na predikcích 30 analytiků a jsou přesnější než třeba předpovědi Mezinárodního měnového fondu, které se navíc nepublikují tak často jako CF.

M. Hampl (v diskuzi o Boxu 3): Děkuje za boxy. Především chválí Box 3, který je velmi užitečný a velmi dobře napsaný. Je rád, že po diskuzích s Českým statistickým úřadem o sbírání dat a vyjasňování, jak je Český statistický úřad počítá a zachycuje, byla SM schopna vytvořit dva experimentální indexy. Především druhý z nich je velmi užitečný. Uvítal by, kdyby se stal standardní součástí analytických měnověpolitických i makroprudenčních úvah. Věří, že někdy bude možné takový experimentální index zveřejňovat a používat jako standardní nástroj.

L. Lízal (v diskuzi o Boxu 3): Komentuje Box 3. Měnová politika má být konzervativní tím, že vyhlazuje cyklus. Experimentální index podle něho ukazuje limit agresivity měnové politiky, kterou je možné ještě použít, aniž by byl opuštěn konzervativní rámec. Překročení limitu by znamenalo opuštění praxe vyhlazování. Uvítal by též, kdyby se stal součástí situační zprávy.

V. Benda (v diskuzi o Boxu 3): Box 3 je zajímavým počinem směrem k obohacení konceptu cenové stability o prvky finanční stability. Doporučuje sledovat to nadále a případně i publikovat. Jaký má SM s tím plán? Budou se tyto subindexy cen nemovitostí vydělovat z korigované inflace a prognózovat zvlášť? Poukazuje na volatilitu prognóz cen potravin a cen pohonných hmot. Dále se ptá, zda tento koncept nebude působit alibisticky. Momentálně vychází druhý index CPI se zahrnutím cen nemovitostí oproti inflaci vyšší. Může to působit tak, že „zahříváním trubice dechem“ vyháníme teplotu na přijatelnější úroveň.

Odpoověď SM: V rámci standardní měnové politiky se vedou diskuze o tom, zda publikovaný index spotřebitelských cen neopomijí některé cenové okruhy. Alternativou jsou snahy o

propojování měnové a makroprudenční politiky. V tom nepanuje konsensus ve světě ani v této instituci.

První varianta experimentálního indexu se brzy stane součástí oficiálního cenového indexu, když Český statistický úřad (dále jen ČSÚ) začne místo imputovaného nájemného používat přístup „owner occupied housing“. Druhý přístup zahrnující segment „house price index“, kde dominují transakce s nemovitostmi mezi domácnostmi na sekundárním trhu, si zaslouží koncepční diskuzi o tom, jakou roli bude mít tento index v rámci propojování cenové a finanční stability.

Propočty prezentované v boxu ukazují, že přístup „owner occupied housing“ nebude znamenat významnou změnu oproti stávající praxi ČSÚ. Změny v indexu spotřebitelských cen budou zřejmě jen v řádu desetin procentního bodu. SM tento přístup v minulosti podporovala a nadále podporuje. Větší změna by nastala v případě zařazení cen nemovitostí obchodovaných mezi domácnostmi na sekundárním trhu. To by znamenalo opustit se od standardního konceptu indexu spotřebitelských cen a nakročit k propojování cenové a finanční stability.

Druhý experimentální index prezentovaný v boxu potvrzuje správnost nastavení měnové politiky v minulosti. Přestože byla inflace měřená indexem spotřebitelských cen v roce 2012 nad cílem, SM vnímala, že ekonomika byla v té době nadále utlumená včetně trhu nemovitostí. Výkyv v inflaci směrem nahoru byl výjimečný a měnová politika nespíchala se zpřísněním měnových podmínek. V posledních dvou letech měnová politika naopak částečně odhlížela od nízké inflace z důvodu působení vnějších nabídkových šoků. SM vnímala, že domácí ekonomika rostla včetně trhu nemovitostí. Druhý experimentální index potvrzuje správnost tohoto přístupu. Tento koncept se může v budoucnu stát pravidelnou součástí prognózy, ale nyní ještě SM nenavrhuje zveřejnění boxu. SM připouští, že případné nynější zveřejnění by mohlo působit alibisticky. Zveřejnění bude vhodné až po exitu z kurzového závazku, kdy bude měnová politika v jiné fázi cyklu.

Odpověď samostatného odboru finanční stability (dále jen SAO FS): Z pohledu SAO FS by bylo komunikačně atraktivní pracovat s nejširším z uvedených indexů, ale vyžadovalo by to dosažení konsensu o vztazích obou politik a také o jejich koordinaci. SAO FS provede zpětné testování ve formě posouzení, jak by byl historický vývoj nejširšího z indexů vnímán a komunikován oběma politikami a zda by jejich případná integrace na základě takového indexu měla v těchto historických situacích přínos. SAO FS se domnívá, že v současnosti by to přínos mělo.

J. Rusnok (v diskuzi o Boxu 3): Podporuje tento návrh. Byl by opatrný se zaváděním změn klíčových indikátorů, na kterých je stavěna obhajoba měnové politiky. Výsledky v Boxu 3 vítá. Tyto výsledky nezpochybňují dosavadní měnovou politiku a její prognostický aparát. Navrhuje počkat na výsledky historických simulací, které navrhuje zpracovat SAO FS, a také na další zkušenosti, protože jde o novou věc. Zatím je to interní záležitost.

V. Tomšík (v diskuzi o ukotvenosti inflačních očekávání): Prognóza je jasná, rizika jsou vyrovnaná. Zaujaly ho boxy. Těmito věcmi se zabýváme dlouhodobě.

V textu Zprávy o inflaci, v návrhu prezentace na tiskovou konferenci i v návrhu prohlášení SM navrhuje větu, že se zmírnila nejistota ohledně vlivu dlouhodobě nízké inflace na ukotvenost inflačních očekávání. O co to SM opírá? Na minulém jednání SM říkala, že míra nezaměstnanosti se přiblížila k NAIRU. Uplynulo šest týdnů. Trh práce se zlepšuje, ale inflace neakceleruje, je nízká a ve mzdových tlacích nejsou překvapení směrem nahoru.

V. Benda (v diskuzi o ukotvenosti inflačních očekávání): Připojuje se k dotazu V. Tomšíka o ukotvenosti inflačních očekávání.

Odpověď SM: Nejistota o ukotvenosti inflačních očekávání stále existuje. Ekonomika je nadále v období velmi nízké inflace, byť podle prognózy již na jeho konci. Oproti minulé prognóze se

toto riziko zmírnilo ve dvou aspektech. Na minulém měnověpolitickém jednání byl diskutován nečekaně vyšší růst mezd. Nová prognóza zvýšila očekávaný mzdový růst v nejbližším roce. Oproti minulé situační zprávě je také krátkodobá inflace přehodnocena směrem nahoru, což je druhý argument, který zmírnil uvedenou nejistotu.

M. Hampl (v diskuzi o měnových podmínkách): Na str. 3 se v části o reálné ekonomice píše, že „ekonomiku nadále podporují uvolněné domácí měnové podmínky prostřednictvím oslabeného kurzu koruny i mimořádně nízkých úrokových sazeb.“ Platilo by toto konstatování i pro reálné sazby? Není si tím jistý.

L. Lízal (v diskuzi o měnových podmínkách): Navazuje na dotaz M. Hampla k měnovým podmínkám. V grafu indexu měnových podmínek je v posledním období vidět, že příspěvek kurzu k měnovým podmínkám je již nulový.

Odpoověď SM: Úroková složka v indexu reálných měnových podmínek ukazuje nadále uvolnění, které je historicky jedno z nejvyšších. Graf v příloze situační zprávy ukazuje tento i alternativní propočít s využitím modelu FAVAR, který bere v úvahu reálné úrokové sazby z jednotlivých segmentů úvěrového trhu. Tento alternativní přístup ukazuje na trvalé uvolňování. V základní verzi se potvrzuje znatelné uvolnění v úrokové složce 3M Pribor. Tomu odpovídají téměř beze změny se vyvíjející reálné úrokové sazby z úvěrů a vkladů v jednotlivých segmentech finančního trhu, jak je uvedeno v situační zprávě. Věta je platná pro nominální i reálné sazby.

Příspěvek kurzu v indexu reálných měnových podmínek je příslušnou vahou vynásobená mezera reálného kurzu propočtená na základě průměru dvou metod odhadu rovnovážného kurzu (BEER, FEER). Reálný kurz se příliš nezměnil, ale změnil se rovnovážný kurz, a to souběhem snížení fixních investic v České republice a nižšího podílu čistého vývozu na HDP. Mezera kurzu se tak snížila k nule a kurzová složka v indexu již není uvolněná. SM postupné snižování příspěvku kurzu k uvolněným měnovým podmínkám očekávala. Bylo to v souladu s komunikací, že bude docházet k postupnému promítání slabšího kurzu do nominálních veličin. Náhlá změna je ale překvapení. Může to být technická věc, která může být po případné revizi dat korigována. SM se zamyslí nad způsobem provádění odhadů rovnovážného kurzu pro výpočet indexu reálných měnových podmínek. Oba satelitní přístupy (BEER, FEER) ukazují na silnější kurz oproti současnosti. SM se domnívá, že tyto přístupy je potřeba brát s určitou rezervou.

SM v jádrovém modelu expertně tlumí pokles fixních investic vlivem propadu vládních investic. Možná by pomohlo, pokud by byly v odhadu rovnovážného kurzu použity soukromé místo celkových investic, jelikož soukromé investice mají bezprostřednější vliv na konkurenceschopnost, a tím na rovnovážný kurz.

J. Rusnok (v diskuzi o měnových podmínkách): Požaduje, aby SM číslovala stránky v příloze situační zprávy.

M. Hampl: Má dotaz k vyznění situační zprávy, který se týká i zahraničních cen. Na str. 3 je uvedeno, že „zároveň odezní aktuálně již slábnoucí protiinflační působení dovozních cen vyvolané poklesem cen průmyslových výrobců v eurozóně.“ Graf II.1.2 na str. 4 ukazuje, že největší protiinflační vliv dovozních cen ekonomiku teprve zasahuje a odeznění teprve přijde. Stejně jako tento graf působí konstatování na str. 9, kde se píše, že „korigovaná inflace bez pohonných hmot ve druhém čtvrtletí 2016 lehce zpomalila v průměru na 1,1 % a v jejím rámci mírně zvolnil růst cen neobchodovatelných statků, zatímco ceny obchodovatelných statků rostly stabilně mírným tempem, a to i přes prohlubující se meziroční pokles dovozních cen.“ Není tam efekt meziročních a mezičtvrtletních změn? Pokud ano, je potřeba sladit text, protože není jasné poselství vztahující se k aktuálnímu stavu.

Odpověď SM: Pasáže o odeznívání protiinflačních dopadů jsou do určité míry ovlivněny použitou optikou, tedy pohledem mezičtvrtletních versus meziročních změn. Věty o odeznívání komentují analytický graf nominálních mezních nákladů, který je v mezičtvrtletním pojetí, a tedy více vypovídající o aktuální situaci. Meziroční změny se týkají průměru předchozích čtyř čtvrtletí. V meziročním vyjádření se pokles dovozních cen během druhého čtvrtletí nejprve prohloubil a teprve od května se začal zmírňovat. Optikou celého čtvrtletí se ale jejich meziroční pokles ještě dále prohloubil. V mezičtvrtletních údajích je patrné zmírňování poklesu dovozních cen a jejich protiinflačního působení. Ve třetím čtvrtletí prognóza předpokládá kladnou mezičtvrtletní změnu dovozních cen. Příslušné formulace SM upraví tak, že z hlediska mezičtvrtletního pohledu se protiinflační působení dovozních cen již začíná zmírňovat. Také v nových údajích o cenách výrobců v eurozóně je vidět zmírnění jejich meziročního poklesu.

M. Hampl (v diskuzi o čisté inflaci): Má ještě smysl věnovat se tak intenzivně konceptu čisté inflace? Diskuze se nejvíce týkají inflace celkové, měnověpolitické a korigované bez pohonných hmot.

Odpověď SM: Čistou inflaci prognózuje jádrový predikční model. Čistá inflace se pak pomocí filtru rozkládá na složky cen potravin, pohonných hmot a na korigovanou inflaci bez pohonných hmot. SM doporučuje nadále komentovat čistou inflaci z důvodu transparency měnové politiky.

M. Hampl (v diskuzi o čisté inflaci): Rozumí vysvětlení. Z hlediska měnověpolitických diskuzí je jako indikátor inflačních tlaků důležitější korigovaná inflace bez pohonných hmot. Čistá inflace je dodatečným indikátorem. Mělo by se to odrazit ve způsobu diskuze nebo v materiálech.

Odpověď SM: SM pracuje na endogenizaci regulovaných cen, ale to se týká jen malé části regulovaných cen, nejvýše 5 % spotřebního koše, když podíl, který zaujímají všechny regulované ceny ve spotřebním koši, činí 17 %.

Fundamentální faktory ovlivňují také ceny potravin. Ceny potravin jsou ale ovlivněny i jednorázovými šoky ze zahraničí, například mléčnými kvótami a podobně. SM souhlasí, že fundamentální příběh je nejvíce vidět ve vývoji korigované inflace bez pohonných hmot. SM to bere jako námět.

L. Lízal: Na str. 40 je vidět, že mezera výstupu je na horizontu prognózy stále kolem nuly. Je to obvyklý stav nebo to poukazuje na limity modelu? Mezera produktu je kolem nuly také v předpokládaném období exitu, kdy by mezera měla být kladná.

Odpověď SM: Na konci horizontu prognózy se mezera produktu zpravidla vrací k nule. Na celém horizontu této prognózy však mezera produktu není úplně na nule. Mezera se již uzavřela. S drobnými výkyvy danými Brexitem a podobně prognóza očekává růst HDP kolem 3 %, což je blízko rovnovážného tempa.

SM předpokládá, že v době exitu nebude potřeba udržovat měnové podmínky uvolněné ve stávajícím rozsahu. Měnové podmínky jsou nadále uvolněné. Exit pravděpodobně nastane v době, kdy mezera produktu bude zhruba nulová a inflace na cíli nebo mírně nad cílem. Podle tradiční logiky měnové politiky by měnové veličiny měly střednědobě směřovat k neutrálním úrovním.

J. Rusnok (v diskuzi o úrokových sazbách po exitu): Opravdu se bezprostředně po exitu začnou zvyšovat sazby, jak předpokládá prognóza? Zvýšil by se tím úrokový diferenciál. SM zároveň uvádí, že kurz se nebude vracet na předchozí mírně nadhodnocenou úroveň z období před zavedení závazku. Graf v prezentaci na str. 24 ale ukazuje, že kurz se přibližně na tuto úroveň

brzy vrátí. To by znamenalo zpřísnění měnových podmínek. Navíc zahraniční úrokové sazby budou záporné. Proč by mělo v této situaci dojít ke zvyšování domácích sazeb?

Odpoověď SM: Pokud SM nepředpokládá taktické úvahy o fázování jednotlivých kroků exitu a podobně, model má tendenci rychle vracet úrokové sazby k neutrální hladině 3 %. Ve světě se vedou diskuze, zda rovnovážné neutrální úrokové sazby nejsou po krizi na jiné úrovni než před krizí. Pokud by byly nižší, model by předpovídal méně výrazný nárůst sazeb. SM v komunikaci k analytikům zdůrazňuje, že ve skutečnosti půjde o pozvolnější proces zvyšování sazeb. To znamená nejdříve exit, pak případné intervence na zmírnění kurzových výkyvů a teprve poté opatrné zvyšování úrokových sazeb.

L. Lízal (v diskuzi o úrokových sazbách po exitu): V prezentaci bylo na str. 9 uvedeno, že zahraniční sazby Euribor zůstanou na horizontu prognózy záporné oproti očekávání déle. SM by se měla připravovat na to, že k exitu bude docházet v situaci záporných zahraničních úrokových sazeb.

Odpoověď SM: To je další prvek strategických úvah, který zřejmě povede k pozvolnějšímu zvyšování sazeb oproti tomu, co naznačuje prognóza.

V. Benda: Děkuje za situační zprávu a za prezentaci. Zpracování prognózy bylo náročnější, protože horizont byl prodloužen do roku 2018. V předchozích čtvrtletích se prognóza naplňovala. To vzbuzuje o to větší naději, že se naplní i předpokládaný návrat inflace k cíli.

V Boxu 2 se píše, že Balassův-Samuelsonův efekt „poskytuje fundamentální vysvětlení pro zastavení růstu cen neobchodovatelných statků během let 2012-2013 i pro jeho následné oživení.“ Nemůže být vysvětlení i ve vývoji mezd ve veřejném sektoru? Vláda v daném období přestala zvyšovat mzdy a pak rozhodla, že mzdy budou po roce 2013 opět růst.

Odpoověď SM: SM takový vliv nenalezla. Po vyloučení vládního sektoru, tj. kdyby SM počítala jen s neobchodovatelnými ostatními a současně po vyloučení NJMN ve vládním sektoru, by Graf 2 vypadal téměř stejně. Dominantní vliv má sektor neobchodovatelných ostatních, kde docházelo ke snižování mzdového růstu, a proto docházelo v roce 2012-2013 k poklesu nominálních jednotkových mzdových nákladů. Zahrnutí vládního sektoru nemá na propočty téměř žádný vliv. Ke změně zaměstnanosti v podnikatelské a nepodnikatelské sféře v té době docházelo v různých odvětvích. Z toho důvodu SM nepředpokládá přímé spillover efekty. SM ale připouští, že určitý vliv mohl být nepřímý, protože z průmyslu do služeb je větší mzdová náklaza než opačně.

V. Benda (v diskuzi o struktuře inflační zprávy): Děkuje za velmi pěkné stanovisko. Zaujalo ho doporučení k části III inflační zprávy. Mohlo by v ní být méně textu a více prostoru může být využito pro analytická vysvětlení typu mezery marží nebo nominálních mezních nákladů.

T. Nidetzký (v diskuzi o struktuře inflační zprávy): Připojuje se k námětu V. Bendy ohledně části III inflační zprávy, kde se v textu často popisují grafy.

J. Rusnok (v diskuzi o struktuře inflační zprávy): Shrnutí prognózy je velmi důležité. Zasloužilo by si další “zlidštění“ a možná i rozšíření.

Odpoověď SM: SM děkuje za náměty týkající se shrnutí prognózy a kapitoly III. SM řeší projekt, který se zabývá budoucí podobou zpráv o inflaci. Součástí projektu jsou také snahy o zkracování vzdahledících pasáží. Návrhy budou předloženy bankovní radě.

T. Nidetzký: Děkuje za situační zprávu. Kdyby si vedl čtenářský deník, rád by si ji zařadil do seznamu. Fundamentem je zaměstnanost, která se vyvíjí dobře a zřejmě již narazila na přirozenou míru, takže předpoklad růstu mezd je správný. To ukazují všechny diskuze.

Prognóza očekává promítnutí růstu mezd do cen. Znamená to, že ceny se začnou zvyšovat v očekávání vyšších mezd? Nebo se vyšší mzdy projeví se zpožděním v cenách výrobců? Na čem stojí prognóza inflace?

Odpoověď SM: Prognóza počítá s oběma vlivy. Promítnutí mzdových nákladů do cen probíhá se zpožděním, ale na druhou stranu se očekává růst inflace kvůli postupnému promítání vyššího mzdového růstu, což ovlivňuje aktuální inflaci.

T. Nidetzký (v diskuzi o cenách potravin): V prezentaci bylo řečeno, že v prognóze cen potravin je řada neznámých. Chce se tomu SM do budoucna více věnovat? Pohonné hmoty mají váhu 3,5 %, ale ceny potravin zhruba 25 %. Cenám ropy je v situační zprávě věnováno více pozornosti než cenám potravin. Rozumí tomu, že je obtížné prognózovat ceny potravin.

Odpoověď SM: Prognóza cen potravin je obtížná v tom, že je často ovlivňují šoky jako úroda ve světě nebo geopolitické faktory. SM prognózu cen potravin primárně váže na tržní výhledy hlavních agrárních komodit. SM obvykle očekává na další rok průměrnou úrodu, což má tendenci vracet ceny potravin k obvyklé úrovni. Překvapení v cenách potravin mohou mít poměrně velký dopad do celkové inflace. SM postupně vylepšuje krátkodobé metody používané v prognóze cen potravin.

T. Nidetzký (v diskuzi o cenách potravin): Jedním z vlivů na ceny potravin je embargo na dovoz potravin do Ruska. Působí tento vliv opravdu tak dlouhodobě?

Odpoověď SM: SM je překvapována persistencí a také silou těchto vlivů. SM očekávala jejich odeznívání. Například ceny mléka v České republice klesají více než v okolních zemích. To SM neumí dobře vysvětlit.

P. Řežábek: Výhledy v průmyslu jsou i přes pozorovaný útlum investic poměrně optimistické, když v dubnu a květnu rostly výrazně nové průmyslové zakázky (str. 39). České PMI za červen a červenec naznačují spíše opačný obrázek. Jaké má SM vysvětlení? Je si vědom toho, že je třeba se vyvarovat reakcí na krátkodobé šumy.

Odpoověď SM: Nové údaje o domácím PMI jsou překvapivé, ale SM nemá signály, že by se měla snižovat poptávka. Údaje o PMI v Německu, které jsou více relevantní než domácí PMI, protože Německo je „lokomotivou“ domácí ekonomiky, nenaznačují významnější změny. Německé PMI se dokonce zvýšily na hodnoty kolem 55, což nelze interpretovat jako signál poklesu domácí průmyslové produkce.

SM má informace, že v domácím automobilovém průmyslu by se během letošního roku měly rozběhnout nové kapacity, například náběh nového SUV ve Škodě Auto. Především tímto sektorem je tažen růst zakázek v průmyslu.

Údaje o průmyslové produkci jsou také ovlivněny jednorázovými vlivy v chemickém průmyslu a v energetice. Dochází ke zvyšování produkce elektrické energie v souvislosti s tím, že ČEZ opět uvádí do plného provozu jaderné elektrárny Dukovany a Temelín v návaznosti na schválení Státním úřadem pro jadernou bezpečnost. Dopad měl také výbuch v litvínovském chemickém závodě, který bude uveden do provozu po letošních prázdninách. Tyto věci nabíhají a naběhnou v průběhu letošního roku.

P. Řežábek: Prognóza neočekává dramatické dopady Brexitu. V CF je to zohledněno a bylo řečeno, že jde o nejistotu. Jsou trhy ohledně budoucích obchodních dohod mezi Evropskou unií a Spojeným královstvím naladěny spíše optimisticky? Jaký nejčernější scénář si lze představit? O jak velkých nejistotách směrem dolů je možné uvažovat?

Odpoověď SM: Trhy byly optimistické spíše z důvodu rychlého vytvoření nové vlády ve Spojeném království. Žádost o vystoupení z Evropské unie nebude předložena tak brzy, jak bylo očekáváno. To vedlo ke zklidnění trhů. Nicméně nadále panuje nejistota o tom, jaké obchodní

dohody se podaří vyjednat. Nejčernější scénář by mohl představovat rozpad Spojeného království a zároveň velmi nepříznivé obchodní dohody. To by mělo významné dopady na výhledy pro eurozónu. SM to v této chvíli neumí kvantifikovat. SM doporučuje vyčkat, jak se to bude vyvíjet.

P. Řežábek (v diskuzi o investicích podniků): Investiční úvěry nefinančním podnikům rostou poměrně rychle. Stejně tak roste průmyslová produkce „pro investice“. Investice podniků ale spíše stagnují nebo klesají. Není si jistý, zda je pokles celkových investic vysvětlen jen vládními investicemi. SM by tomu měla věnovat více pozornosti.

J. Rusnok (v diskuzi o investicích podniků): Připojuje se k dotazu, který se týká rozporu mezi optimistickým naladěním ekonomiky a zejména soukromého sektoru a tím, že není výraznější sklon k růstu investic. Podniky mají hodně zakázek, stěžují si na nedostatek zaměstnanců, ale přitom například neinvestují do nových výrobních linek, které by byly méně náročné na práci. Žádá o komentář. SM by to měla analyzovat včetně mezinárodního srovnání. Pro něho je to zárodek budoucí nejistoty.

Odpoověď SM: Úvěrový trh je v segmentu nefinančních podniků rozpolcen. K růstu přispívá sektor spojený s nemovitostmi a službami, zatímco poptávka obchodovatelného sektoru je nižší, protože tento sektor má dostatek vlastních zdrojů především z vývozu a také těží z minulých investic. Možná je v tomto sektoru až přeinvestováno. Ani v údajích o nových úvěrech nejsou překvapení. Je pozorován meziroční pokles. Meziročně rostou pouze nové úvěry poskytované v cizí měně, které jsou dominantně spojeny se sektorem nemovitostí. Komerční nemovitosti se financují eurovými úvěry, protože nájmy se platí v eurech a developři používají cizoměnové úvěry jako přirozený hedging.

SM očekává v prognóze relativně stabilní růst soukromých investic a jen mírné zpomalení. To odpovídá tomu, že ekonomika je tažena spíše domácí poptávkou a vývozně orientované kapacity jsou zatím dostatečné.

P. Řežábek (v diskuzi o investicích podniků): Ptal se jinak. Rostou investiční úvěry nefinančním podnikům, roste průmyslová produkce „pro investice“, ale investice podniků stagnují.

J. Rusnok (v diskuzi o investicích podniků): Investiční úvěry nevýrobním nefinančním podnikům se týkají také developerů.

Odpoověď SM: Rozklad hrubé tvorby kapitálu ukazuje, že soukromé investice nadále rostou s určitou tendencí k dočasnému zpomalení v návaznosti na vývoj zahraniční poptávky.

T. Nidetzký (v diskuzi o investicích podniků): Je možné to interpretovat v souvislosti s politikou intervencí? Podniky nedovážejí nové technologie, protože je oslabený kurz, což byl častý argument kritiků intervencí.

J. Rusnok (v diskuzi o investicích podniků): To se dá obtížně doložit, ale vývozci ve velké míře používají přirozený hedging.

Souhlasí s vysvětlením SM a chápe snahu o analytické uchopení. Stále ale vidí, že podniky nejsou ve velkém investičním rozletu. Nezdá se, že by podniky ve velkém investovaly do kapacit. Podniky již dříve investovaly do kapacit a tyto kapacity zhruba stačí na uspokojování poptávky. Vidí v tom riziko.

M. Hampl (v diskuzi o investicích podniků): Do roku 2013 se investice snižovaly a po roce 2013 se zvyšovaly.

Odpořed' SM: Růst investic bude na horizontu prognózy kolem 3 %, což je dlouhodobé tempo růstu HDP. Pokud by investice rostly rychleji, musel by se zvyšovat jejich podíl na HDP. Minulý vývoj SM umí dostatečně vysvětlit vývojem zahraniční poptávky. Nezdá se, že by soukromé investice měly být na horizontu prognózy nízké. Odpovídají vývoji zahraniční poptávky. Tento vztah k zahraniční poptávce také vysvětluje určité zpomalení dynamiky růstu soukromých investic na horizontu prognózy.

V. Tomšík (v diskuzi o investicích podniků): Pokles nezaměstnanosti začíná narážet na přirozenou míru. Dá se říct, že podniky více investují, aby nahradily nedostatek zaměstnanců? Je to námět pro SM.

Odpořed' SM: SM to zatím nevidí. Růst zaměstnanosti zatím překvapoval směrem nahoru. Podniky nabíraly spíše nové zaměstnance, než aby je nahrazovaly většími, kapitálově náročnými investicemi. Je možné, že rychlejší mzdový růst a možný limit růstu zaměstnanosti k tomu podniky nakonec donutí.

P. Řežábek (v diskuzi o hypotečních úvěrech): Investice do obydlí začaly klesat, ale hypoteční úvěry rostou rekordními tempy. To vypadá jako rozpor.

Odpořed' SM: Nákupy starších nemovitostí nevstupují do národních účtů. Hypotéky na nákupy starších nemovitostí od jiných domácností jsou součástí statistiky hypoték. Do národních účtů vstupují pouze nově postavené developerské projekty, které se prodají ze sektoru podniků do sektoru domácností. Hodně obratu na hypotečním trhu je na sekundárním trhu. Část z nově poskytnutých hypotečních úvěrů je refinancování, kde to neznamenaá příliv nových prostředků. V údajích o stavební výrobě je pozorován pokles inženýrského i pozemního stavitelství. Počty zahájených bytů a stavebních povolení jsou optimističtější, ale oživení bytové výstavby zatím není vidět.

P. Řežábek (v diskuzi o hypotečních úvěrech): Je vidět v datech, že jde o sekundární trh, nebo je to hypotéza?

Odpořed' SM: Tvrdá data na to nejsou. Komentáře k počtům developerských projektů v Praze uváděly, že existují bariéry pro novou výstavbu. Podobně lze porovnat, jak rostou ceny nemovitostí na sekundárním a primárním trhu. Na sekundárním trhu se zvyšují rychleji. Úvěrová statistika ale nerozlišuje hypotéky na nákup nových versus existujících nemovitostí.

Odpořed' SAO FS: Aktuálně lze skutečně pozorovat určitý výpadek v nabídce. Počty zahájených bytů byly jednu dobu výrazně nižší.

P. Řežábek (v diskuzi o kontrolním hlášení DPH): Na str. 20 je uvedeno, že příjmová strana státního rozpočtu je posílena dodatečnými příjmy ze zavedení kontrolního hlášení DPH. Je to podpořeno daty? Výběr DPH roste pomaleji než například daní z příjmu.

Odpořed' SM: Odhad vlivu kontrolních hlášení na inkaso DPH v letošním roce SM převzala z Konvergenčního programu a z příslušné dokumentace k tomuto zákonu. SM nemá kapacitu tento odhad sestavit samostatně nebo ověřit. Podobně postupuje Evropská komise při prognóze fiskálního vývoje v České republice.

SM analyzovala vývoj DPH a ostatních daňových titulů v posledních dvou letech. V zemích, které procházejí hospodářským cyklem s měnicími se příspěvky domácí poptávky a čistého vývozu, dochází často ke změnám daňových elasticit ve směru jejich větší pozitivní závislosti na cyklu. Byl to případ zemí jako Španělsko nebo Irsko před krizí, kdy tyto země zažily mimořádně vysoké daňové příjmy plynoucí z toho, že tehdejší růst byl ve velké míře spojen se sektorem nemovitostí, který je daňově více výtěžný. Na druhou stranu v ekonomice tažené vývozem nerostou příjmy z DPH v takové míře. SM tedy provedla rekurzivní analýzu vývoje daňových elasticit. Zdá se, že v posledních dvou letech bylo celoroční inkaso DPH asi o 9 miliard korun

vyšší, než kolik by odpovídalo velikosti makroekonomické báze, kterou je nominální spotřeba domácností a nominální spotřeba vlády bez náhrad zaměstnancům. U ostatních titulů SM takový posun elasticit nezaznamenala. Celoroční inkaso bylo tedy v pojetí ESA v roce 2015 o zhruba 9 miliard korun vyšší, než kolik odpovídá výtěžnosti DPH při průměrné struktuře růstu. Podobně vysokou elasticitu SM zaznamenala v letech 2007 a 2008, kdy byla ekonomika na vrcholu předchozího cyklu.

P. Řežábek (v diskuzi o kontrolním hlášení DPH): Pokud to SM přebírá, je potřeba to interpretovat opatrně. Zavedení kontrolního hlášení možná posílilo příjmovou stranu rozpočtu, ale výběr DPH roste pomaleji než výběr jiných daní, resp. než tržby v maloobchodě.

P. Řežábek (v diskuzi o revizích ČSÚ): Revize údajů ČSÚ byla výrazná a týkala se i roku 2013. Částečně to mění náhled na stav ekonomiky v té době. Počítá SM s rizikem velkých revizí, pokud by se opakovaly? Má na to SM názor?

Odpověď SM: Revize ČSÚ byly výrazné a týkaly se národních účtů i mezd. Některé revize neodpovídají intuici SM. Například původně plynulé zrychlování růstu mezd mezi roky 2013 a 2015 je nyní více rozvlákněné. Nejdříve došlo ke zrychlení růstu mezd, pak bylo zpomalení a nyní se to opět otáčí směrem nahoru. V prognóze a jejím vyznění je revize růstu mezd do značné míry odfiltrována. Vliv revize je v modelové prognóze nižší také z toho důvodu, že růst mezd je navázán na veličiny jako je inflace, která se nereviduje. Oproti minulé prognóze nedošlo v nové prognóze i přes výrazné revize dat k velkým změnám, jelikož prognóza inflace se téměř naplnila. Více byly ovlivněny nepozorované veličiny jako produktivity a mezera marží.

P. Řežábek (v diskuzi o revizích ČSÚ): Revize spotřeby domácností byla výrazná, například její růst o 0 % v prvním čtvrtletí 2013 byl revidován na 1,2 %. To je velká změna. Revize může mít dopady.

Odpověď SM: Projevilo se to také v míře úspor. Revize byla výrazná.

P. Řežábek: Byly zveřejněny výsledky zátěžových testů evropských bank. Tyto testy byly měkčí než v České republice. Objevilo se varování ohledně italského bankovního sektoru a několika dalších velkých bank. Pokud se to nepodaří vyřešit, může dojít k přelévání do ostatních ekonomik. Může to být riziko prognózy.

Odpověď SM: Podle médií zátěžové testy dopadly lépe, než se mnozí obávali. Může to být ale zdrojem budoucích šoků.

Odpověď SAO FS: Komunikace byla dobře zvládnuta a v jejím světle se výsledky jeví jako uspokojivé. Lze je ale interpretovat i tak, že se blíží horizont, kdy by banky měly plně implementovat nové regulatorní požadavky Basel III a CRD IV a zároveň některé pokyny evropského orgánu pro bankovníctví. Řada bank s tím může mít poměrně závažné potíže, a to především z toho důvodu, že tyto nevytvářejí zisky. A pokud se některá aktiva nyní účtovaná jako bezproblémová stanou v důsledku nepříznivého makroekonomického vývoje problémovými, pak se mohou tyto instituce dostat do velmi složité situace. Minimálně v posledním půlroce je v zákulisí patrný poměrně velký tlak italské administrativy na vytvoření určitého evropského „backstopu“. Nedá se vyloučit, že pokud jejich úsilí bude bezúspěšné, může být racionálním přístupem italských autorit nechat to dojít na hranu a následně pod silným tlakem trhu donutit evropské instituce, nejspíše ECB, aby byl takový „backstop“ vytvořen. Rizika tudíž existují a nejsou malá.

P. Řežábek: V situační zprávě se píše o protiinflačním působení dovozních cen. Čeho se to týká? Jde o ceny plynu, ropy, surovin nebo spotřebního zboží?

Odpověď SM: Pokles dovozních cen je zatím plošný. Dominantní roli mají ceny energií, ale dovozní ceny klesají ve všech hlavních kategoriích včetně těch s vyšší přidanou hodnotou.

J. Rusnok: Mnohé již zaznělo. Děkuje za situační zprávu. Její příběh působí robustně a optimisticky. Dobře se čte.

Souhlasí s optimistickým vyzněním situační zprávy. U předpokladů vývoje veřejných financí to bude pro letošní rok možná ještě optimističtější. Státní rozpočet podle něho letos možná skončí v mírném přebytku. Zejména místní rozpočty a rozpočet veřejného zdravotního pojištění jsou přebytkové. Nejsou letos připraveny investiční tituly a nestihnou se připravit. Pokles vládních investic může být výraznější, než se dosud zdálo.

Odpověď SM: SM doporučuje nepřeceňovat údaje o rozpočtu na hotovostní bázi, protože obsahují na příjmové straně dobreh prostředků získaných z EU. Tyto údaje budou v akruálních vyjádření zaklasifikovány ve vládních investicích realizovaných v minulých letech. Rozpočet se nicméně vyvíjí příznivě. SM očekává v letošním roce deficit 0,1 % HDP. SM si umí představit i mírný přebytek.

J. Rusnok: SM standardně říká, že horizont nejúčinnější transmise měnové politiky je 12-18 měsíců. Na tomto horizontu se inflace dostává do cíle. V textu se také píše, že při používání kurzu jako hlavního nástroje je horizont jiný, působí mnohem rychleji a že při zpětném hodnocení se nelze dívat na standardní horizont. Někdo by mohl zpochybňovat plnění inflačního cíle, pokud má být horizont při používání kurzu kratší. Vyznění by mělo být jednoznačnější.

Odpověď SM: SM v doporučeném nastavení měnové politiky zohledňuje větší rychlost kurzového kanálu. K provedení exitu je potřeba, aby inflace byla ideálně mírně nad cílem, protože případné posílení kurzu po exitu může přes přímý kurzový kanál velmi rychle tlačit na snížení inflace. Při nastavení časového parametru kurzového závazku to SM zohledňuje. Pro budoucí nastavování úrokových sazeb bude platit standardní horizont 12-18 měsíců. SM připouští, že nyní se to může zdát více rozmlžené. Hladina kurzového závazku však byla dosud stanovena pouze jednou. Pokud by se hladina závazku měnila častěji, byla by to větší nekonzistence.

J. Rusnok: U mnoha veličin se píše o jejich snížení nebo zvýšení, ale u trhu práce se uvádí, že se pořád zlepšuje. Je ideální nulová nezaměstnanost?

Odpověď SM: SM děkuje za námět na vylepšení textu.

J. Rusnok: Na str. 3 se píše, že „v příštích dvou letech růst ekonomiky opětovně zrychlí na 3 % s kladnými příspěvky všech složek poptávky s výjimkou zásob.“ Proč zásoby neporostou? Umí si představit, že kvůli odeznívajícím nízkým cenám komodit se podniky mohou chtít předzásobit.

Odpověď SM: Zásoby jsou na horizontu prognózy ve velké míře vázány na mezeru produktu. Jelikož bude mezera produktu na horizontu prognózy blízko nuly, bude příspěvek zásob zhruba neutrální. SM neuvažovala o tom, že by se podniky mohly předzásobovat komoditami v očekávání růstu jejich cen.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

V. Tomšík: Inflace je pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle. Souhlasí s tím, že je to dáno především pozitivními nabídkovými šoky zejména ze zahraničí. Současná korigovaná inflace bez pohonných hmot je velmi blízko tolerančního pásma a na horizontu prognózy míří do jeho středu. To je potěšující signál. Prognóza ukazuje, že jdeme správným směrem.

Očekávané snížení růstu ekonomiky oproti minulému roku není překvapivé. Je to dáno mimořádnými faktory, nejen vládními investicemi, ale především důchodovým efektem cen ropy a dalšími faktory. Ekonomika je na trajektorii robustního (tj. stabilního) růstu, který se v následujícím roce a půl až dvou letech přiblíží k potenciálu.

Inflace na horizontu měnové politiky míří na střed inflačního cíle. Je rád, že téměř po třech letech kurzového závazku je vidět, co jsme chtěli vidět před třemi lety. To znamená, že by prognóza měla směřovat nad střed inflačního cíle, nejlépe k horní hranici tolerančního pásma. Jinými slovy při exitu by měl být natlakovaný „papiňák“, aby mohlo dojít k uvolnění kurzového závazku bez toho, aby bylo nutné činit další kroky. Rychlý průsak kurzu při exitu by mohl stlačit inflaci a při nedostatečném natlakování by bylo riziko obnovení kurzového závazku. Je rád, že „papiňák“ se natlakovává. K natlakování ale dojde až na konci roku 2017. Dosud bylo komunikováno, že nedojde k uvolnění závazku dříve než v roce 2017, přičemž nejpravděpodobněji to má být v polovině roku 2017. V polovině roku 2017 inflace dosáhne teprve středu cíle ve výši 2 %. Zřetelněji nad cílem bude inflace až na konci roku 2017. Je proto adekvátní nadále udržovat uvolněnou měnovou politiku. Nepochybně by stálo za to uvažovat, zda měnovou politiku ještě dále neuvolnit. Byla by ale otázka, jak ji uvolnit, zda změnou hladiny závazku, odsunutím exitu nebo použitím záporných sazeb. Ani jedna z těchto tří možností není v této chvíli aktuální.

Bude důležité sledovat trh práce, mzdový vývoj, inflační očekávání a jak bude pokračovat natlakovávání dostatečných inflačních tlaků, které je důležitou podmínkou exitu.

Potvrzuje se, že z pohledu dosažení cenové stability je dobře, že měnová politika je nadále uvolněná. Vývoj indikátorů z pohledu finanční stability jako zadluženost a vývoj úvěrů ukazuje, že je dobře, že pro dosažení finanční stability se používá jiná sada nástrojů. Pro plnění dvou mandátů je adekvátní používat a kombinovat tyto nástroje.

M. Hampl: Za dobu fungování kurzového závazku si člověk často říkal, že mu nedělá radost realita, ale občas mu radost může udělat prognóza. To je dnešní okamžik. Prognóza alespoň z hlediska schopnosti naplňovat mandát měnové politiky je optimističtější než minulá prognóza. To je potěšující.

Efekt vysezení je tam obsažen. Od roku 2013 byl již vysezen měnověpolitický „důlek“. Rád by věřil tomu, že efekt vysezení bude dostatečný na to, aby se inflace přiblížila k cíli tak, jak předpokládá prognóza. Tak jako argumentoval na začátku roku, není již mnoho příležitostí, jak kredibilně prodlužovat platnost závazku. Jeho případné další opakované prodlužování v budoucnu by nebylo kredibilní a nebylo by rozumně možné bez dalších opatření. Z toho pohledu je to dobrá zpráva.

Stejně jako V. Tomšík a také v návaznosti na předchozí diskuze si myslí, že v našem uvažování do budoucna je více než vhodné a dobré, že máme právě v této situační zprávě úvahu o vazbě mezi finanční stabilitou a měnovou politikou. Myslí si, že finančněstabilní úvahy ve vazbě na měnovou politiku mohou být do budoucna přínosem, a to analyticky i pro rozhodování o nastavení parametrů finančněstabilní i měnové politiky. Jak opakovaně argumentoval, je velkým stoupencem toho, aby se touto cestou dále šlo, analyticky se rozvíjela a aby ji bylo možné komunikovat. Zatím se zdá, že tato cesta bude ještě dlouhá. Je dobře, že byl udělán první významný krok. Na rozdíl od řady jiných v komunitě centrálních bank považuje i měnovou politiku za nástroj finanční stability. Není to pro něho striktně odděleno a nemyslí si, že nastavení měnových podmínek nemá žádný vliv na finanční stabilitu. Dnešní příspěvek může být do budoucna cestou, která i měnověpoliticky pomůže.

L. Lízal: V porovnání se situací před třemi lety ho to naplňuje mírným optimismem. Před třemi lety byly diskutovány podobné scénáře, že díky zahájení používání kurzu dojde k překmitnutí inflace nad inflační cíl a pak k návratu k cíli shora. Nyní scénář vypadá podobně, ale

měnověpolitická akce není třeba. Proto vnímá situaci jako posun k dobrému v tom smyslu, že exit z kurzového závazku se opravdu blíží.

Nemá problém s vyzněním situační zprávy. Situace je dobře popsána. Oproti minulým jednáním nemá důvod se vůči prognóze vymezovat. Rizika budoucího vývoje jsou v současné době vyrovnaná.

Návrh prohlášení je však nevyvážený, protože se v něm čtyřikrát zmiňuje dopad pravděpodobného budoucího vystoupení Spojeného království z Evropské unie. Je to přílišné zdůrazňování faktu, o kterém vůbec není jisté, že bude mít reálnější dopady. Tím spíše, že v minulosti byl například exogenní šok v cenách komodit zmíněn jen dvakrát.

V návrhu prohlášení mu naopak chybí odkaz na změnu nastavení měnové politiky v eurozóně, která se jeví, že bude oproti aktuálnímu očekávání pravděpodobně déle uvolněnější. To je jedno z rizik: nejdůležitější v zahraničí bude nastavení měnové politiky v eurozóně vůči domácí měnové politice, a jakým způsobem bude domácí ekonomika reagovat na vývoj v eurozóně.

Domnívá se, že nastavení měnové politiky je v současné době s ohledem na nejistoty správné a že nemá cenu uvažovat o změně. Na druhou stranu by zmínil rizika spojená s provedenými zátěžovými testy evropských bank. Jako relativně důležitější považuje riziko prodloužení uvolněné měnové politiky v eurozóně a nastavení vnějších podmínek vůči domácí ekonomice, což bude mít implikace pro exit z kurzového závazku.

V. Benda: Z dnešního jednání si odnesl dobrý pocit z toho, že prognóza se zatím naplňuje. To posiluje jeho důvěru v to, že se naplní předpoklad udržení robustního růstu ekonomiky a pozvolného návratu inflace směrem k inflačnímu cíli a jeho překmitnutí zhruba v polovině roku 2017. Proto nevidí důvod pro diskuzi o změně nastavení měnových podmínek. Tím spíše, že nastavené měnové podmínky indikují udržitelnost tohoto vývoje.

Souhlasí s návrhem snížit v komunikaci důraz na Brexit, protože nejistota s tím spojená je velká. Neměli bychom podléhat mediální hysterii, která zatím není zhmotněná v žádném relevantním odhadu jeho dopadu.

Pokud nedojde ke změně nastavení kurzového závazku, bude se zkracovat doba do předpokládaného exitu. To může vyvolávat již v příštím čtvrtletí tlak na zvýšenou komunikaci a vymýšlení toho, jakým způsobem bude exit proveden a jak o tom bude komunikováno.

T. Nidetzký: Prognóza je konzistentní a naplňuje se. Předpoklad růstu mezd, na kterém je prognóza založena, je reálný. Bilance rizik byla minule protiinflační a nyní je vyrovnaná. Proto by v návrhu prohlášení neuváděl připravenost použít změnu hladiny závazku. Nechal by to jako latentní možnost. Není důvod pro změny v nastavení měnové politiky.

P. Řežábek: Scénáře pro inflaci, růst a vládní sektor se víceméně naplňují. Největší diskuze je o příjmech a zejména mzdách a na to navázané zaměstnanosti. Proti tomu jde do určité míry vývoj investic. Možná na podzim překvapí agresivnější vystupování odborů při mzdových vyjednáváních, protože budou volby. Může to mít dopad na růst mezd.

Již bylo komentováno, že inflace se na horizontu prognózy dostane nad cíl a bude se k němu vracet shora. To je dobrá zpráva.

Finanční stabilitu v Evropě zmínil proto, že jde o potenciální riziko, jehož kvantifikace v prognóze by byla obtížná. Brexit uváděl spíše v návaznosti na jeho příliš četný výskyt v návrhu prohlášení. Připojuje se k požadavku na jeho zmírnění v prohlášení. V případě Brexitu je otázka jeho dopadu na státy Evropy a na Českou republiku. V rámci nejčernějšího scénáře, na který se ptal, velké dopady na českou ekonomiku a na český finanční sektor nevidí. Největší dopad v případě nedohody na podmínkách vystoupení by byl především v rámci finančního sektoru, což není téma pro Českou republiku.

Dovozní ceny neklesají plošně, ale riziko je v tom, že agregátně prohlubují pokles. Pokud by

tento trend měl pokračovat nebo by se držel na těchto úrovních, bylo by to potenciální riziko u dovážené inflace. Mohlo by to mít dopady.

Z pohledu měnové politiky není příliš co diskutovat. Lze počkat a doufat, že prognóza se naplní a že na horizontu prognózy bude inflace na cíli. To by mělo umožnit diskutovat o ukončení závazku.

J. Rusnok: Situační zpráva je kvalitní, nabízí příběh, který je věrohodný, v zásadě konzistentní a dobře zdůvodněný. Je o co se opřít. Těší ho, že po delší době jsme ve velmi úzkém koridoru prognózy, která se naplňuje. Měnové podmínky mají i nadále zůstat uvolněné. Žádné relevantní důvody pro změnu jejich nastavení se v situační zprávě neobjevují.

Příběh je o tom, že bojujeme s různou intenzitou s určitým dilematem. Na jedné straně rostou poplávkové inflační faktory z domácí ekonomiky. Zatím rostou velmi opatrně, ale věříme, že na horizontu prognózy porostou více. Především jde o mzdy. Na druhé straně jsou určité nabídkové protiinflační faktory zejména ze zahraničí, které dlouhodobě působí na českou ekonomiku a u kterých nyní prognóza očekává postupné odeznívání. Výsledkem má být vektor, který se přesune do žádoucích teritorií mírného růstu cen blížící se koridoru inflačního cíle.

Příběh je v tuto chvíli silný. Máme do určité míry komfort v tom, že avizovaný exit je dostatečně daleko, tlak z trhu není tak velký a také míru konkrétnosti exitu není zatím potřeba mít tak velkou.

Jsou nicméně zmiňována určitá rizika v tom, jak rychle se směr tohoto vývoje naplní. Byla zmíněna nejistota ohledně další politiky Evropské centrální banky. To by také v návrhu prohlášení rád více odrazil. Žijeme v obecně velmi silném dezinflačním prostředí. Vysvětlení zatím není k dispozici, ale je zřejmé, že jsou za tím globalizační a mikroekonomické trendy všeho druhu. Nerad by se pouštěl do širších spekulací. Na to bude čas a řada příležitostí.

Je připraven podpořit měnověpolitické doporučení.

V. Tomšík: Reaguje kvůli minutes. Souhlasí s tím, že by se v prohlášení ani obecně neměl přeceňovat Brexit a vývoj v zahraničí. Vývoj v zahraničí domácí ekonomiku velmi ovlivňuje, ale dlouhodobě je komunikováno, že domácí měnová politika a předpokládaný exit musí být primárně spojeny s dlouhodobě udržitelnými inflačními tlaky z domácí ekonomiky. To se naštěstí děje. Podíl výdajů na konečnou spotřebu na HDP je více než 60 %. Spotřeba domácností dlouhodobě poroste kolem 3 %. Soukromé investice jsou také primárně generovány z domácí ekonomiky. Rozumí tomu, že nejistota ze zahraničí je velká, jde o kroky Evropské centrální banky a Brexit. Je potřeba to zmínit, ale ne příliš zdůrazňovat. Je potřeba více zmiňovat domácí ekonomiku, která po roce 2013 nastartovala svůj růst. Domácí inflační tlaky se objevují perzistentně a na horizontu prognózy jsou nad 2 %.

Zadruhé, plně souhlasí s tím, že měnová politika a její nástroje jsou velmi důležité pro finanční stabilitu a nepochybně se vzájemně ovlivňují a doplňují. Souhlasí s tím, že transmisní kanály jsou často společné. Věřící, že je shoda v této instituci, že by se finanční stabilita neměla vázat jen na nástroje měnové politiky.

M. Hampl: Zhruba o tři situační zprávy nazpět byla diskuze o tom, že nás čeká diskuze o propojování měnové politiky a politiky finanční stability a že to bude v méně příjemných okamžicích než nyní. Dnes je to na příjemnou akademickou debatu. Souhlasí s V. Tomšíkem. K tomu by dodal, že je v této instituci zřejmě shoda také v tom, že měnová politika ovlivňuje finanční stabilitu a nástroje dosahování finanční stability určitým způsobem ovlivňují měnovou politiku. Celá akademická komunita je rozdělena v tom, co mají autority dělat, zda se mají pokoušet nástroji měnové politiky dosahovat cílů i v oblasti finanční stability nebo zda jde o striktně oddělenou oblast vyžadující striktně oddělenou sadu nástrojů. To je jiná diskuze. Je velmi rád, že v Boxu 3 je představen analytický nástroj, jak lze o tom v budoucnu vést

poučenější diskuze. Zatím interní a jednou i veřejně. A mohou pak mít vliv i na způsob měnověpolitického rozhodování.

V. Benda: Má poznámku k diskuzi na téma finanční a cenové stability. Určitě je shoda v tom, že je to propojené. Souhlasí s tím, aby nástroje měnové politiky, tedy úrokové sazby, byly používány jako dodatečný nástroj dosahování finanční stability, pouze pokud to nevede k rozporu s plněním hlavního cíle, pro který jsou určeny. To znamená používat úrokové sazby primárně pro měnovou politiku.

Reaguje na návrh T. Nidetzkého vypustit v prohlášení větu o možném posunu hladiny kurzového závazku. Rozumí jeho návrhu. Pokud by to ale bylo vypuštěno, mohlo by to vést k očekávání finančních trhů předčasného ukončení kurzového závazku v souvislosti se změnami v bankovní radě. Mohlo by to tedy vyvolat zbytečné tlaky i na příliv peněz a na intervence. Navrhuje tuto větu ponechat.

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 Jiří Rusnok, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Vojtěch Benda, Lubomír Lízal, Tomáš Nidetzký 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 Jiří Rusnok, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Vojtěch Benda, Lubomír Lízal a Tomáš Nidetzký. Pavel Řežábek se hlasování zdržel.

Zapsal: Kamil Galuščák, ředitel samostatného odboru ekonomického výzkumu