

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 3. listopadu 2016

Přítomni: Jiří Rusnok, Mojmír Hampl (přítomen pouze na diskuzi navazující na prezentaci situační zprávy), Vladimír Tomšík, Vojtěch Benda, Lubomír Lízal, Tomáš Nidetzký, Pavel Řežábek.

I. Diskuze navazující na prezentaci 7. situační zprávy

V. Benda (v diskuzi o konvergenci): Děkuje za prezentaci a za zpracování situační zprávy (dále jen SZ), kterou by mohl nazvat situační zprávou „odeznívání“, když odeznívají vlivy negativního vývoje cen komodit, vlivy zahraničních cen výrobců a k jeho velkému potěšení i vlivy odvetných opatření Ruské federace. Připadá mu, že na horizontu prognózy dochází k viditelnému posunu trhu práce směrem k plné zaměstnanosti, který se projevuje stabilizací podílu nezaměstnaných a výrazným zpomalením růstu zaměstnanosti, ke kterému dochází při poměrně umírněném zrychlení růstu mezd. Ten může souviset s konkurenční provázaností české ekonomiky se zahraničím. K tomuto vývoji na trhu práce dochází v kombinaci s poměrně stabilním růstem produktivity. Růstový model české ekonomiky tak podle něj zůstává víceméně extenzivní, s vyčerpáním fondu volné pracovní síly existuje problém s konvergencí. Ten souvisí i s tím, že situace na trhu práce neústí ve výrazný nárůst investic, který by se dal čekat v ekonomice, která vyčerpala volnou pracovní sílu. Táže se sekce měnové, jak se dívá na riziko konvergence, tedy zda nám hrozí, že ustrneme na růstu HDP kolem 2,5-3 % a víceméně nebudeme dohánět zahraniční ekonomiky.

Odpoověď sekce měnové (dále jen SM): Trh práce je napnutý, takže by bylo možné očekávat, že podniky začnou více investovat a substituovat práci kapitálem, což se zatím neděje. SM toto diskutovala jako jednu z hypotéz ve vazbě na nízkou investiční aktivitu nefinančních podniků, kde nakonec dospěla k dominantnímu vysvětlení pomocí vlivu EU fondů. SM by intuitivně také očekávala, že zvýšený mzdový růst a nedostatek pracovníků bude tlačit firmy k investicím, které budou snižovat náročnost výroby na práci. Dle anekdotické evidence zatím přitom dominovaly spíše investice extenzivního typu, kdy v reakci na potřebu zvýšení výroby například o 50 %, reagovaly podniky stylem, že k existujícím dvěma halám postavily ještě jednu, do které instalovaly přesně stejné stroje a hledaly přesně ty samé zaměstnance. Ohledně investic se SM bavila i o hypotéze jejich možného odkládání ve vazbě na očekávání lepšího kurzu. Takovéto odkládání by ale mohlo fungovat pouze v případě, že by se ten podnik choval neracionálně. Pokud se jedná o exportující podnik, pak by pro něj silnější kurz znamenal nižší příjmy. Zároveň se ale může tento podnik tomuto riziku vyhnout tím, že pořídí investici již nyní a bude ji financovat eurovým úvěrem, na kterém po posílení koruny vydělá. Toto je v souladu s hypotézou pana guvernéra, že rostoucí růst eurových úvěrů může být formou toho přirozeného zajištění. Na druhou stranu růst eurových úvěrů určitě není v rádech desítek miliard eur, které SBO vypočítala jako objem potenciálního zajištění prostřednictvím forwardu.

P. Řežábek (v diskuzi o konvergenci): Poznámka: nejsou jenom exportéři, na což by se nemělo zapomínat.

J. Rusnok (v diskuzi o konvergenci): Exportéři jsou současně největšími importéry.

V. Benda (v diskuzi o soukromé spotřebě): Komentuje vývoj úvěrů domácností, u kterých dochází k poměrně svižnému růstu, který výrazně převyšuje růst disponibilního důchodu, a to ať už u úvěrů spotřebitelských, tak u úvěrů hypotečních. Zajímalo by ho, jak se SM dívá na riziko, že se splácení těchto poměrně dynamicky rostoucích úvěrů začne více a více promítat do hrubé míry úspor a bude brzdit spotřebu. V tomto kontextu žádá SM o vyjádření ke stanovisku poradce ohledně efektu omezení spotřeby negativním úvěrovým efektem.

V. Tomšík (v diskuzi o soukromé spotřebě): Dotazuje se na vývoj soukromé spotřeby, která je výrazným tahounem HDP, když tvoří jeho 60 %, která ale neroste, jak jsme očekávali, což bylo diskutováno již při projednávání minulé SZ. Na jednu stranu souhlasí s argumenty SM, že se zde projevují efekty odlišného počtu pracovních dní, kde nevíme přesně jak toto očist'ovat, na druhou stranu indikátory jako maloobchodní tržby rostou. Jak již zaznělo od V. Benda, rád by slyšel vyjádření SM ke stanovisku poradce ohledně úvěrového kanálu, zda se v soukromé spotřebě neprojevuje to, že si lidé ve zvýšené míře berou půjčky a investují do nemovitostí, přičemž se toto projevuje v odložení zbytných nákupů kvůli splácení hypoték. Poradce Hlaváček ve svém stanovisku přichází s pohledem mikroekonomických dat. Lze podle názoru SM aplikovat tyto kanály i na makro scénáře ohledně vývoje soukromé spotřeby?

Odpověď SM: Ve vazbě na tvar Lorenzovy křivky se SM dotazuje poradce, zda v grafu v jeho stanovisku kontroluje výši příjmů. Hypotéky si dominantně berou domácnosti s vyššími příjmy, které mají nižší průměrný sklon ke spotřebě. Platí tedy, že splácení hypotéky tlačí na tu rodinu ceteris paribus k vyšší míře úspor i pro domácnosti ve stejné příjmové kategorii?

Odpověď poradce Hlaváčka: V grafu, který je uveden ve stanovisku, vliv příjmů očištěný není, v samotné analýze, kterou provedl s J. Brůhou, ale toto očištění samozřejmě bylo provedeno. Obdobné závěry tak platí i pro skupinu domácností s průměrným příjmem. Při této úpravě nedochází k tak velkému poklesu průměrného sklonu ke spotřebě pro domácnosti v nájmu a ty, které bydlí ve vlastním bez hypotéky. U těch domácností, které bydlí ve vlastním a jsou zatíženy hypotékou je pokles průměrného sklonu ke spotřebě v posledních letech zřejmý. Závěr o nižším sklonu ke spotřebě domácností s hypotékou tak platí i po očištění o výši příjmů. Výsledky analýzy jsou zatím jen předběžné, data jsou relativně nová, slibuje working paper, který půjde více do hloubky.

Odpověď SM: SM na makroúrovni dopad růstu hypotečních úvěrů do spotřeby domácností zatím nevidí. Míra úspor, kterou vykazuje ČSÚ v rámci národních účtů, je v zásadě stabilní. Jedná se ale o číslo, které je v rámci národních účtů nejméně kvalitní a které podléhá výrazným revizím. Dle SM nicméně spotřeba domácností, bez různých očištění o kalendářní vlivy, roste víceméně úměrně disponibilnímu příjmu. Dochází také k růstu mezd a platů nízkopříjmových domácností, které vstupují na pracovní trh, a které mají nízký sklon k úsporám. Ve středním období je rizikem prognózy vývoj příjmů podnikatelů, jejichž dynamika je aktuálně velmi slabá, a které přispívají k relativně nízkému růstu nominálního disponibilního důchodu. Toto je částečně vysvětlitelné hypotézou přesunu živnostníků mezi zaměstnance, což je efekt, který by měl časem vymizet. Teprve třetím rizikem v řadě jsou z hlediska SM efekty, které popisuje poradce ve svém stanovisku, tedy kompoziční efekty nebo efekty nárůstu cen nemovitostí. Tyto efekty mohou hrát nějakou roli na delším konci prognózy, v krátkém období by jim SM nedávala významnou důležitost.

J. Rusnok (v diskuzi o soukromé spotřebě): Spíše bude ČSÚ revidovat data o spotřebě.

Odpověď SM: Může se to stát, nebo nebude revidovat, ale bude to korigovat zubem nahoru v dalším čtvrtletí. Zde by SM s definitivní interpretací vyčkala ještě pár měsíců.

V. Benda (v diskuzi o Lorenzově křivce): V souvislosti s Lorenzovou křivkou úvěrů prezentovanou v SZ na straně 42 ho zaujala vysoká koncentrace nových úvěrů v horním příjmovém decilu. Táže se samostatného odboru finanční stability (dále jen SAOFS), jestli je to z hlediska finanční stability spíše dobrá zpráva, tedy že se úvěry koncentrují u bohatých, kteří si je mohou dovolit splácet, nebo je toto nerovnoměrné rozložení mezi různé příjmové skupiny zprávou špatnou.

J. Rusnok (v diskuzi o Lorenzově křivce): Připojuje se k dotazu ohledně Lorenzovy křivky, která přináší zajímavé informace, které mohou mít zásadní dopad na některé naše politiky. Křivku čte tak, že si hypotéky si berou především bohatí, kteří kupují další byty a nemovitosti na investici. To má dopady do celkového čísla za růst úvěrů, které tím může být dosti zkreslené z hlediska budoucího chování spotřebitelů, z hlediska rizik těchto úvěrů apod.

Odpověď SM: Koncentrace úvěrů mezi bohaté vyjádřené Lorenzovou křivkou ještě více vynikne, když si uvědomíme, že se jedná o data za rok 2015. Letošní vývoj, který podle všech známek směřuje dál tímto směrem, tam zahrnutý není. Křivka skutečně potvrzuje posun hypotečního trhu tím směrem, že je jeho část orientována na buy-to-let hypotéky, které jsou motivovány snahou získat alternativní zhodnocení peněz v nízkouročeném prostředí formou nákupu nemovitosti. Tuto investiční strategii samozřejmě provádějí bohatší lidé.

Odpověď SAOFS: Tvar Lorenzovy křivky je přirozený, neboť v roce 2015 byl oproti dřívějším letům nejvyšší podíl úvěrů na bydlení na celkových nových úvěrech. Hypoteční úvěry si přitom zpravidla berou lidé s vyššími příjmy. Tvar Lorenzovy křivky je z hlediska finanční stability skutečně pozitivní informací. Pokud si úvěry berou primárně lidé s vyššími příjmy, tak je to v pořádku. I jiné analýzy SAOFS ukazují, že zhruba 3/4 hypotečních úvěrů jsou poskytovány domácnostem s finančními rezervami, tedy že banky zpravidla postupují při poskytování úvěrů obezřetně. Nicméně údaje nelze interpretovat tak, že u méně příjmových skupin jejich rizika a zranitelnost nerostou, protože úvěry rostou poměrně rychle ve všech příjmových kategoriích. Jiné analýzy SAOFS, které bankovní rada uvidí v prosincovém materiálu pro jednání o otázkách finanční stability, tak naopak naznačují meziroční nárůst zranitelnosti nízkopříjmových skupin domácností.

V. Benda: Na straně 36 SZ je zmíněn poměrně silný růst výroby pro investice a dlouhodobou spotřebu. Dotazuje se, jak je toto pozorování konzistentní s poklesem investic a to jak soukromých, tak veřejných. Jedná se zde o nějakou nekonzistenci národních účtů, nebo se někde hromadí investiční zboží, které nikdo nepoužívá?

Odpověď SM: Investiční zboží se nikde nehromadí, je zde komentován vývoj produkce bez ohledu na to, zda je vyprodukované investiční zboží určeno pro domácí ekonomiku, nebo na export. Při pohledu na podrobná data je zřejmý výpadek investiční výroby pro domácí trh, který je převážen výrobou pro export. Existuje zde spojitost i s boxem ohledně výpadku domácích investic.

L. Lízal: Děkuje za situační zprávu. K její textaci poznamenává, že se zde často objevuje zmatení terminologie ohledně toho, co vnímáme jako udržitelný inflační vývoj s ohledem na exit z kurzového závazku. V některých případech se za udržitelný inflační vývoj chápe dosažení cíle, v jiných jeho udržitelné dosažení v budoucnosti. Je potřeba, aby tato podmínka byla uvedena

vždy stejně. Děkuje za citlivostní scénář, který podle něj dobře osvětluje rizika, která jsou spojena s vývojem měnové politiky v zahraničí.

Odpověď SM: SM textaci k udržitelnosti plnění cíle ověří.

L. Lízal (v diskuzi o fiskální politice): Dotazuje se na hodnocení fiskální politiky. V SZ stále pracujeme s tím, že pro rok 2016 veřejné finance budou mírně deficitní v rozsahu asi 0,3 % HDP. S ohledem na vývoj plnění státního rozpočtu a vzhledem k tomu, že obvykle rozpočty obcí a ostatních rozpočtových organizací bývají přebytkové, se táže, zda nemůžeme očekávat, že letos bude fiskální politika nikoliv lehce expanzivní, ale naopak poměrně značně restriktivní.

P. Řežábek (v diskuzi o fiskální politice): Vzhledem k posledním číslům o vývoji státního rozpočtu a poměrně otevřené komunikaci ministra financí, že letošní růst skončí s mírným přebytkem, je otázkou, zda je předpoklad o deficitu ve výši 0,3 % HDP použitý v textu SZ stále konzistentní se skutečnými očekáváním. Při projednávání jiného podkladu přitom bylo řečeno, že bude po diskuzi s Ministerstvem financí docházet k modifikaci tohoto čísla.

Odpověď SM: U interpretace fiskálních dat je nutné rozlišovat cashovou metodiku, o které mluví ministr financí a metodiku akruální. SM ilustruje na slidech 69-71 své prezentace, že podle cashových čísel činil za leden až říjen přebytek státního rozpočtu 98,3 mld. SM ale už nějakou dobu pro účely prognózy fiskálního vývoje i pro účely pravidelné půlroční informace pro bankovní radu o EU fondech kvantifikuje cashový vliv toků mezi EU fondy a státním rozpočtem, po jehož očištění se z přebytku 98,3 mld. Kč stává přebytek pouze 10 mld. Kč. Do konce roku máme před sebou dva měsíce, kdy standardně dochází ke zhoršení hospodaření státního rozpočtu, státní rozpočet po tomto očištění tak bude patrně v mírně záporných číslech. Jak bylo správně řečeno, místní rozpočty jsou letos přebytkové, byly ale přebytkové i v předchozích letech. SM se tak domnívá, že náš odhad slabě deficitního hospodaření soustavy veřejných rozpočtů v akruálním vyjádření pro letošní rok novými daty zásadně zpochybněn není. Rozpočet může být ve výsledku na nule, což ale není velký rozdíl od 0,3 % HDP.

L. Lízal (v diskuzi o boxu 1): K boxu 1 ohledně reálné úrokové míry poznamenává, že při jeho čtení měl smíšené pocity. Na jednu stranu je rád, že se tento box v SZ objevil, na stranu druhou si není jist jeho vyzněním. Zejména text poznámky pod čarou 8 mu připadne jako trochu tautologický postup, kdy nejprve předpokládáme pro modelovou ekonomiku 1% reálný úrok, a pak tento úrok zpětně odhadneme na našich modelech a vychází opět 1 %. Vyznění boxu by chtěl osvětlit také ve vztahu k literatuře, kde se obvykle argumentuje, že dohánějící ekonomiky mají vyšší náklady kapitálu, tedy vyšší reálné úrokové míry.

M. Hampl (v diskuzi o boxu 1): SZ obsahuje hodně boxů, díky tomu je zajímavější a barevnější. Vzhledem k tomu, že boxy jsou nestandardní částí SZ, tak vzbuzují občas více otázek a impulzů do debaty. Pozitivně hodnotí boxy 4 a 2, oba jsou velice relevantní a měly by být publikovány. K boxu 2, který se věnuje investicím, uvádí, že potvrzuje jeho vlastní anekdotickou evidenci, kterou opakovaně slýchá na řadě akcí od zástupců naší průmyslové sféry, a dle které jsou privátní investice do značné míry navázány na evropské fondy. Pokud jsou tyto privátní investice kofinancovány i z malé části z evropských fondů, pak jsou v případě odložení možnosti čerpání těchto fondů rovněž odloženy. Týká se to oblasti nákupu CNC nebo obecně obráběcích strojů, rozšiřování linek, oprav výrobních hal atd. Tuto anekdotickou evidenci bere vážně a líbí se mu, že tento fenomén máme v SZ zachycen. Celkově mu vliv čerpání prostředků z fondů EU připadá jako přijatelnější hypotéza oproti hypotézám alternativním jako je odkládání investic v očekávání

toho, že budou v budoucnu levnější, nebo jejich odkládání v očekávání toho, že nebude pracovní síla, která by je obsloužila. Bohužel to, že privátní investice jsou podmíněny investicemi veřejnými, podle něj znamená nezdravý strukturální faktor naší ekonomiky.

V návaznosti na L. Lízala vyjadřuje své pochybnosti ohledně boxu 1, u kterého silně doporučuje jeho nezveřejnění. Domnívá se, že bychom o odhadu rovnovážných úrokových sazeb měli ještě vést širší vnitřní debatu o způsobu jejich kalkulace, k úrovni výsledných sazeb a k závěrům pro měnověpolitickou debatu. K boxu má sadu dalších komentářů, které všechny není čas projít v detailu. Textace poznámky pod čarou budí silný dojem, že naše nastavení vstupního předpokladu ohledně 1% reálných sazeb a následný odhad, který tento předpoklad potvrzuje, je pouze jakousi tautologií. Výpočet je proveden pro ex post reálnou sazbu, u reálné sazby počítané ex ante by tato byla evidentně níže. V návaznosti na stanovisko poradce vyjadřuje svoji pochybnost, zda používáme metodu, kterou použil přímo J. C. Williams. Textace boxu vzbuzuje zdání, jako že J. C. Williams měl nějaké vystoupení v Jackson Hall, což není pravda, o jeho analýzách bylo pouze diskutováno řadou účastníků. Toto může potvrdit jako přímý účastník debaty. Domnívá se, že bychom k tématu odhadu reálných sazeb měli ještě vést debatu. Tento odhad je přitom pro měnovou politiku fundamentální. Kdybychom měli nenulové riziko, že je rovnovážná reálná sazba mnohem nižší než 1 %, přičemž podle jeho názoru toto riziko existuje, pak by nám to mohlo pomoci vysvětlit až neuvěřitelné prognózované nárůsty nominálních sazeb po exitu (graf II.2.6). Tyto nárůsty jsou samozřejmě taženy předpokladem o rovnovážné reálné úrokové sazbě, který je možná nerealisticky vysoko. Na téma rovnovážných reálných úrokových sazeb by se měl vytvořit Working Paper, což by mohlo být jedním z úkolů pro nově organizovaný výzkum, tato nová organizace by tak mohla za 1-2 čtvrtletí přinést nějaké hlubší výsledky.

T. Nidetzky (v diskuzi o boxu 1): Také děkuje za prognózu. Je zajímavé, že přes nevýznamný posun v prognóze je tolik dotazů. Na druhé straně se mnohé dotazy překrývají, což vnímá pozitivně. Vrací se ke svým oblíbeným „hokejkám“, kdy po opuštění závazku dochází ke skokové změně různých veličin. SM mu minule vysvětlila „hokejku“ ve vývoji úrokových sazeb po exitu, která souvisí s předpokladem modelu ohledně reálné přirozené úrokové míry, jejíž odhad je zpracován ve zmiňovaném boxu 1. Nechce opakovat argumentaci M. Hampla, ale rovněž si není jistý, jestli tam výši reálné přirozené úrokové míry máme proto, „aby nám to vyšlo“, nebo se jedná o nejlepší odhad, za kterým si skutečně stojíme. Při komentáři M. Hampla neverbální komunikace T. Hlédika naznačovala, že se jedná o odhad. Pokud tento odhad platí, pak by rovnovážné nominální úrokové míry měly být 3 %, kdy 1 % je přirozená reálná míra, plus 2% inflace, což mu případně poměrně vysoko. Rád by k tomuto číslu slyšel komentář SM, jestli si za ním skutečně stojí. Připojuje se k pochybnostem, zda zveřejnit box 1 v kontextu naší diskuze.

J. Rusnok (v diskuzi o boxu 1): Děkuje za SZ, myslí, že je tradičně velmi kvalitní, děkuje také za boxy, které vyvolaly bohatou diskuzi. K boxu o rovnovážné reálné úrokové míře má podobné poznámky, které již zazněly, minimálně ho intuitivně zarazí rozkolísanost jejího odhadu. Má rovněž pochybnost, jestli je vhodné Williamse vyzdvihovat jako objevitele problému, který se v literatuře objevuje již před ním. Připojuje se k návrhu M. Hampla vést před zveřejněním odhadu rovnovážných reálných úrokových sazeb podrobnější interní diskuzi. Jedná se o naprosto klíčovou záležitost v našich modelových a měnověpolitických úvahách a nebylo by dobré, abychom si nechali „střelit“ do tohoto klíčového fundamentu, na kterém stavíme spoustu dalších cihel.

Odpověď SM: SM na úvod uvádí, že se jedná o společnou práci T. Hlédika a poradce J. Vlčka, kterému tímto SM děkuje. Zveřejnění boxu v současné podobě je na zvážení, SM ale připomíná, že bývaly doby, kdy jsme v rámci modelu QPM uveřejňovali odhad rovnovážné reálné úrokové sazby v každé SZ. Tautologické vnímání odhadu rovnovážných sazeb, které box sám částečně připouští, je z pohledu SM relativně slabé. SM zde uvádí srovnání s bayesovskou statistikou, do které v rámci apriorních informací vstupuje přesvědčení o tom, kde se nachází určitá veličina, toto přesvědčení je pak konfrontováno s daty. Vzdálenost posteriorního odhadu od apriorního předpokladu samozřejmě závisí na nastavení parametrů toho, jak moc věřím prioru a jak moc silně nechám promluvit data, jde ale o korektní metodu. Metoda aplikovaná v boxu dělá podle SM to samé, má nastavený apriorní předpoklad, že v zásadě věříme počáteční kalibraci modelu, následně necháme promluvit data a ověřit, jestli v této kalibraci nemámě nějakou zjevnou nekonzistenci. Z prezentovaného vývoje odhadu rovnovážných sazeb v čase je zřejmé, že když filtr vidí silné ekonomické důvody, pak nechá rovnovážnou reálnou sazbu odchýlit se poměrně viditelně od 1 %. Z pohledu SM se tedy jedná o korektní metodologii. Samozřejmě je možné ji uvnitř ČNB dále diskutovat a pak případně volit jiné formy publikace, než je box ve Zprávě o inflaci, u kterých je možné publikovat analýzu jménem autorů s tradičními disclaimery.

M. Hampl (v diskuzi o boxu 1): Publikace např. formou working paperu by umožnila věnovat se tématu na větším prostoru, problém si podle něj zaslouží více místa.

Odpověď SM: Box byl veden snahou vytvořit nový malý strukturální model, s pomocí tohoto modelu a s užitím časově proměnlivých odhadů parametrů pak prozkoumat, zda tyto odhady generují intuitivní časový průběh relevantních rovnovážných veličin. Výsledný odhad rovnovážných sazeb i jiných veličin z modelu se SM zdál být intuitivní a logický, když před vypuknutím finanční krize byly rovnovážné reálné sazby poměrně vysoké, posléze se propadly a poté opět postupně vzrostly. U jiných typů odhadů, které by byly více ekonometrické, bude hrozit riziko, že budou kvantifikovat rovnovážnou sazbu příliš blízko těm pozorovaným datům. Širší diskuze bude ale dle názoru SM užitečná. SM nemá nyní problém zmíněný box ze ZOI vypustit, je každopádně ráda, že ho prezentovala bankovní radě.

J. Rusnok (v diskuzi o boxu 1): Bankovní rada je také ráda.

Odpověď SM: Rovnovážené sazby jsou zde odvozeny jednak od odhadu produkční mezery a od odhadu toho, jaké měnové podmínky jsou s jejím vývojem konzistentní. Existuje zde tedy zpětná vazba na situaci ekonomiky. Rovnovážná sazba je skutečně neutrální sazbou v okamžiku, když ekonomika roste 3% tempem. Otázkou je, zda je možné vnímat 1% reálnou sazbu jako prohibitivní v okamžiku, kdy nemáme žádné domácí problémy a zahraničí roste zhruba 2% tempem.

M. Hampl (v diskuzi o boxu 1): Je třeba interpretovat reálné sazby ve srovnání s okolím a mít pro to nějakou rozumnou intuici. Tam už se dostáváme do méně intuitivních vod.

Odpověď SM: SM cítí, že se v této debatě ocitáme v pasti vlastních úvah. Na jednu stranu říkáme, že jsme v minulých letech pomohli ekonomickému růstu a rychlému uzavření záporné mezery výstupu. Abychom si tento svůj příspěvek k oživení ekonomiky mohli nárokovat, nutně musíme předpokládat uvolněné měnové podmínky v obou složkách, tedy pokles úrokové sazby pod rovnovážnou hodnotou a minimálně mírně podhodnocený kurz. Na druhou stranu nechceme veřejně připustit, že ve chvíli, kdy „bude práce hotová“, bude potřeba měnové podmínky zpříšňovat resp. posunout k neutrálnějšímu nastavení. V této souvislosti se objevují dva dotazy.

Na jednu stranu se D. Hájková ústy V. Bendy ptá, jestli posun sazeb není příliš malý, když se v prognóze nedostáváme s indexem měnových podmínek ani na nulu a nadále předpokládáme podhodnocený kurz a sazby pod jejich rovnováhou. Na druhou stranu T. Nidetzký zpochybňuje příliš velké „hokejky“ v úrokových sazbách. Přitom ale posun nominálních úrokových sazeb z 0,3 % na 1 % v polovině příštího roku znamená při 2% inflaci reálné sazby ve výši -1 %. Touto optikou se tedy jedná o relativně pozvolné přizpůsobování a normalizaci míry uvolnění měnové politiky.

Situaci ovlivňuje i to, že si v zahraničí nikdo nedokáže představit zpřísnění měnové politiky. Všichni implicitně věří williamsovskému vidění světa, dle kterého jsme se permanentně posunuli do stavu, kdy reálné úrokové sazby musí být záporné. Nikdo si nedokáže představit, že by ve chvíli, kdy se dostaneme na inflační cíl, měly nominální sazby jít nahoru rychleji než o čtvrt procentního bodu za rok, jak zatím předvádí FED. Může se ale stát, že se ex post ukáže, že se rovnovážné sazby vrací na normální hodnotu i v zahraničí a že centrální banky zaspaly. Ředitel SM uvádí svůj rozhovor s profesorem ekonomické historie M. Bordo během zasedání Výboru pro výzkum ohledně jeho názoru na debatu o nízkých rovnovážných reálných sazbách. Profesor Bordo přitom uvedl, že podobnou situaci jako nyní zažil už asi třikrát, pokaždé se zdálo, že skončil veškerý růst, že rovnovážné reálné sazby budou na věky záporné a že je svět fundamentálně jiný, pokaždé se ale nakonec vývoj vrátil k normálu. SM se tedy nedomnívá, že by rovnovážné reálné sazby měly zůstat navěky záporné, a jejich odhad z boxu jí připadne jako intuitivní. Tento odhad ukazuje, že při velmi špatném sentimentu domácností a firem během krize rovnovážné reálné sazby dočasně poklesly. Aby byla měnová politika schopna vygenerovat uvolnění a motivovat k větší spotřebě a investicím, bylo potřeba držet reálné sazby záporné. S tím, jak jsme tuto „špatnou náladu“ překonali, se i rovnovážné sazby vracejí na hodnoty, které jsou v historickém měřítku relativně standardní.

M. Hampl (v diskuzi o boxu 1): Odhady SM ale směřují opačným směrem, než odhady pro celé okolí. Pokud pro okolní ekonomiky budou platit odhady s poklesem sazeb směrem dolů, pak to pro nás bude implikovat diferenciály v nominálních sazbách, které nám budou připadat „hokejkové“. Vysvětlením by mohlo být, že naše rovnovážná sazba zůstává na nízké úrovni, nebo se možná dokonce posouvá níže. To by mohlo poskytnout konzistentnější obrázek v porovnání s okolím, na druhou stranu to nemusí odpovídat z hlediska naší víry v konvergenci a stav této ekonomiky. Toto je přesně ta debata, kterou bychom měli vést před tím, než výhledy úrokových sazeb uveřejníme.

J. Rusnok (v diskuzi o boxu 1): Bankovní rada debatu z boxu nezabíjí, chce, aby se téma posunulo dále, například ve formě working paperu. Děkuje za zpracování analýzy, která je pro něj velmi poučná, přičemž vysvětlení SM mu konvenuje. Apeluje ale na to, abychom si s odhadem byli ještě více jisti. Žijeme v takové době, kdy musíme vážit každé slovo. Jsme jako řidič, který musí předvídat, jestli někdo nepojede na červenou. Obdobně my musíme předvídat, jestli nějaký analytik nedesinterpretuje některý náš závěr, který je vlastně správně.

Odpověď SM: Zmíněný box ze ZOI box vypustí a vnímá, že je zájem tuto debatu dále rozvíjet.

L. Lízal (v diskuzi o náběhu investic): U částí SZ vztažených k investicím se uvádí (str. 15), že očekáváme obnovení růstu tvorby hrubého kapitálu již ve druhé polovině letošního roku. Není mu jasné, jak jsme k tomuto dospěli, když naše vlastní simulace ohledně vazby privátních investic na čerpání strukturálních fondů ukazují pravý opak.

P. Řežábek (v diskuzi o náběhu investic): U vývoje investic nefinančních podniků SM komentuje, že je jejich vývoj zatížen nejistotou a že by mělo dojít k jejich růstu již v roce 2016. K tomuto poznamenává, že vzhledem k vysoké dovozní náročnosti většiny investic může nastat efekt odložení těchto investic i z důvodu očekávání nižšího kurzu a tím i levnější ceny investice. Potom by se mohl posunout růst investic na ještě pozdější období. Alternativním vysvětlením může být i to, že byly díky relativně nízkým sazbám zachovány i neefektivní kapacity, které samy o sobě blokují poptávku po vyšších investicích a nahrazování těchto neefektivit.

Odpověď SM: U obnovení růstu soukromých investic ve 2. pololetí 2016 SM předpokládá jejich pokračující pokles v podnikové sféře, zároveň ale porostou investice sektoru domácností a finančních institucí. Vedle toho SM očekává, že u nefinančních podniků může být náběh čerpání zdrojů z EU fondů oproti vládním investicím o něco rychlejší, neboť u nich nehrají roli zpoždění typu EIA. Z hlediska mezikvartálního vývoje za minulý rok se navíc růst investic spolufinancovaných evropskými fondy koncentroval do první poloviny roku, což se projeví v meziročních růstech za druhé pololetí 2016. SM samozřejmě v textu SZ přiznává, že rychlost náběhu investic je zdrojem nejistoty.

L. Lízal (v diskuzi o boxu 3): Pozitivně kvituje informace ohledně vývoje bilance ČNB uvedené v boxu 3 na str. 47, u kterých mu ale chybí určité zhodnocení toho, co si o těchto tempech růstu bilance SM myslí, jaký to může mít dopad do ekonomiky apod. Pokud by tyto informace měly být uveřejněny, je nutné k informacím přidat ještě nějakou přidanou hodnotu.

M. Hampl (v diskuzi o boxu 3): Má určité otazníky k boxu 3 věnovanému relativnímu vývoji bilančních sum ČNB a ECB. Box je zajímavý a relevantní, navazuje na debatu, kterou bankovní rada vedla při projednávání poslední SZ. Je nicméně rád, že tento box není navržen ke zveřejnění, mimo jiné proto, že mu zde chybí implikace pro měnověpolitickou debatu. Domnívá se, že jedním z důvodů toho, proč nejsme schopni debatu o dopadech nekonvenčních nástrojů dotáhnout dále, je to, že v modelu G3 sice pracujeme se stínovou sazbou za ECB, ale nepoužíváme stínovou sazbu ČNB, čímž se v modelu objevují až neuvěřitelně rozsáhlé úrokové diferenciály. Na toto naráží ve svém stanovisku i poradce M. Hlaváček i jeho poradce T. Havránek. SM přitom opakovaně argumentovala, že odhad naší stínové sazby není v zásadě možné udělat, protože na rozdíl od ECB, pro kterou máme určitý předpoklad o plánovaném objemu kvantitativního uvolňování, pro ČNB nemáme údaje o objemu intervencí v budoucnu. Otázkou ale je, zda bychom nemohli box 3 dotáhnout dále, když bychom se pokusili o určitý odhad naší stínové sazby, například s vědomím, že na minulosti jsme schopni zhruba odhadnout, co znamenaly operace ECB pro objem našich intervencí.

V. Benda (v diskuzi o boxu 3): Tlumočí zajímavý dotaz své poradkyně D. Hájkové na index reálných měnových podmínek na str. 20 v MPD, v kterém je kurzová i úroková složka uvolněná v celém predikčním horizontu. Index zůstává uvolněný i po exitu a tedy i po tom růstu úrokových sazeb. Intuitivně by přitom bylo možné očekávat konvergenci k nule.

Odpověď SM: K boxu 3 SM uvádí, že tento box není určen pro zveřejnění, protože by SM nechtěla avizovat navenek, že nás začíná znepokojoovat rychlost nárůstu bilance ČNB. Z pohledu SM nadále platí, že dokud máme kurzový závazek, tak automaticky neutralizujeme jakékoli dopady kvantitativního uvolňování ECB a jejich záporných stínových sazeb prostřednictvím našich intervencí. Zahraniční stínové sazby v našem modelu bezprostředně ovlivňují pouze kurzový vývoj, nikam jinam nevstupují. Pokud v prognóze pracujeme s předpokladem fixního kurzu do

poloviny roku 2017, pak snaha odhadovat domácí stínovou sazbu nemá opodstatnění, neboť v rámci režimu kurzového závazku jakýkoli vliv zahraničních stínových sazeb automaticky „odintervenujeme“. Stínové sazby eurozóny začnou mít relevanci po vystoupení z kurzového závazku. Po exitu ale s žádnými dalšími intervencemi v prognóze nepočítáme, přičemž domácí stínové sazby nejsou navázány na velikost bilance, ale na rychlost jejího růstu. V rámci managed floatu po opuštění závazku by tak naše stínové sazby měly konvergovat k sazbám tržním. Otázkou tak je, k čemu by nám odhad domácích stínových sazeb byl. Do exitu jsou irelevantní, po exitu už žádná stínová sazby nebude.

M. Hampl (v diskuzi o boxu 3): K tomu, abychom věděli, jaký je úrokový diferenciál a jak relativní změna tohoto diferenciálu ovlivňuje relativní změnu bilancí.

Odpověď SM: V tomto smyslu je zajímavé, že dlouho ta naše bilance ve vztahu k HDP narůstala úměrně růstu bilance ECB. To v zásadě znamená, že naše intervence víceméně vyvažovaly zahraniční negativní stínovou sazbu. Rychlost nárůstu naší bilance se zřejmě výrazně zvýší, protože se projeví vliv zvýšených intervencí v září, říjnu a listopadu. Dle názoru SM se zde již ale nejedná o vyvažování nějakého implicitního úrokového diferenciálu, ale o to, že většina spekulantů hraje na očekávané posílení kurzu po exitu, které jakýkoli stínový úrokový diferenciál převáží.

M. Hampl (v diskuzi o boxu 3): My nevíme, jak je tento diferenciál velký, protože se ho nesnažíme počítat. Reagoval pouze na to, co SM říkala posledně, že diferenciál nelze spočítat, protože neumíme odhadnout rozsah intervencí. Tento box říká, že my bychom nějaký odhad toho, jak velké ty intervence budou, udělat mohli.

Odpověď SM: Je to ale pohyb v kruhu. Proč bychom chtěli odhadovat své budoucí intervence?

M. Hampl (v diskuzi o boxu 3): Kvůli tomu, abychom měli sazbu, která je konzistentní se zahraniční sazbou.

Odpověď SM: SM se jinými slovy snaží říci, že uvolnění působí skrze kurzovou složku. Kdybychom se snažili vypočítat nějakou stínovou sazbu, pak bychom ji jednoduše spočítali jako takovou úrokovou sazbu, která by byla je konzistentní s kurzem na 27 CZK/EUR při simulaci s volným kurzem. Pravděpodobně by tak naše stínová sazba byla na podobné úrovni, jako je stínová sazba ECB. SM nicméně argumentuje, že kvantitativní složka měnové politiky nehraje roli, že je nárůst bilance ČNB něčím, co není součástí měnové politiky.

M. Hampl (v diskuzi o boxu 3): S tímto souhlasí. Pro to naše uvažování by ho zajímalo, jestli by ten diferenciál stínových sazeb měl nějaké implikace.

Odpověď SM: SM diskutuje slidy 47-50 své prezentace, na kterých je uvedeno základní nastavení indexu měnových podmínek. V něm je kurzová složka uvolňovaná tím, že nám reálná rovnovážná apreciacie začíná utíkat. To odpovídá současně i na dotaz V. Bendy, proč kurzová složka po opuštění kurzového závazku nezmizí. Je to proto, že nám mezitím začne utíkat rovnováha a my jí do toho horizontu prognózy nestačíme dohnat tím, co předpokládáme o nominálu. SM na slidu 47 prezentuje i alternativní nastavení indexu reálných měnových podmínek pomocí modelu FAVAR, který bere do úvahy i ostatní indikátory finančního resp. měnového cyklu jako jsou sazby vládních dluhopisů nebo sazby z úvěrů pro podniky s krátkou maturitou. Tyto indikátory jsou ovlivněny tím, že na určitých segmentech finančního trhu vlivem očekávání na exit došlo k propadu sazeb do hlubokého záporu. Index měnových podmínek založený na modelu FAVAR

ukazuje na další plíživé uvolňování měnových podmínek. Není to tedy tak, že by SM nedokázala ilustrovat rozsah uvolnění měnové politiky, když neznáme efekt velikosti bilance na stínové sazby v ČR. Určitým způsobem aproximace stínové sazby je také scénář s volnými sazbami, ve kterém neintervenujeme, a který ilustruje, jak záporné by naše sazby musely být, abychom mohli vyvážit vliv zahraničí. Zavedení stínových sazeb ECB do modelu bylo přitom motivováno právě dopady politiky kvantitativního uvolňování na scénář s volnými sazbami.

L. Lízal (v diskuzi o záporných úrokových sazbách): Táže se SBO na její příspěvek k měnověpolitickému doporučení (dále jen MPD), konkrétně na její argumentaci proti použití negativní úrokových sazeb. Pokud tuto argumentaci zjednoduší, tak SBO říká, že na jednu stranu je už pozdě, na stranu druhou existuje signální efekt záporných sazeb.

P. Řežábek (v diskuzi o záporných úrokových sazbách): Komentuje vyjádření SBO v MPD „Navzdory pokračujícímu tlaku spekulantů nejsme názoru, že nastal čas na zavedení záporných sazeb, nadále proto doporučujeme zachovávat stoický klid.“. K tomuto poznamenává, že nákup EUR na trhu ze strany ČNB v září výrazně akceleroval, říjen byl ještě vyšší, takže v součtu za tyto dva měsíce byl objem intervencí vyšší, než tomu bylo po zavedení kurzového závazku na konci roku 2013. To je samo o sobě alarmující číslo. Dále připomíná, že 25. dubna byla porada s experty k záporným sazbám, na které bylo ale řešeno spíše možné použití záporných sazeb pro další uvolňování měnové politiky, jejich role ve střetu se spekulanty nebyla výrazně akcentována. Riziko potenciálně velkých nákupů v relativně krátké době není podle jeho názoru v MPD příliš vysvětleno. Domnívá se, což prezentoval i na poradě s experty v dubnu, že výrazně záporná sazba v řádu více procent na přírůstek vkladů korun by mohla spekulace minimálně nabourat a mohla by snížit celkovou sumu, kterou centrální banka musí sterilizovat. Dotazuje se SBO, pokud ještě nenastal čas pro zavedení záporných sazeb, tak kdy ten čas může nastat. Dává ke zvážení zopakování porady s experty k záporným úrokovým sazbám, která by zaktualizovala podklady, přispěla by k výměně názorů v rámci obměněné bankovní rady, a která by mohla diskutovat možnosti řešení nejenom v rámci uvolnění měnových podmínek, ale i v rámci boje proti spekulativním transferům.

Odpověď SBO: Z příspěvků SBO je jasné, že záporné úrokové sazby nevidí jako užitečný nástroj. Ohledně časování použití záporných sazeb a ohledně toho, jestli je nebo není pozdě je použít, se SBO domnívá, že vzhledem k tomu, jak jsme poměrně hodně určití o časování exitu, pak by úrokové sazby musely být masivně záporné, aby vůbec mohly reálně odvrátit nějaké spekulativní toky. V době, kdy přemýšlíme o vystoupení z kurzového závazku a kdy již není potřeba dále uvolňovat měnové podmínky, se toto SBO nezdá jako myslitelné. Signální efekt záporných sazeb v rozsahu několika desítek basis pointů by podle SBO musel být interpretován jako známka slabosti ČNB, resp. jako indikace toho, že nechceme dále nakupovat eura do naší bilance. To by podle SBO vedlo k tomu, že bychom nakoupili ještě více EUR, protože by to přilákalo spekulanty, kteří si budou myslet, že ze závazku vystoupíme švýcarským způsobem.

Odpověď SM: Souhlasí s interpretací SBO. Pravděpodobně jsme nyní v té fázi režimu, kdy budou intervence v řádu několika miliard EUR za měsíc normální až do exitu. Na toto se musíme spíše mentálně připravit, než abychom se proti tomu snažili něco dělat. Pakliže platí teze, že se exportéři zatím nezajistili, a že se to budou snažit stihnout, pak to bude znamenat tlak na ještě větší nákupy korun.

Odpověď SM: Porada s experty k záporným sazbám je spíše na bankovní radu, aby si řekla, že o ní má zájem, nebo nikoli.

M. Hampl (v diskuzi o experimentálním indexu inflace): Komentuje propočet experimentální inflace se zahrnutím cen nemovitostí, který se poprvé objevil v minulé velké SZ, a který SM navrhuje nezveřejňovat. Domnívá se, že jsme posledně propásli okamžik zveřejnit tuto informaci ještě před tím, než se o tomto veřejně debatuje, a než je ve veřejném prostoru komentováno, že centrální banka na tuto problematiku nemyslí. Je otázkou, jestli by nebylo vhodné odhad experimentální inflace zveřejnit nyní. Na toto eventuální zveřejnění nemá úplně silný názor, na jednu stranu by zveřejnění upozornilo na to, že s tímto pracujeme, na druhou stranu by to ale mohlo vypadat, že jsme k tomu byli dotlačeni, a že jenom reagujeme na to, co ten veřejný prostor sám vygeneroval.

T. Nidetzký (v diskuzi o experimentálním indexu inflace): K experimentálnímu výpočtu inflace navazuje na M. Hampla v tom, že by se nebál ho zveřejnit a vyslat tak signál že se tímto tématem seriózně zabýváme. Podle jeho názoru je výpočet velice dobře zpracovaný.

J. Rusnok (v diskuzi o experimentálním indexu inflace): Nehlásí se k tomu zveřejňovat text k rozšířenému měření inflace včetně cen nemovitostí. Stále se jedná o náš do jisté míry experimentální výpočet, navíc to může vypadat, že jsme pod tlakem toho zveřejnění.

Odpověď SM: SM po diskuzi o metodologii experimentálního indexu v minulé SZ považovala za domluvené, že se nadále bude zahrnovat „v modrém pojetí“, které není určeno ke zveřejnění. Subindex CPI s OOH, který je blízko pozorované hodnoty CPI, se brzy stane headlinovým číslem ČSÚ. CPI upravený o HPI zůstává nadále pouze naším experimentálním pohledem na věc. SM tihne k názoru pana guvernéra index sledovat, ale nezveřejňovat. Minimálně do vystoupení z kurzového závazku SM doporučuje tento index nezveřejňovat, neboť by to mohlo vyvolat interpretace ve smyslu, že si ČNB začala chystat prostor pro nesplnění inflačního cíle a že souhlasí například s argumenty analytika J. Seidlera z ING, který volá po brzkém exitu.

M. Hampl (v diskuzi o experimentálním indexu inflace): Zmíněné články přišly až po tom, co jsme propočet provedli, se zveřejněním indexu jsme tak propásli okamžik, kdybychom mohli argumentovat, že jsme první.

Odpověď SM: J. Seidler k argumentaci ještě přidává to, že kdybychom do CPI přidali nemovitosti, ale naopak vyhodili pohonné hmoty a potraviny, tak nakonec najdeme ukazatel, který bude na 2 % a měli bychom ten exit udělat prakticky hned. Do tohoto typu debat bychom se neměli pouštět.

M. Hampl (v diskuzi o experimentálním indexu inflace): Ano to je absurdní úvaha.

J. Rusnok (v diskuzi o experimentálním indexu inflace): Zmiňuje i problematiku kompetencí, my nejsme ČSÚ, abychom sestavovali index spotřebitelských cen. Některé věci musí mít rázítka správného úřadu.

T. Nidetzký (v diskuzi o experimentálním indexu inflace): Sledoval záměr popíchnout zveřejněním indexu ČSÚ, ale je pravda, že sestavování indexu spotřebitelských cen není naše role.

Odpověď SM: ČSÚ index se zahrnutím house price index zveřejňovat nebude, protože to není statisticky a metodologicky čistá věc.

M. Hampl (v diskuzi o experimentálním indexu inflace): ČSÚ by index sestavil, pouze pokud by ho k tomu k tomu donutil Eurostat, který se k tomu ale nechystá.

J. Rusnok (v diskuzi o experimentálním indexu inflace): Při pohledu na Lorenzovu křivku je rád, že to ČSÚ neudělal. Takovýto index může občas generovat nesmyslné růsty. Navíc se zde projevuje i nabídková strana trhu nemovitostí.

V. Tomšík (v diskuzi o citlivostním scénáři): Rovněž děkuje za zpracování nové situační zprávy, kterou V. Benda nazval jako „odeznívání“. Ze SZ má za sebe pocit, že se z pohledu makroekonomického vývoje za tři měsíce mnoho rozdílného nestalo a že SZ potvrzuje náš dosavadní pohled, což vnímá pozitivně. Dotazuje se na citlivostní scénář ohledně odlišného vývoje měnové politiky ECB. Pokud se tento scénář naplní, bude to znamenat velkou změnu pro naše okolí, ale i pro nás. Táže se s ohledem na to, co bylo prezentováno na slidech prezentace 38-39, jestli nejsme ohledně dopadů tohoto scénáře příliš optimističtí. SM v citlivostním scénáři říká, že i když se kvantitativní uvolňování ECB výrazně posune o 80 mld. EUR každý měsíc, tak stále budeme mít dostatečný buffer na to, abychom mohli v polovině roku 2017 vystoupit z kurzového závazku, aniž bychom se do něj museli následně vrátit. Sám ale velký buffer v našem citlivostním scénáři nevidí, při interpretaci dopadů scénáře z pohledu změn úrokových sazeb tento znamená, že nebudeme po opuštění závazku zvyšovat úrokové sazby tak rychle. Buffer, který nám tam zůstane, tak bude řádově jen 25-50 bodů, tedy pouze cca 1 až 2 snížení sazeb. Zároveň SM používá předpoklad, že kurz bude posilovat na 25,50-26 CZK/EUR. Táže se SM, zda nevidí velké riziko, že bychom při realizaci předpokladů citlivostního scénáře a při jeho přepracování do plnohodnotného alternativního scénáře museli výrazně posunout náš závazek do budoucna.

T. Nidetzký (v diskuzi o citlivostním scénáři): Děkuje za citlivostní analýzu ke kvantitativnímu uvolňování, která ukazuje dopady do reálné ekonomiky a jak je na něj naše rozhodování navázáno. Tato analýza si určitě zasluhuje další rozpracování možných scénářů a jejich dopadů. Důležité bude také rozhodnutí na nejbližších zasedáních ECB, které hodně napoví.

Odpověď SM: SM neinterpretuje citlivostní scénář tak, že by tam nebylo riziko odložení exitu. Naopak SM podmínky pro exit definovala tak, že bychom měli mít dostatečně velkou „hokejku“ v úrokových sazbách, abychom případně výraznější posílení kurzu byli schopni vstříbat pomocí pozvolnějšího zvyšování úrokových sazeb. Pokud bychom tedy v citlivostním scénáři předpokládali exit v polovině roku 2017, tak už tam vlastně zbývá v úrokových sazbách buffer ve výši pouze jednoho zvýšení.

V. Tomšík (v diskuzi o citlivostním scénáři): Je mu to jasné, SM tedy počítá s tím, že by se závazek musel naopak posunout.

V. Tomšík (v diskuzi o zajišťování exportérů): Táže se SBO na její vstup do MPD, kde SBO poprvé přichází s tím, „že se nemusí zcela naplnit teze o neexistující protistraně po exitu - touto protistranou mohou být právě nedostatečně zajištění exportéři“. Jedná se o argument, který jsme zatím na veřejnosti nikdy nepoužili, přičemž by s touto hypotézou bylo vhodné zacházet velmi opatrně. Při pohledu na naši konzistentní prognózu běžného účtu na rok 2017 je zřejmý nárůst exportu, ale rostou i importy, když jsou naše vývozy dovozně náročné, navíc porostou ceny ropy. Prognóza bilance běžného účtu je v přebytku 75 mld. Kč, tedy maximálně 3 mld. EUR za celý rok. My ale intervenujeme v řádech desítek mld. EUR, navíc je třeba započítat vliv finančního účtu. Nadále se tedy domnívá, že protistrana bude chybět. Každopádně by hypotéza s exportéry neměla opustit tuto budovu.

T. Nidetzký (v diskuzi o zajišťování exportérů): Velmi se mu líbil příspěvek SBO do MPD. Doposud jsme pracovali se čtyřmi předpoklady, proč by kurz neměl skokově posílit, jeden z nich teď SBO zpochybňuje vzhledem k chybějícímu zajištění exportérů. Osobně vnímá, že exportéři zajištění „promáchlí“, rád by si potvrdil, že je tomu skutečně tak a že s ohledem na vývoj na forwardových trzích nemůžeme počítat s předpokladem masivního zajištění exportérů v budoucnu.

J. Rusnok (v diskuzi o zajišťování exportérů): Na str. 43 SZ je v rámci vývoje úvěrů pro nefinanční podniky uvedeno, že je vykazována historicky nejvyšší míra úvěrů v EUR. Na tento fakt nesmíme zapomínat v našich úvahách ohledně zajištění exportérů. Pokud je v současnosti 25 % úvěrů v EUR, jedná se rovněž o zajištění svého druhu. Obdobně jako M. Hampl uvádí anekdotickou evidenci ze svých setkání s podnikateli, dle které řada z nich již dnes nekupuje tolik zajištění u bank, ale spoléhá na přirozené zajištění ve formě vyššího podílu dodávek v eurech, včetně energií, nájmu apod.

Odpověď sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): K diskuzi neexistence protistrany SBO uvádí, že nikdy nemyslela na to, že bychom cokoli na toto téma měli komunikovat navenek, debata v MPD je určena výhradně pro interní potřeby. Jeden z hlavních důvodů, proč se SBO domnívá, že teze o nedostatečně zajištěných exportérech může být relevantní, je její zkušenost zhruba z poloviny září. Tehdy se projevil jeden ze spekulativních útoků na spodní hranici závazku, SBO zaznamenala velké skokové toky, které vedly k prohloubení distorze na derivátovém trhu, čímž okamžitě velmi zdražilo zajištění, když pipsy na forwardech přesahovaly 400 bodů. Následně byla zřejmá panika ze strany exportérských klientů. Od té doby se situace uklidnila, pipsy klesly zhruba na úroveň zpřed touto epizodou, exportéři ale hedging neprovedli. Z dostupných informací o tocích na devizovém trhu a informací od bank tak SBO usuzuje, že se bude situace opakovat, že se exportéři budou hedgeovat opět v panice těsně před exitem. Velmi pravděpodobně k tomu dojde příliš pozdě a za vysokou cenu, nebo se exportéři před exitem vůbec nestihnou zajistit.

V. Tomšík (v diskuzi o zajišťování exportérů): A mohou vygenerovat větší poptávku, než odpovídá 3-4 mld. EUR přebytku běžného účtu?

Odpověď SM: Doplnuje, že prostor pro hedging nelze mechanicky odvodit jenom ze salda běžného účtu. Může docházet k zajišťování celého toku exportu, zatímco importéři se nemusí zajišťovat vůbec. Potenciálně tak hedging může být 80 % HDP za rok.

Odpověď SBO: SBO provedla odhad na základě minulého chování exportérů, ze kterého objem zajištění vycházel jako výrazně vyšší, kolem 50 mld. EUR. Vedle toho ale existují i efekty přirozeného zajištění exportérů, o kterých mluvil i pan guvernér, tedy hedging v bilanci a podobně. Tyto efekty SBO neumí odhadnout, ale vidí jako možnost, že hypotéza o chybějící protistraně nemusí být tak silná, jak jsme si mysleli v nedávné minulosti. SBO samozřejmě neodporučuje toto komunikovat navenek, zejména vzhledem k tomu, že zahraniční analytici argumentaci o chybějící protistraně v zásadě přijali.

V. Tomšík (v diskuzi o zajišťování exportérů): Tato argumentace tedy znamená, že bychom měli směřem k exportérům komunikovat, aby se zahedgovali včas.

Odpověď SBO: ČNB ale nemůže exportérům přímo radit.

Odpověď SM: SM již komunikaci tímto směrem posouvá. Nedomnívá se jako T. Nidetzký, že exportéři své zajištění prováhali, oni samozřejmě ještě nějaký čas mají, i když jejich náklady na zajištění mohou být výraznější než 27 CZK/EUR. Exportérům nemůžeme dávat explicitní návod na zajišťování se, protože pokud by kurz neposílil o tolik, kolik je stál hedging, obviňovali by ze svých ztrát nás. Můžeme ale upozorňovat na to, že během trvání závazku neexistuje garance zajištění 27 CZK/EUR, a že zajištění např. za 26,70 nemusí být nutně drahé. Exportéři by měli ve svých úvahách o zajištění jednak porovnávat, jestli je při dané ceně zajištění jejich podnikání nadále profitabilní, jednak posoudit riziko silnějšího kurzu. Pokud budou uvažovat tímto způsobem, pak by se měli pro zajištění sami racionálně rozhodnout.

J. Rusnok (v diskuzi o zajišťování exportérů): Do komunikace a návodů ve vztahu k firemnímu sektoru by se pouštěl jen velmi opatrně. Exportéři nejsou „nesvéprávné dětičky“, ve většině případů dobře vědí, co mají dělat. Domnívá se, že bychom se v naší komunikaci v této oblasti měli držet pravidla „méně je více“, nedávat tedy žádné návody, nebo dokonce směrnice, ohledně toho co se bude dít, a jak by měli exportéři reagovat.

M. Hampl (v diskuzi o zajišťování exportérů): S tímto hodnocením souhlasí, je zde ale riziko, že pokud učiní chybné rozhodnutí, tak svalí tu vinu na nás. Bylo by tedy vhodné, aby padly věty, které můžeme následně použít v reakci na takováto případná obvinění.

J. Rusnok (v diskuzi o zajišťování exportérů): Takováto upozornění ale již komunikujeme. Od samotných exportérů vnímá reakce, ze kterých je zřejmé, že naši komunikaci chápou, že vnímají, že možné opuštění závazku komunikujeme s velkým předstihem, a že to bude znamenat změnu kurzu a jeho určitou volatilitu. Naprostá většina exportérů s tímto posílením v podstatě počítá, a při změně kurzu o desítky haléřů až korunu nebude zásadněji postižena. Proto by naši komunikaci příliš neměnil jenom proto, že cítíme nižší úroveň obecného zajištění, než na kterou jsme byli zvyklí.

P. Řežábek (v diskuzi o zajišťování exportérů): Domnívá se, že podniky možná mohly argumentaci ohledně nepředpokládaného pohybu kurzu zkoušet na počátku kurzového závazku, v současné době, kdy parametry závazku poměrně podrobně komunikovány, pak už tuto komunikaci nemohou použít.

Odpověď SBO: SBO uvádí dopad poznámky pana guvernéra v jednom z jeho posledních rozhovorů, dle které nás jednotky procent posílení kurzu nebudou vzrušovat. SBO v reakci na toto zaznamenala analytické hodnocení, dle kterého toto bylo posledním varováním pro nezajištěné exportéry. Jasněji to již říci nelze.

T. Nidetzký: Vrací se ke svým oblíbeným „hokejkám“, kdy po opuštění závazku dochází ke skokové změně různých veličin. SM mu minule vysvětlila „hokejku“ ve vývoji úrokových sazeb po exitu. Druhá „hokejka“, protože na hokej chodí se dvěma hokejkami, se objevuje na straně 6 prezentace SM ve vývoji korigované inflace, která se pohybuje kolem 1,1 % a pak skokově narůstá. U této „hokejky“ mu chybí ekonomický příběh, kdy jsme u řady ekonomických ukazatelů na jejich potenciálu, resp. na velmi dobrých hodnotách, a potenciál dalšího růstu může být omezený.

Odpověď SM: Korigovaná inflace je cenový segment, který nejvíce odráží fundamentální makropříběh prognózy. Ten je takový, že odeznívají dovážené protiinflační tlaky, zároveň bude domácí ekonomika generovat inflační tlaky prostřednictvím růstu mezd a přes Balassa-

Samuelsonův efekt. Měli bychom tak pozorovat tlak na o něco rychlejší růst cen obchodovatelných statků a ještě ve větší míře tlak na růst cen neobchodovatelných statků jako jsou služby. Výsledná 2% inflace odráží její dlouhodobou rovnovážnou hodnotu konzistentní s plněním inflačního cíle. U těch cen neobchodovatelných statků SM již zaznamenala určité zrychlení, což dává naději, že by se Balassa-Samuelsonův efekt, který byl popsán v boxu v minulé SZ, konečně mohl začít viditelněji projevovat. U odeznívání vnějších protiinflačních tlaků SM zatím zaznamenala odeznívání poklesu cen ropy, předpoklady prognózy implicitně znamenají, že se přidá i ten růst „neropných“ výrobních cen v eurozóně.

V. Benda: Dotazuje se na mezeru marží na str. 12, kde nárůst inflace vede k jejímu uzavírání. Netlačí ale naopak otevřená mezera marží na své uzavření prostřednictvím nákladových faktorů inflace? Tedy není zde obrácená kauzalita?

Odpověď SM: Mezera marží otevřená do záporu znamená, že jsou ceny níže vůči tomu, jak se doposud vyvíjely náklady. Nákladové tlaky se budou promítat do cen i v budoucnu, což bude mít tendenci mezeru marží uzavírat, vedle toho v reakci na posílení kurz půjdou náklady dolů rychleji než ceny. Kombinace těchto dvou vlivů mezeru marží uzavře.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

V. Benda: Ze svého pohledu považuje za pozitivní, že se prognóza v podstatě už půl roku naplňuje. Ekonomické oslabení, ke kterému došlo po vyprchání efektů EU fondů je v rámci očekávání, růst je relativně robustní. Rozložení tahounů růstu je rovnoměrné mezi zahraniční a domácí poptávkou. Jako varující vnímá vývoj investic, resp. hlubší než očekávaný pokles investic soukromého sektoru. Vzhledem k tomu, že na straně trhu práce dochází k dalšímu utahování, k dalšímu poklesu nezaměstnanosti a na prognóze k zpomalování růstu zaměstnanosti, tedy že se v podstatě blížíme k bodu plné zaměstnanosti, pak nám investiční vývoj ukazuje, že ekonomický růst nadále zůstává relativně extenzivní. Chybí zde jeho kvalitativní složka, z čehož vnímá poměrně závažné riziko pro ekonomickou konvergenci české ekonomiky v budoucnu. A to i vzhledem k tomu že prognóza očekává poměrně stabilní tempo růstu produktivity. Co se týče vývoje inflace a vývoje jejích hlavních indikátorů, vnímá tuto situační zprávu jako situační zprávu naplňování a odeznívání. Odeznívají zahraniční inflační tlaky, odeznívají dopady cen komodit a odeznívají sankční opatření Ruska vůči českým a domácím producentům zemědělských produktů a potravin. Na druhé straně dále pokračuje úprava prognózy inflace mírně směrem dolů. Na horizontu měnové politiky sice inflace mírně přestřeluje cíl, vzhledem k opuštění kurzového závazku ale v tuto chvíli není schopen říci, jestli 2% růst inflace v tomto momentu považuje za dostatečnou záruku toho, že po exitu nebude problém s udržení inflačního cíle. Když k tomu připočte riziko posunu konce kvantitativního uvolňování ECB, tzn. riziko prodloužení a velmi pozvolného taperingu kvantitativního uvolňování ECB, tak vidí závažné riziko pro dodržení našeho závazku exitu v druhém čtvrtletí roku 2017, resp. v případě měkkého závazku bankovní rady v polovině roku 2017. V tuto chvíli nevidí důvod pro změnu nastavení parametrů měnové politiky. U rizika ohledně politiky ECB je třeba nejprve vidět, že se naplňují. Zde ale nevidí důvod pro změnu závazku, pro posun úrovně devizového kurzu. Vidí ale riziko případné debaty o odsunutí závazku pokud se naplní riziko prodloužení a zmírnění taperingu ECB.

L. Lízal: Prognóza se naplňuje, své dotazy k ní již vznesl na otevřené části jednání. Ohrazuje se vůči tvrzení z MPD, dle kterého „někteří členové bankovní rady v minulosti komunikovali, že si záporné sazby umějí představit jako nástroj bezprostředně před ukončením kurzového závazku“, což je i formulace, kterou mu při minulé SZ přičkl T. Holub. V předmětném rozhovoru, který poskytnul, je ale formulace „použitelný ve spojitosti“, o časování zavedení záporných sazeb v něm nebylo nic uvedeno. K posunům významu tak může dojít i uvnitř ČNB a nikoli pouze v mediálním světě.

V interpretaci současné situace se odpichuje od doporučení SM a zejména od jejího hodnocení rizik jako vyrovnaných. Toto hodnocení vnímá jako lhaní si do kapsy. Jak již zmiňoval V. Benda, citlivostní scénář odložení vystoupení ECB z kvantitativního uvolňování ukazuje, že v případě jeho realizace jsou naše scénáře neudržitelné, a že pak neplatí náš slib ohledně trvání kurzového závazku. Jinými slovy máme jeden zásadní faktor, který v okamžiku naplnění rizika povede patrně k přehodnocení nastavení naší měnové politiky. Z tohoto pohledu vnímá, že je to poněkud intelektuálně nepoctivé říkat, že jsou rizika vyrovnaná. Další dvě rizika, která vnímá, jsou z hlediska zdrojů spíše domácí. Prvním rizikem je to, že současný fiskální rok patrně skončí mírným přitažením financí a nikoli expanzí. To je ale spíše jen kosmetická změna. Za relevantnější faktor považuje diskuzi ohledně investic. Riziko, že investice privátního sektoru zůstanou utlumené i v druhé polovině roku vnímá jako poměrně relevantní. Pokud platí naše hypotéza o provázání soukromých investic s evropskými fondy, pak jejich rozběh nebude rozhodně tak rychlý, jak doufáme. Zde tedy vidí druhé významné riziko směřující protiinflačním směrem, přičemž jeho materializace může být docela rychlá. Poslední věc, u které by se rád pozastavil, je jeho provokativní dotaz na SBO, zda už je pozdě se zavedením záporných úrokových sazeb. Vycházel totiž z toho, že při diskuzi na schůzce s experty ohledně toho, jestli je možné záporné sazby použít pro další uvolnění měnové politiky, jak SM, tak SBO zaujímaly postoj, že tento nástroj nepotřebujeme a že s jeho aplikací můžeme počkat. Nyní mu SBO říká, že už je pozdě, protože by si to trh vyložil jako slabost. Vnímá zde nekonzistenci a to, že si SBO se SM měly vyříkat, kdy byl čas na zavedení záporných sazeb. Optimální čas byl asi v létě, kdy se na trhu nic nedělo, a kdy jsme si mohli nastavit si dobrou výchozí pozici pro exit. Tento čas jsme propásli, záporné úrokové sazby by ale bylo možné zavést v případě možného neočekávaného kroku ECB. V tuto chvíli nechce sochat nějakou změnu nastavení měnové politiky, koneckonců žádný jiný návrh na stole není. Upřímně řečeno měl ale pokusení takovýto návrh sestavit. Odpověď SBO, že by si to trh vyložil jako slabost, ho od tohoto ale odradila.

V. Tomšík: Vyjadřuje se k domácí ekonomické situaci, k tématu konvergence a k tématu citlivostního scénáře. Máme k dispozici novou prognózu, která je poslední prognózou pro tento rok. Je pro něj podstatné, že prognóza inflace a měnově politické inflace na horizontu nejúčinnější transmise měnové politiky směřuje k cíli a dokonce mírně nad něj. To je něco, co jsme vždycky chtěli, abychom v okamžiku opuštění kurzového závazku měli nějakou rezervu, abychom se k němu nemuseli vrátit. Kvituje, že je udržitelnost jádrové inflace dána zejména domácím ekonomickým vývojem a vývojem na trhu práce. To vnímá jako dlouhodobě udržitelné. Navíc odeznívají faktory, které doposud tlačily celkovou inflaci dolů, tedy ceny potravin a ceny ropy. Tempo ekonomického růstu vnímá jako udržitelné, i když možná ne na těch úrovních, na které jsme byli zvyklí před krizí. K tomuto udržitelnému ekonomickému růstu přispívá i měnová politika svými nízkými úrokovými sazbami a udržováním kurzového závazku. Zároveň se v něm pozitivně odráží i stále nízké ceny ropy a pozorované ožívování poptávky v zahraničí. Z hlediska míry ekonomické konvergence asi není možné očekávat její růst jako v předkrizovém období. Na

druhou stranu to ale z pohledu plnění inflačního cíle není tak zásadní. Tato země někam dokonvergovala, z pohledu životní úrovně by byla vyšší konvergence dobrá, z pohledu udržení cílové inflace kolem 2 % ho ale nižší míra konvergence netrápí. Nižší míra konvergence je také jedním z důvodů, proč by kurz nemusel po opuštění závazku skokově posílit, když dlouhodobě bude posilovat právě v úrovni konvergence. K citlivostnímu scénáři poznamenává, že mezi riziky prognózy je z pohledu vnějšího vývoje uveden pouze výsledek referenda Spojeného království na zahraniční poptávku. Není tam vůbec uveden vývoj v eurozóně, který je pro nás naprosto zásadní. Nadále vnímá platnost našeho slibu ohledně kurzového závazku, dle kterého nezačneme zpříšňovat měnovou politiku, tedy neuvolníme kurzový závazek, dříve než v 2. čtvrtletí 2017. To, co vidíme v citlivostním scénáři, ale ukazuje, že možná bude relevantní trhu zopakovat, že je prognóza postavena na určitých předpokladech ohledně vývoje zahraniční měnové politiky. Pokud se nedostaví situace, kdy bychom mohli zpříšňovat měnovou politiku, aniž bychom se museli v budoucnu znovu vracet k nekonvenčním nástrojům měnové politiky, pak s tímto zpříšňováním nezačneme. Podmínkou pro zpřísnění měnové politiky jsou přitom udržitelné inflační tlaky na prognóze. Domnívá se, že je na místě si říci, že vidíme velkou nejistotu ohledně rychlosti návratu inflace v eurozóně k cíli. Souhlasí ale s tím co již zaznělo, že kvůli této nejistotě není korektní dávat na stůl další dodatečné uvolnění měnových podmínek. Se změnou můžeme počkat na případnou materializaci nejistoty, která se může projevit při dalších zasedáních ECB.

P. Řežábek: Při pohledu na vnější svět s ním hýbe nejenom BREXIT, ale i potenciální zvýšení sazeb v USA a americké volby. Polovina z toho bude rozhodnuta příští týden. Otázkou je pak reakce FEDu, která může mít celkem velký dopad na kurz EUR/USD a následně to pro nás může znamenat i další implikace. Pro eurozónu byl zmíněn lepší vývoj HDP letos a jeho horší výhled na delší období, což samo o sobě podporuje argumentaci V. Tomšíka ohledně rizika nižší inflace v eurozóně. V diskusi o prodloužení kvantitativního uvolňování ECB se domnívá, že toto prodloužení může být velice reálné. Do toho vstupuje to, že se nedohodl OPEC, a že ceny ropy začaly opět padat, což může znamenat riziko pro naplnění výhledů růstu cen pohonných hmot. V ČR klesá nezaměstnanost na hladinu, která se blíží nejnižším úrovním v předkrizovém období, což je samo o sobě riziko. Otázkou je, zda se toto projeví v růstu investic, nebo jestli bude větší tlak na dovoz zaměstnanců, nebo jestli nebude naplněn potenciál z důvodu nedostatku pracovní síly. Výhled HDP pro Českou republiku je zatím poměrně optimistický, již nějakou dobu ale přetrvává riziko nedostatečného růstu investic. U něj z různých důvodů vnímá riziko odsunutí jejich oživení do pozdějšího období. Nedomnívá se, že se celkově situace vyjasňuje, problémy nadále přetrvávají. To, co zmínil jako svůj poslední bod v první otevřené části jednání ohledně záporných úrokových sazeb a případné nové porady s experty na toto téma, byla příprava na exit. V souvislosti se zavedením záporných sazeb se exit zatím příliš nediskutoval, přičemž by tyto podle jeho názoru mohly bránit spekulantům. Souhlasí s tím, že několik desetin procenta by nic neřešilo, zůstává zastáncem tvrdšího sankcionování přírůstků spekulativních vkladů v řádu více procent. Jak již uvedl na poradě s experty, tato hranice by mohla být kolem 3 % až 5 % nebo i výrazně výše. Je to záležitost technického výpočtu. Konkrétní kalibrace úrovně záporných sazeb by se měla řešit na poradě s experty, po které volá. Jde zde i o kredibilitu ČNB, protože se v budoucnu mohou objevit diskuse, proč ČNB včas nezavedla záporné sazby. Podle toho co slyší na trhu, se objevuje další hráč, který shromažďuje finanční prostředky na spekulaci proti koruně, konkrétně BH Securities. Protože se předchozí porada s experty týkala podle jeho názoru spíše dalšího uvolnění měnové politiky, nyní bychom se měli bavit spíše o přiblížení k exitu a diskusi o

tom, jestli má cenu bránit spekulativnímu kapitálu, jaké to bude mít mediální i finanční náklady či úspory.

T. Nidetzky: Chce ještě jednou poděkovat za prognózu, ke které má čtyři závěry. První je, že s ohledem na nevýznamný posun té stávající prognózy oproti té předchozí se logicky nemění její vyznění. Domnívá se, že rizika prognózy jsou nadále vyrovnaná. Co se týká otázky ECB a její další politiky kvantitativního uvolňování, domnívá se, že nám rozhodnutí ECB určitě napoví, ale spíše v oblasti rychlosti implementace kroků v měnové politice, než že by mělo významným způsobem měnit směr nebo hloubku přijatých nástrojů. Do budoucna považuje za důležité to, že se s ukončením kurzového závazku budou zvyšovat spekulativní aktivity. Ty mohou mít dopad na finanční stabilitu. Této oblasti bychom tak měli do budoucna věnovat ještě větší pozornost.

J. Rusnok: Také chce poděkovat za SZ a její analytický a prognostický přínos. Děkuje i poradci za jeho stanovisko, které je také velice užitečné pro vnímání té reality, která není vůbec jednoduchá. V ekonomice se střetává řada konfliktních tendencí, zatím zažíváme unikátní chvíli, která vypadá rovnovážně. Nová prognóza víceméně potvrdila prognózu předchozí, takže v tomto směru asi mnoho důvodů pro změnu našeho nastavení měnové politiky nenajdeme. Debata ohledně citlivostního scénáře je určitě závažná, což jsme ale nikdy nezakrývali. Příznává se, že v tuto chvíli nemá žádné dobré odpovědi ani silnější očekávání, domnívá se, že ohledně budoucího vývoje nevíme téměř nic. Samotná ECB je v tomto směru dosti tajemná. Při pohledu na vývoj inflace v eurozóně je zřejmé její pomalé ožívání. Připomíná, že mentálně pro celou velkou část eurozóny znamená jakákoli inflace mezi 0 a 2 % v podstatě plnění jejího inflačního cíle. I když je inflační cíl ECB definovaný jako „blízko 2 %“, nějaký člověk z Bádenska-Württemberska může cítit inflaci blízko 2 %, i když bude rovna 0,4 %. V rámci citlivostního scénáře podle něj stejně nemáme úplně jasno ohledně způsobu případného pokračování kvantitativního uvolňování eurozóny. Domnívá se, že ECB do budoucna nebude určitě pokračovat v plnění těch 80 mld. EUR, pokud bude v kvantitativním uvolňování pokračovat, tak zřejmě zvolí nějaké kompromisní řešení zužování jeho rozsahu nějakým „trychtýřem“. Otázkou také je, jaký to může mít vliv na nás. Na jednu stranu povede pokračování kvantitativního uvolňování k nárůstu inflace v eurozóně, což pro naši inflaci není špatně. Na druhou stranu bude na trhu více eur. Je tedy otázkou, jestli se tyto dva vlivy složí do nějakého vektoru, který pro nás bude nepříznivý. Na všechny tyto otázky v tuto chvíli asi nemáme odpovědi. Domnívá se, že dnešní rozhodování je spíše o naší komunikaci. Ohledně opuštění našeho závazku v polovině roku 2017 jsme opakovaně komunikovali, že ho vidíme jako za daných podmínek nejpravděpodobnější. Zároveň jsme ale uváděli, že je toto opuštění podmíněno dosažením našich podmínek respektive cílů. Pokud těchto cílů nebude dosaženo, pak budeme závazek prodlužovat. Obavu ze ztráty kredibility tedy nemá, protože jsme něco takového signalizovali pro případ realizace nepříznivých scénářů. Můžeme v dnešní komunikaci zdůraznit, že jsme se zabývali citlivostním scénářem, resp. situací v zahraničí. Hlásil by se tak k doplnění mezi nejistoty, jak zmiňoval V. Tomšík.

P. Řežábek: Komunikaci ČNB vnímal tak, že jsme učinili tvrdý závazek, že kurzový závazek nebude opuštěn v prvním čtvrtletí. Následně byla komunikována pravděpodobnost, kdy k exitu dojde. Dnešní diskuse tak není o prodlužování závazku, ale o tom, že není zájem dávat další tvrdý závazek.

L. Lízal: Dívá se na opuštění závazku optikou, jakou jsme do něj vstupovali. Obecně platí, že prognóza a MPD jsou materiály SM, rozhodnutí ohledně toho, jakým způsobem postupovat,

přísluší bankovní radě. Připomíná debatu, kterou vedl již v roce 2013, že pokud se neobjevuje nějaký alternativní návrh rozhodnutí, pak instituce jako celek reaguje se zpožděním „až po vrcholu vlny“. Volá tedy po tom, aby SM v případě svých pochybností připravila i návrhy variantního rozhodnutí, o kterých by bankovní rada mohla přemýšlet. Pokud má bankovní rada na stole jenom jedno rozhodnutí, může maximálně vyjádřit, zda jí tento návrh vyhovuje či nikoli. Chybí ale modelová práce za tím, co by znamenalo udělat něco jiného, kterou bankovní rada neudělá.

V. Tomšík: Rozumí tomu, po čem L. Lízal volá. Domnívá se ale, že před alternativním návrhem rozhodnutí bude nutné citlivostní scénář, který dnes není určen ke zveřejnění, nejprve překlomit do reálné alternativy. To bude možné za ty tři měsíce, kdy již budeme vědět, jak ECB rozhodla, zda prodloužila své kvantitativní uvolňování a v jaké formě. V tuto chvíli by nechtěl zahrnout citlivostní scénář ani mezi rizika, protože říci, že to, co dělá naše partnerská organizace ECB, je riziko, mu připadá jako velmi tvrdé.

J. Rusnok: Tlumočí názor nepřítomného M. Hampla, který je pro doporučení sekce měnové, tedy pro ponechání sazeb a pro potvrzení závazku ČNB v případě potřeby intervenovat.

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

Zapsal: Michal Hlaváček, poradce bankovní rady