

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 22. prosince 2016

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 8. situační zprávy

J. Rusnok: Děkuje za prezentaci i situační zprávu (dále jen SZ) a zahajuje diskuzi.

M. Hampl: Zatímco na straně spotřebitelů trvá optimismus a spotřebitelská poptávka je silná, růst průmyslové produkce a produktivity je nižší, než byl očekáván. Jak tuto nejistotu sekce měnová hodnotí? Děkuje za zpracování boxu o vývozech, nicméně pořád chybí jasné vysvětlení jejich poklesu.

Odpověď sekce měnové (dále jen SM): Nejistoty se v ekonomice pouze nezvyšují. Je pozitivní, že se potvrdila hypotéza o tom, že nedojde k trvalému zpomalení růstu spotřeby. ČSÚ dokonce slabě revidoval údaj o spotřebě ve 2. čtvrtletí nahoru a růst spotřeby ve 3. čtvrtletí přesně odpovídá prognóze. Druhá pozitivní zpráva se týká investic. Investice rostly i v kategoriích, které přímo nesouvisí s evropskými fondy. Oproti tomu se jako nová nejistota objevil pokles vývozu, které se ve 3. čtvrtletí odpoutaly od standardních ukazatelů efektivní zahraniční poptávky a jejich říjnový růst je ještě nižší než ve 3. čtvrtletí. Bude to téma, které bude podrobně zpracováno v 1. SZ příštího roku. Nicméně SM zatím nemá evidenci o tom, že se jedná o počátek nového trendu. Data spíše ukazují, že se jedná o krátkodobou odchylku.

M. Hampl: Bylo do stínových sazeb euriboru promítnuto posunutí kvantitativního uvolňování ECB o 9 měsíců? Nemělo by mít větší vliv?

Odpověď SM: Relativně malá změna stínových sazeb euriboru je dána tím, že ex-post měl být nárůst stínových sazeb pro variantu jednorázového ukončení kvantitativního uvolňování v březnu strmější. Protože tuto chybu SM nechce dále propagovat, je vliv prodloužení na aktualizovaný výhled slabší, než by odpovídalo mechanickému odpočtu.

M. Hampl: Od počátku zavedení kurzového závazku jsou údaje o objemu mezd a platů z podnikové statistiky vyšší než údaje z národních účtů, přičemž do té doby to bylo obráceně. Je zde nějaká souvislost?

Odpověď SM: Rozdíl statistik mezd a platů v podnikových statistikách a v národních účtech může souviset s fází hospodářského cyklu, kdy se v ekonomice mění váha velkých a malých podniků. Nicméně se zavedením kurzového závazku to přímo nesouvisí.

L. Lízal: V boxu o poklesech vývozu chybí úvahy o vztahu tohoto poklesu k dovozům, které také vykázaly vysoký pokles. Nemůže se jednat o statistické artefakty typu frontloading, což se v minulosti již stalo?

Odpověď SM: Chyba prognózy dovozů i vývozu byla stejným směrem, což je logické, neboť dovozní náročnost vývozu je značná. Nicméně chyba u dovozů byla menší než u vývozu, což vede k tomu, že u čistých vývozu je chyba záporná. To souvisí s tím, že investice, jakožto další dovozně náročná položka, rostly naopak rychleji, než předpokládala predikce.

L. Lízal (v diskuzi o poklesu vývozu): Týká se tedy chyba prognózy dominantně vývozu?

Odpověď SM: Ano.

L. Lízal: Proč je v grafu stínových sazeb euriboru prodloužen horizont? Graf obvykle končí s horizontem měnové politiky, což je jeden a půl roku. Nyní graf končí v roce 2021. Proč tomu tak je?

Odpověď SM: Prezentace delšího výhledu stínových sazeb euriboru je nestandardní, ale pouze z prezentačního hlediska. SM sice obvykle prezentuje výhled těchto sazeb pouze do konce predikčního horizontu, ale z hlediska prognózy to nestandardní není. Model vždy s nějakou váhou pracuje i s výhledy za horizontem prognózy, neboť v modelu jsou vpředhledící mechanismy, takže např. pro prognózu pro rok 2018 jsou důležité také předpoklady pro rok 2019. Tento delší horizont je nyní důležitý i pro pochopení posunů v simulacích. Jeden z důvodů, proč dochází k přehodnocení domácích úrokových sazeb pro rok 2018 nahoru, je to, že model předpokládá růst stínových sazeb euriboru ve vzdálenějším období. SM se domnívá, že je to zajímavá informace, která ukazuje, že z trhu mizí názory, že úrokové sazby zůstanou napařád nízké a že nekonvenční měnová politika bude trvat věčně. ECB sice prodloužila program kvantitativního uvolňování o 9 měsíců, ale snížila objemy nákupů o 20 mld. euro, což trh vnímá jako signál, že nekonvenční politika bude v budoucnu opuštěna a že se v budoucnu úrokové sazby vrátí do mírně kladného pásma. Ukazuje se, že nálada na trzích ohledně delších horizontů se může začít relativně rychle měnit. To také snižuje nekonzistenci ve výhledech zahraničí, kdy analytici očekávali poměrně rychlý návrat inflace nad 1,5 % a ekonomický růst nad 2 %, ale zároveň předpokládali záporné úrokové sazby a pokračování nekonvenčních politik ECB, což dlouhodobě není konzistentní.

V. Benda: Jako fanoušek StarDance by chtěl ocenit letošní výkon SM a dal by známku 9,5. Půl strhnutého bodu je za chybu prognózy HDP ve třetím čtvrtletí.

Odpověď SM: Děkujeme za vysoké hodnocení.

V. Benda (v diskusi o ukončení kurzového závazku): Ekonomický růst zpomaluje, inflace naopak roste a ECB prodlužuje program kvantitativního uvolňování. Výsledkem je vyšší růst sazeb a pomalejší apreciacie nominálního kurzu. Ekonomické zdůvodnění se v SZ dá dohledat, byť je fragmentováno v různých částech. Výhled sazeb se zvyšuje, neboť se zvyšuje inflace, což vede k zachování předpokládané úrovně reálných úrokových sazeb. Nominální kurz zhodnocuje pomaleji, neboť část reálné apreciacie nastává skrze inflační diferenciál. Bylo by vhodné, aby tento příběh byl v nové Zprávě o inflaci (dále jen ZoI) popsán jasněji. Mimo jiné i z toho důvodu, že ZoI bude zveřejněna v únoru, což je měsíc před koncem tvrdé formy kurzového závazku, a bude ji tedy pravděpodobně číst více lidí.

P. Řežábek (v diskusi o ukončení kurzového závazku): Modelové simulace pro různé termíny ukončení závazku jsou až podezřele symetrické.

Odpověď SM: Pomalejší apreciacie kurzu částečně souvisí s přehodnocením výhledu stínových sazeb euriboru, ale dominantně skutečně souvisí s inflačním diferenciálem. To je patrné i ze simulací s variantním okamžikem opuštění kurzového závazku. Jak upozornil pan vrchní ředitel Řežábek, tyto efekty jsou dosti symetrické, nicméně přece jenom je patrné, že čím déle trvá kurzový závazek, tím více má nominální kurz tendenci setrvat na slabších hodnotách i po exitu. To je dáno tím, že rovnováha v modelu je dána reálným kurzem, nikoliv nominálním.

V. Benda (v diskusi o ukončení kurzového závazku): V této souvislosti by tedy bylo žádoucí posílit komunikaci, že klíčová veličina je reálný kurz, nikoliv, jak se může část veřejnosti domnívat, nominální kurz.

V. Benda: Děkuje za box věnovaný poklesu vývozu. Doporučuje SM studovat také sektorové akciové analýzy, které se automobilovému průmyslu hodně věnují. Jedna ze studií KPMG již před třemi lety signalizovala, že dojde k saturaci evropského trhu. Ukázala, že automobilový

průmysl ve střední a východní Evropě může vyjít jako vítěz, který využije nízkých nákladů. Na druhou stranu automobilový průmysl v západní Evropě bude muset redukovat kapacity.

Odpoověď SM: SM děkuje za inspiraci. V listopadu byl v eurozóně zaznamenán opětovný růst registrací nových automobilů, byť se částečně efekt saturace trhu projevuje. Nový model „Kodiaq“ může přispět k nárůstu tržního podílu Škody Auto a.s. na trhu, který roste pomaleji než dosud. Proto SM nevidí situaci vyloženě negativně, nicméně ji bude do budoucna sledovat.

V. Benda: Upozorňuje na nutnost správného používání pojmů koincidenční a předstihové indikátory. Pokud je nějaký indikátor k dispozici dříve než referenční indikátor a k jejich změně dochází ve stejném časovém období, jedná se o koincidenční indikátor. Předstihové indikátory jsou ukazatele „včasného varování“. Tedy indikátory signalizující změnu referenčního indikátoru, ke které dojde v pozdějším období.

Odpoověď SM: Děkuje za upozornění.

V. Benda: Volatilitu prognózy na celém jejím horizontu poměrně významně ovlivňují odchylky aktuálních údajů inflace a HDP od předběžných odhadů ČNB na jejím krátkém konci. Doporučuje v budoucnu více využívat metod krátkodobé prognózy, používat je správně a důsledně.

Odpoověď SM: SM se zavazuje dále vyvíjet metody krátkodobé prognózy. Zvýšení cen potravin SM interpretuje jako jednorázový výkyv, který je propagován do budoucna dominantně skrze efekt základen. To je patrné i ze simulací, neboť tento vliv po roce velmi rychle vymizí.

P. Řežábek: Od minulé prognózy došlo k poměrně vysokému přehodnocení inflace směrem nahoru a změnila se zároveň i prognóza růstu mezd. Inflace roste a zároveň růst reálné ekonomiky zpomaluje, což není ideální období pro ukončení kurzového závazku. Pokles vývozu může tento problém dále prohloubit.

J. Rusnok (v diskusi o proinflačním zpomalování): Ekonomická situace je méně uchopitelná než doposud. Krásně to popsal V. Bárta jako „proinflační zpomalování“. Přidává se ke stanovisku poradce, že se jedná spíše o jednorázové výkyvy, v opačném případě by se musel výrazně přepsat příběh prognózy.

Odpoověď SM: Inflace je skutečně vyšší, než předpokládala prognóza, a růst reálné ekonomiky se snížil. Na druhou stranu po celý rok 2015 byla situace opačná: ekonomika rostla rychle, ale inflace byla velmi nízká. V souladu s logikou inflačního cílování bylo v té době komunikováno, že režim kurzového závazku nebude opuštěn dříve, než se inflace dostane robustně na cíl. Analogicky nyní by mělo dojít k opuštění závazku, pokud se inflace udržitelně dostane na cíl, byť ekonomický růst bude nižší. Je nutné si uvědomit, že se jedná o zpomalení ekonomického růstu, nicméně tento růst je stále kladný.

P. Řežábek: Připojuje se ke stanovisku poradce a táže se, zda se očekávané vystoupení Spojeného království z EU (brexit) nenadužívá a zda SM za něj neschovává všechny problémy, které v Evropě jsou?

Odpoověď SM: K přehodnocení výhledu ekonomického růstu v Evropě došlo těsně po oznámení výsledku referenda o vystoupení Spojeného království z EU. Nové nejistoty zmiňované ve stanovisku poradce výhled růstu dále nesnížily.

P. Řežábek: Žádá podrobnější a fundovanější vysvětlení nižšího objemu intervencí. Zvolení D. Trumpa prezidentem Spojených států a nižší emisní objemy Ministerstva financí ČR neposkytují bez kvantifikace dostatečné vysvětlení.

Odpověď Sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): Nástup administrativy D. Trumpa se může jevit vzdálený, ale domníváme se, že ovlivnil vztah investorů k rozvíjejícím se trhům. Jiná zdůvodnění než uvedené nemáme.

Odpověď SM: Zvolení D. Trumpa posunulo výnosovou křivku ve Spojených státech nahoru, což také může snižovat motivaci ke spekulacím na posílení kurzu koruny.

V. Tomšík (v diskuzi o trhu práce): Děkuje za SZ, která adekvátně vystihuje posun prognózy od minulé SZ. Výhled růstu mezd se zvyšuje. Data potvrzují dřívější tvrzení SM o snížení růstu potenciálního produktu i o snížení přirozené míry nezaměstnanosti nezrychlující inflaci nad inflační cíl (NAIRU). Také zpomalení růstu spotřeby bylo dočasné. V tom je SM konzistentní. Táže se, zda je konzistentní nízká úroveň NAIRU a vysoký růst mezd?

J. Rusnok (v diskuzi o trhu práce): Nepochybně došlo ke změně na trhu práce. V současnosti jsme na úrovni Beveridgeovy křivky z roku 2007, v té době byl ale růst reálného HDP vyšší než 5 %. V dnešní době je růst nižší, ale podniky odmítají zakázky z důvodu nedostatku pracovníků.

Odpověď SM: NAIRU klesalo, ale nezaměstnanost klesala ještě rychleji. To vede k jistému napětí na trhu práce, což se odráží v tom, že podniky musí odmítat zakázky. To vede k růstu mzdově-nákladových tlaků. Přes mírnou chybu prognózy se pohled SM na trh práce nemění.

V. Tomšík: V Consensus Forecasts (dále jen CF) nedošlo k přehodnocení inflace ani růstu HDP v efektivní eurozóně. Dostí výrazně byl ale přehodnocen výhled kurzu eura k dolaru. Jaké je vysvětlení? Je tomu tak proto, že změna výhledu kurzu není v inflaci a růstu HDP ještě zapracována?

Odpověď SM: To, že se změnil výhled kurzu eura k dolaru, a nezměnil se výhled růstu HDP a inflace v eurozóně, je opravdu dáno tím, že ke změně výhledu kurzu došlo těsně před zpracováním CF. Očekává se fiskální expanze ve Spojených státech, která snižuje potřebu uvolněné měnové politiky, a tedy zvyšuje výnosy příslušných dolarových aktiv. SM se domnívá, že vliv změny výhledu kurzu eura k dolaru na inflaci a ekonomický růst v eurozóně analytici ještě do CF nezpracovali.

V. Tomšík: Očekáváte, že tento efekt se tedy ještě objeví v novém CF?

Odpověď SM: Ano, a projeví se již v lednové prognóze.

V. Tomšík: Souhlasí s V. Bendou, že je důležité náležitě věnovat pozornost ekonomickému příběhu, který bude veřejnosti sdělen před ukončením závazku. Reálná konvergence prokazatelně nastala. Projevuje se v růstu cen obchodovatelného a neobchodovatelného zboží? Pokud by SM našla vhodnou evidenci, bylo by žádoucí ji komunikovat např. formou boxu ve ZoI. Vzhledem k tomu, že tempo reálné apreciacie bude menší než před krizí, je vhodné ukázat veřejnosti, že není dobré spekulovat na prudké zhodnocení koruny po opuštění kurzového závazku.

Odpověď SM: V současnosti zrychlují růsty cen jak obchodovatelného, tak i neobchodovatelného zboží. SM bude své stávající analýzy aktualizovat a propojí je s výhledem jádrové inflace, ale nedoporučuje dávat nový box do ZoI, neboť box na toto téma byl v ZoI III/2016.

J. Rusnok: Zaměstnanost v tržních službách ve 3. čtvrtletí meziročně poklesla, čemuž neodpovídá kladný růst maloobchodních tržeb. Ve 3. čtvrtletí byly růsty zaměstnanosti v tomto sektoru záporné v letech 2012, 2014 a 2016, kladné pouze v roce 2013 a 2015. Jedná se pouze o efekt meziročních základů nebo se jedná o vliv sezónnosti?

Odpověď SM: Vývoj zaměstnanosti v tržních službách je překvapením vzhledem k vývoji maloobchodních tržeb. Předběžnou hypotézou je to, že se jedná o efekt vytěsňování, kdy průmysl

přetahuje pracovníky ze služeb. Bohužel zatím nejsou za 3. čtvrtletí k dispozici mikroekonomická data, která by umožnila tuto hypotézu ověřit.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

M. Hampl: Prognóza z 8. SZ je slibná v tom smyslu, že je možné kurzový závazek na úrovni 27 Kč/EUR „vysedět“ k žádoucímu vývoji inflace v příštím roce. Rok 2016 byl zřejmě poslední, kdy bylo možné bez dalších opatření prodlužovat kurzový závazek. Je dobře, že na konci roku 2016 již není aktuální úvaha o posunu kurzového závazku. Jakkoliv se to může zdát u konzervativní centrální banky paradoxní, je slibné, že se diskutuje o proinflačních rizicích, byť mírných.

Rizika byla popsána v SZ velmi dobře a lze je charakterizovat jako odlišný vývoj v sektoru domácností a v podnikovém sektoru. Zdá se, že u spotřebitelů přetrvává, ba dokonce se zvyšuje, optimismus, což je jistě příznivá zpráva. V podnikovém sektoru situace zdaleka tak jasná není. Souhlasí s hodnocením SM, že není třeba tento vývoj přeceňovat a dělat z něj unáhlené závěry. Je třeba jej dále sledovat a analyzovat a více než kdy jindy platí, že čekání na data může přinést vysvětlení nastalé situace.

V podnikovém sektoru se efekty měnového uvolnění projevily dříve, což je učebnicová poučka. Nyní se tyto příznivé efekty projevují v sektoru domácností, na který centrální banka v zásadě cílí tím, že je její cíl definovaný přes index spotřebitelských cen. To je samo o sobě signálem pro měnovou politiku a její nastavení.

Tudíž i při vědomí výše zmíněných rizik rok 2016 končí relativně optimisticky. Používání kurzu jako nástroje měnové politiky může příští rok skončit, nepřijdou-li nepředvídaná a nepředvídatelná překvapení.

L. Lízal: Vývoj vnějšího prostředí odpovídá očekávané normalizaci měnové situace ve Spojených státech a očekávanému prodloužení kvantitativního uvolňování ECB. Vnější prostředí tedy nepřineslo žádná zásadní překvapení.

V domácím ekonomice naopak překvapení nastala a je otázka, jakým způsobem je interpretovat, což bylo diskutováno i na otevřeném zasedání. Pokud je odchylka inflace od prognózy dána cenami potravin, neměla by se přeceňovat, neboť ceny potravin jsou značně volatilní. Proto nesouhlasí s hodnocením SM o tom, že rizika jsou proinflační, neboť toto hodnocení příliš závisí na aktuálním údaji. Dalším důvodem nesouhlasu s hodnocením rizik jako proinflačních je negativní překvapení ohledně růstu čistého vývozu a průmyslové výroby. Model inflačního vývoje při vstupu do kurzového závazku byl ten, že před opuštěním závazku inflace vzroste až ke 3 %. Proto není správné, pokud je prognóza inflace pouze lehce nad cílem, zmiňovat proinflační rizika.

Připojuje se k tomu, že brexit se opakuje příliš často a měl by být z komunikace vypuštěn. Příští rok je volební, a proto mohou nastat na horizontu měnové politiky změny důležitější, než je brexit. Nemá problém se současným nastavením měnové politiky, výše uvedené poznámky se týkají komunikace.

Krok ECB, jejíž politika byla jiná, než jak byla zpracována v minulé prognóze, vytváří pro toto měnové zasedání taktické okénko pro období opuštění kurzového závazku. Nedomnívá se, že přesvědčí ostatní členy bankovní rady k jeho použití. Považuje však za důležité, aby zaznělo, že je dnes možné nastavit nominální úrokový diferenciál vůči sazbám ECB na nulu. To by byl signál, že bankovní rada myslí opuštění kurzového závazku vážně.

V. Benda: ČNB se nyní nachází nejbližší ke konci tvrdé formy kurzového závazku, což je 99 dní.

Odchyly od prognózy jsou nevýznamné. V minulosti bylo řešeno zpomalení růstu spotřeby domácností nebo investiční aktivity podniků. Údaje ze 3. čtvrtletí ukazují, že se jednalo pouze o dočasné efekty. Obdobně propad vývozu může být dočasný jev bez dopadu na přehodnocení průběhu prognózy. Je třeba také zmínit kurz dolaru a jeho vliv na domácí vývozy. Vývoj kurzu asijských měn je dosti vázán na vývoj dolaru. To usnadňuje situaci českým vývozcům, protože podle studie ECB se exportéři ze střední Evropy, včetně ČR, stali významnými konkurenty asijských vývozců na trzích eurozóny. Proto mírní obavy z vývoje na straně exportní poptávky. Co se týče chyby prognózy inflace, souhlasí s tím, že byla způsobena primárně cenami potravin, tedy položkou, která v minulosti překvapovala spíše na opačnou stranu. Nevnímá její vývoj tedy jako výrazné proinflační riziko. Naopak, její vývoj vytváří komfortní polštář pro opuštění kurzového závazku, pokud by byl proveden ve 2. nebo 3. čtvrtletí.

Nevidí důvod na přehodnocení nastavení měnověpolitických nástrojů. Předpokládá, že bude prostor pro ukončení kurzového závazku ve druhém čtvrtletí roku 2017. Není zastáncem srovnání úrokového diferenciálu vůči eurozóně. Vliv tohoto diferenciálu by se neměl přeceňovat. Jak se již ukázalo v minulosti, byly situace, kdy i při záporném úrokovém diferenciálu kurz koruny posiloval.

P. Řežábek: Začínají se pravděpodobně naplňovat podmínky pro opuštění kurzového závazku: inflace roste k cíli a její výhled je stabilní. Je vhodné diskutovat o mimořádných opatřeních, která by mohla být přijata. Je vhodné připravit se i na možnou negativní situaci, kdy by z důvodu poklesu vývozu ekonomický růst zpomalil. Opustit kurzový závazek v období zpomalování ekonomického růstu by byla výzva.

Inflační vývoj nevidí jako rizikový. Naopak jako velmi rizikový vnímá vývoj ekonomiky a finančního sektoru eurozóny. Toto riziko může přijít v okamžiku opouštění kurzového závazku, což může představovat hlavní riziko.

Na druhou stranu souhlasí s V. Bendou, že čím dříve se tento závazek opustí, tím lépe. Ostatně nebyl ani příznivcem zavádění tohoto nástroje, neboť vytváří tržní distorzi.

V. Tomšík: Celková inflace se po třech letech dostala do tolerančního pásma. Podstatný je zejména robustní trend růstu inflace. Připomíná vývoj korigované inflace bez pohonných hmot, která vzrostla ze 1,2 % v říjnu na 1,3 % v listopadu, což také představuje posun k inflačnímu 2% cíli. Po 8 letech uvolněné měnové politiky se inflace udržitelně vrací k inflačnímu cíli.

Potvrdilo se, že ekonomický růst je robustní, zejména co se týče domácí spotřeby. Je důležité, že inflační tlaky generuje domácí ekonomika, což snižuje závislost na vnějším prostředí. Proto je velmi rád, že se spotřeba domácností vrátila na svoji trajektorii udržitelného růstu. To je příslib toho, že se inflace vrátí na inflační cíl a udrží se tam.

Růst HDP zpomalil zejména oproti loňskému roku, ale existuje důvěryhodné vysvětlení, proč tomu tak je. Toto vysvětlení se týká investic. Je velmi rád, že dle prognózy by se měl růst investic obnovit. Negativní překvapení poklesu čistého vývozu se týká jednoho čtvrtletí a neměly by se tedy činit velké závěry.

Je správné, že došlo k přehodnocení NAIRU na historicky nejnižší hodnotu 4 %. Obecná míra nezaměstnanosti poklesla pod NAIRU, a tudíž je logické, že se objevují mzdové tlaky. Vývoj nominálních mzdových nákladů je v současnosti konzistentní s udržitelností inflace na 2% cíli. Od minulého měnověpolitického jednání se udály dvě důležité události, které nicméně SZ dobře popisuje. Jedná se o růst výnosové křivky ve Spojených státech a o pokračování uvolněné měnové politiky ECB. Vzhledem k tomu, že obě události byly očekávané, nemění to podmínky pro českou ekonomiku a nepovažuje je za šok. Je tedy spokojený, že je SM nezmiňuje v rizicích.

Jak poznamenal M. Hampl, prognózy se naplňují a je čas se vrátit k tradičním měnověpolitickým nástrojům. V současnosti je žádoucí přístup „wait and see“, tj. počkat, zda

návrat inflace k cíli bude udržitelný. Opuštění kurzového závazku nemusí být ihned následováno růstem repo sazby.

Táže se, zda je nutné vysílat signál proinflačních rizik, která jsou dvě. Aktuální inflace je vyšší než očekávaná, nicméně jedná se o obecně volatilní ceny potravin. Druhé riziko je vysoký růst mezd. Tato rizika jsou rizika vzhledem k minulé prognóze. Bankovní rada se při komunikaci rizik nemusí držet modelu SM. Proto se připojuje k hlasům, zda nezmínit jako protiinflační riziko vývoj HDP nebo vývoj vývozu. Důvodem je i zmírnění tlaku na devizovém trhu.

Reaguje na návrh L. Lízala o nastavení úrokového diferenciálu na nulu, což by znamenalo záporné úrokové sazby. Bankovní rada nikdy nevyloučila použití žádného nástroje, ale nyní nevidí důvod používat jiný nástroj než ten, který je používán.

J. Rusnok: Makroekonomický příběh prognózy je stále konzistentní. Růst mezd je jednorázový výkyv a není důvod jej přeceňovat. Analýza v SZ je skvělá, a poskytuje věrný obraz ekonomiky. Úkolem bankovní rady je zasadit ji do širšího kontextu měnové politiky.

Položky, které způsobily odchylku od prognózy, jsou značně volatilní a to se týká zejména cen potravin. Ale i vývozy na straně nabídky dokáží být velmi volatilní, což je realita malé otevřené ekonomiky.

V současnosti je česká ekonomika méně závislá na zahraniční situaci než v minulosti, což je příznivé. Obnovení domácí spotřeby a tedy i domácích inflačních tlaků je pozitivní. Zahraniční nejistoty jsou velmi vyrovnané. Na jedné straně oslabuje euro, díky čemuž by měl pokračovat ekonomický růst v eurozóně, což má pro českou ekonomiku příznivé sekundární vlivy. To může i zmírňovat dopady brexitu, který je zatím spíše vzdálenější. Na druhou stranu existují v Evropě politické nejistoty, které však není v současnosti možné kvantifikovat.

Celkově hodnotí rizika vývoje jako vyrovnaná.

Žádá ředitele SBO K. Bauera o komentář k současné situaci na devizovém trhu. Dále se táže, zda je realistické, že před opuštěním kurzového závazku objem intervencí nepřevyší 2 mld. euro měsíčně.

K. Bauer (ředitel SBO): Současná situace na devizovém trhu souvisí s koncem roku. Část obchodníků se snaží zkonstruovat pozice, které by jim dokázaly vydělat na penále spojené se zůstatky na bankovních účtech přes konec roku. Dále dochází k zavírání některých pozic, podobně jako na konci minulého roku. S tím, jak se bude blížit opuštění kurzového závazku, se budou objemy intervencí spíše zvyšovat. Mohou být i vyšší než 2 mld. euro, této částky bude ostatně pravděpodobně dosaženo i v prosinci.

Distorze na derivátovém trhu se nijak nevyvíjí. Pokud by se zvýšila, mohla by odradit část spekulantů. Nicméně tím, že okamžik opuštění kurzového závazku je poměrně přesně specifikován, ani hluboce negativní úrokové sazby by nemusely spekulanty odradit. Aby negativní úrokové sazby měly efekt, musely by být v řádu jednotek nebo desítek procent.

M. Hampl: Upozorňuje, že slovo „riziko“ by se mělo používat jako slovo analytické nikoliv emotivní. Je třeba jej chápat neutrálně jako odchylku od predikce. Prognóza ze 7. SZ předpokládá přestřelení inflačního cíle a aktualizovaný scénář 8. SZ ukazuje, že toto přestřelení by mohlo být vyšší. Je ale relevantní otázka, zda trhy nebudou „inflační riziko“ interpretovat chybně jako přiblížení opuštění závazku, což ale není obsahem ani prognózy ani její aktualizace. Nicméně použití slova „rizika“ v textech SM je analytické a správné.

Je mu cizí úvaha, že je potřeba zavést záporné sazby, aby bylo opuštění kurzového závazku bráno vážně. Naopak, okamžik exitu by měl být začátek zpříšňování, nikoliv dalšího uvolňování měnových podmínek. Z toho důvodu by zavedení záporných úrokových sazeb mohlo být chápáno jako oddálení opuštění tohoto závazku.

To, že při reálném ekonomickém růstu okolo 2 % je zásoba pracovní síly kompletně vyčerpaná, představuje problém. Jediným způsobem zvýšení potenciálního produktu jsou soukromé investice. Je smutné, že jsou tyto soukromé investice podmiňovány investicemi veřejnými, které nemusí mít ekonomickou logiku. To může vytvářet problémy pro futuro a v budoucnu se to bude muset pravděpodobně brát v úvahu.

V. Benda: Je žádoucí zdůraznit, že se jedná o rizika vůči minulé prognóze. Souhlasí s p. guvernérem, že je potřeba zmírnit rizika v komunikaci.

Existuje anekdotická evidence, že kurzový závazek vytvořil exportérům užitečný polštář, který byl racionálně využit na vytvoření rezervy i pro následující období. Mnozí vývozci hodlají tyto rezervy spíše investovat než využít na mzdy. Není tedy skeptický ohledně růstového potenciálu a budoucího vývoje investic. Z 380 000 nezaměstnaných je pro výrobce využitelných zhruba 50 000, a proto se výrobci orientují na investice. Věří ve flexibilitu nabídkové strany.

J. Rusnok: Souhlasí s tím, že téma potenciálu české ekonomiky je důležité pro střednědobý horizont, nicméně nemá zásadní vliv na dnešní rozhodování. Trh práce si nakonec poradí. Např. v Polsku, kde NAIRU může být dvakrát vyšší než v ČR, ale nezaměstnanost je na historicky rekordně nízkých hodnotách, je v současnosti zaměstnáno 800 000 pracovníků z Ukrajiny. Nedostatek pracovní síly bude trhem práce nakonec vyřešen.

L. Lízal: Reaguje na M. Hampla. Úvahy o zavedení negativních úrokových sazeb lze pojímat jako volbu mezi kurzovým a inflačním kanálem reálné konvergence. Doposud převažoval kurzový kanál.

Souhlasí, že uvnitř ČNB se slovo „riziko“ chápe správně jako analytický pojem. Nicméně toto pojetí nemusí být jasné vnějšímu čtenáři. Zkušenost ukazuje, že analytici a novináři mohou technické termíny pochopit chybně. Proto by raději používal jazyk, který je vnějším uživatelům naprosto přístupný bez možností desinterpretace. Místo „riziko“ je možné použít „odchylka“ a obdobné netechnické výrazy.

P. Řežábek: Připomíná, že HDP per capita v ČR dosahuje 80 % průměru EU, produktivita 70-80 %, ale průměrná mzda pouze 35 % průměru EU. Vzhledem k tomu, že ČR patří mezi vyspělé země, k růstu mezd musí zákonitě dojít.

Je otázka, co přesně znamenají „hluboce záporné sazby“. Pokud by byly aplikovány na přírůstek vkladů, není potřeba obávat se řádu mnoha procent. Není složité dopočítat, jak velká záporná úroková sazba navrhované sazby musí být, aby se spekulace nevyplatila.

J. Rusnok: Výnosy státních dluhopisů jsou již záporné a také forwardové kontrakty mají negativní implikovaný výnos, a přesto spekulanti otevírají své pozice. Aby tomu bylo možné zabránit, úrokové sazby by musely být opravdu hluboce záporné. Výrazně záporné sazby by mohly způsobit problémy v jiných segmentech ekonomiky.

P. Řežábek: Důležité nejsou existující pozice: s těmi nelze nic dělat. Důležité je to, že se dá zabránit otevírání nových pozic, jejichž objem může být vyšší než zmíněných 2 mld. euro měsíčně. A tomu lze zabránit pouze hluboce negativní sazbou na přírůstek vkladů.

M. Hampl: Souhlasí s L. Lízalem, že otázka volby slov se týká pouze komunikace. Souhlasí s K. Bauerem, že aby bylo možné vůbec uvažovat o záporných sazbách jako o efektivním nástroji zabránění spekulacím, muselo by se jednat o hluboce záporné sazby, které si nelze představit, a tudíž nemá smysl o nich vůbec uvažovat. Úrokové sazby o velikosti -10 % by měly závažné důsledky pro finanční stabilitu, výběry hotovosti apod.

J. Rusnok: Souhlasí s M. Hamplem. Záporné úrokové sazby nejsou přesný „skalpel“. Zasáhly by i jiné segmenty ekonomiky. Proto nemá smysl je řešit.

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 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 a Lubomír Lízal. Pavel Řežábek se hlasování zdržel.

Zapsal: Jan Brůha