

## Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 2. února 2017

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

### I. Diskuze navazující na prezentaci 1. situační zprávy

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

**V. Benda:** Děkuje za SZ. Sekce měnová (dále jen SM) vyslyšela požadavky bankovní rady z diskuse předchozí „malé“ SZ. Ekonomický příběh popsany v SZ je ucelený a konzistentní. I pro čtenáře, který se pravidelně nezabývá měnovou politikou, je vyznění poměrně jasné. Na straně 16 ho zaujala poznámka pod čarou 9 týkající se poměrně výrazné statistické diskrepance mezi odhady příjmů nerezidentů mezi ČSÚ a ČNB. Rozdíl 100 miliard je poměrně velký. Bylo by dobré jej komentovat. Může to být důležitý faktor pro vývoj kurzu po opuštění kurzového závazku.

*Odpověď SM: SM souhlasí, že rozdíl je velký. Odbor vnějších zahraničních vztahů je v kontaktu s ČSÚ a o příčinách rozdílu se diskutuje. SM zašle bankovní radě písemnou informaci.*

**V. Benda** (v diskusi o efektivní úrokové sazbě z vládního dluhu): Na str. 18 je zmíněno, že SM předpokládá pokles úrokových plateb ve své fiskální prognóze – úspora nákladů na dluhovou službu. Je to udržitelný předpoklad? Promítá se do této prognózy očekávané zpřísnění měnové politiky a s tím související pohyb výnosové křivky a postupný růst výnosů vládních obligací?

**L. Lízal** (v diskusi o efektivní úrokové sazbě z vládního dluhu): Také má pochybnost, zda v období, kdy se očekává růst úrokových sazeb, budou klesat náklady dluhové služby.

*Odpověď SM: SM spolu se samostatným odborem finanční stability (dále jen SAO FS) používá poměrně sofistikovaný model, který bere v úvahu maturitní strukturu existujícího a vydávaného vládního dluhu. Podle tohoto modelu efektivní úroková sazba klesá z 2,5 % v roce 2016 na hodnotu 1,9 % v roce 2019. Je tomu tak částečně proto, že se zvýšila emise dluhopisů MF s krátkou splatností. Nicméně kvůli vysokému podílu dluhopisů s dlouhou dobou do splatnosti efektivní úroková sazba reaguje na výnosovou křivku s velkým zpožděním, a tedy i zvýšení měnověpolitických sazeb se projeví v efektivní úrokové sazbě pomalu a později. Výsledky propočtů SM jsou velmi podobné výsledkům propočtů MF ČR.*

**V. Benda** (v diskusi o boxu 1): Je pravda, že „implicitní“ inflační očekávání, tedy rozdíl očekávaného růstu nominálních mezd a růstu reálného HDP, jsou lepším prediktorem inflace než explicitní očekávání na horizontu 1 roku? Pokud ano, proč tomu tak je?

**V. Tomšík** (v diskusi o boxu 1): Oceňuje analýzu dokládající ukotvenost inflačních očekávání na tříletém horizontu na inflačním cíli ČNB, což potvrzuje vysokou kredibilitu ČNB. Je tomu tak i v kratším horizontu 4 – 6 čtvrtletí, tj. v horizontu nejúčinnější transmise měnové politiky?

*Odpověď SM: Skutečně platí že, implicitní očekávání jsou přesnějším prediktorem budoucí inflace než explicitní očekávání. Platí to zejména pro období nízké inflace v letech 2014 a 2015; pro jiná období ten rozdíl není velký. Může tomu být proto, že, jak ukazuje i literatura, pro analytiku může být růst nominálních mezd a reálná ekonomická aktivita „hmatatelnějšími“ veličinami než inflace jako taková. Je to tím, že jsou analytici v kontaktu s podniky, a mohou sledovat mzdová vyjednávání nebo ekonomickou situaci v podnicích. Na druhou stranu, jejich vnímání inflace může být ovlivněno tím, že mají jiný spotřební koš než typická domácnost.*

*Je zajímavé, že očekávání na horizontu jednoho roku se typicky nachází na spojnici aktuální inflace a inflačního cíle. Je otázka, proč na této spojnici neleží blíže inflačnímu cíli. Možná interpretace je taková, že analytici implicitně očekávají pomalejší transmissi měnové politiky, než je předpoklad centrální banky. V každém případě ale i pro roční inflační očekávání existuje zřejmá byt' pomalejší tendence návratu k inflačnímu cíli, což potvrzuje ukotvenost inflačních očekávání.*

**L. Lízal** (v diskuzi o boxu 2): Zastává názor, že box by se měl z textu ZoI vypustit. V poslední době je členy BR komunikováno, že jsou soukromé investice spjaty s vládními investicemi v důsledku čerpání evropských fondů. Box ale říká, že dochází naopak k vytěšňování soukromých investic investicemi vládními. Nebo je nutné box výrazně přepracovat.

**M. Hampl** (v diskuzi o boxu 2): Domnívá se, že v analýze v boxu jsou evropské fondy separovány od ostatních vládních investic. Výsledky analýzy ukazují, že existuje kladná korelace mezi evropskými fondy a soukromými investicemi. Tento výsledek je tudíž konzistentní s intuicí bankovní rady. Vládní investice jsou brány v tomto boxu jako vládní investice bez evropských fondů.

**T. Nidetzký** (v diskuzi o boxu 2): Lze výsledek boxu chápat tak, že se z dlouhodobého hlediska nepotvrdilo, že evropské fondy korelují se soukromými investicemi, a že soukromé investice jsou spíše dány zahraniční poptávkou? Nepotvrdil se tedy „toxický“ efekt, že by podnikatelé čekali se svými investicemi, až dostanou evropské dotace?

**J. Rusnok** (v diskuzi o boxu 2): Připojuje se k názoru vypustit z textu ZoI tento box z důvodu jeho kontrainuitivního vyznění oproti dosavadním názorům členů bankovní rady. Pokud by box měl v ZoI zůstat, je třeba jej dopracovat, aby bylo jeho vyznění srozumitelné.

*Odpoověď SM: SM interpretuje výsledky boxu obdobně jako M. Hampl. Vládní investice nezahrnují investice financované z evropských fondů. U vládních investic dochází k vytěšňování, což je standardní efekt. Investice z evropských fondů mají naopak k soukromým investicím komplementární vztah. SM upraví text tak, aby nebylo vyznění matoucí; navrhuje však box v ZoI ponechat. Box totiž přináší i další zajímavé informace: např. se ukazuje, že oslabení kurzu podporuje investice, což je výsledek, který lze použít ve veřejných diskuzích. Může sloužit mimo jiné jako evidence proti argumentům typu, že podniky díky kurzovému závazku „lenivěji“ a neinvestují.*

**T. Nidetzký** (v diskuzi o boxu 3): Potvrdilo se, že vývozy v první polovině roku 2016 byly taženy zejména automobilovým průmyslem. Chtěl by znát názor SM, proč tomu tak bylo, jestli za tím nestojí například sezónní vliv 1. pololetí, který se opakuje každý rok?

**P. Řežábek** (v diskuzi o boxu 3): Box identifikuje příčiny pozorovaného zpomalení dynamiky vývozu v automobilovém průmyslu. Na druhou stranu z veřejně dostupných informací je zřejmé, že Škoda Auto, a.s., plánuje do roku 2020 dramaticky zvýšit výrobu automobilů. V západní Evropě zpomaluje tempo registrace automobilů, což bývá většinou předzvěstí negativního ekonomického vývoje. To naznačuje i vývoj zahraniční poptávky, která měla během roku 2016 klesající trend. Může to být předzvěst ekonomických problémů v západní Evropě? V takovém případě by bylo správné opustit kurzový závazek co nejdříve, jinak hrozí, že měnová politika bude „behind the curve“. Proto by box měl mít explicitní závěr o implikacích pro nastavení měnové politiky.

*Odpoověď SM: Hlavní motivace boxu bylo vysvětlit rozdíl mezi výrazným útlumem dynamiky vývozu a relativně menším zpomalením zahraniční poptávky ve druhé polovině loňského roku. Všechny údaje jsou v meziročních hodnotách, a tudíž jsou nepřímě očištěné o možné sezónní vlivy prvního pololetí. Box se zaměřil zejména na pokles vývozu na přelomu září a října, kdy zároveň došlo k poklesu produkce automobilů a zejména komponentů pro automobily. Proto se SM domnívá, že hlavním faktorem byl pokles růstu poptávky po automobilech zejména v zemích*

*eurozóny. Tato poptávka pořád roste, ale nižšími tempy, což může být náznak saturace automobilového trhu.*

*SM také analyzovala vztah mezi mezerou výstupu a produkční kapacitou automobilového průmyslu v eurozóně, a mezi těmito veličinami je skutečně vysoká kladná korelace. Na druhou stranu indikátory typu indexu nákupních manažerů zpomalení ekonomického růstu v eurozóně neindikují. Proto SM zpomalení růstu vývozu hodnotí zatím jako dočasný jev.*

*Výsledek výroby automobilů v ČR je dán výsledkem tří velkých podniků. Škoda Auto, a.s., vykázala v celém roce 2016 vynikající výsledky, s výjimkou dvou měsíců, kdy se rozbíhala výroba modelu „Kodiaq“, což by měl být pro rok 2017 pozitivní impuls. Výsledky dalších dvou producentů (Hyundai, TPCA) již takto výborné nebyly. Kromě toho byl ve druhém pololetí méně příznivý vývoj i u výrobců komponent pro automobilový průmysl, jak již bylo uvedeno výše.*

**T. Nidetzký** (v diskuzi o boxu 3): Existuje v návaznosti na méně příznivý vývoj u výrobců komponent hypotéza, že zahraniční odběratelé komponent pro automobilový průmysl změnili dodavatele, protože čeští dodavatelé nebyli schopni splnit objem požadavků v důsledku omezení na trhu práce?

*Odpověď SM: Dostupná data neumožňují tuto hypotézu ověřit.*

**V. Benda** (v diskuzi o boxu 3): Je s boxem spokojen. SM se má soustředit na makroekonomickou prognózu a box nabídnul vysvětlení zpomalení vývozu. Analýza z boxu je tedy dostatečná. Prognóza automobilového průmyslu není náplní práce SM. V případě potřeby detailnějších informací je možné využít sektorových analýz akciových analytiků.

**V. Benda** (v diskuzi ke stanovisku): Děkuje za stanovisko a oceňuje jeho nový formát, který spojuje stanovisko poradce a stanovisko SAO FS. Stanovisko SAO FS doporučuje zpřísnění měnových podmínek; poradce naopak doporučuje z reputačních důvodů zachovat současný režim. Je reputační riziko jediným důvodem rozdílu mezi těmito dvěma stanovisky?

**L. Lízal** (v diskuzi ke stanovisku): Je velmi překvapený tím, že ve stanovisku SAO FS je doporučeno zpřísnění měnových podmínek. Považuje to za alibismus nedůstojný ČNB. Když se před Vánoci projednávala proticyklická rezerva, SAO FS měl svůj nástroj aktivně prosazovat. Návrh SAO FS je v podstatě návrhem používání měnověpolitického nástroje pro finanční stabilitu, což je při nepoužití primárního nástroje nepřipustné.

**V. Tomšík** (v diskuzi ke stanovisku): Měnová politika ČNB je 9 let uvolněná, reálné úrokové míry jsou pod jejich rovnovážnou úrovní, která je odhadována na 1 %. Co by SM doporučovala z pohledu ideální kombinace měnové a makrobezpečnostní politiky, resp. jak dosáhnout finanční stability?

*Odpověď SAO FS: Postoj SAO FS se od postoje SM liší velmi málo. Shoda panuje v tom, že ekonomika je „natlakovaná“. Pokud se ekonomika bude vyvíjet podle prognózy, tak míra „natlakovanosti“ dále poroste. S tím je konzistentní zpřísnění měnových podmínek. V čem se postoj SAO FS od postoje SM liší, je rychlost a rozsah potřebného zpřísnění. Z pohledu SAO FS by ke zpřísnění měnových podmínek mělo dojít dříve, než implikuje prognóza a ve vyšším rozsahu. Důvodem je, že považujeme úrokové podmínky zejména v segmentu dlouhodobých úvěrů za výjimečně uvolněné a žádoucí by bylo dosáhnout zvýšení dlouhodobých úrokových sazeb. Ve stanovisku SAO FS zdůrazňujeme, že pokud by 5-ti leté nominální sazby na hypoteční úvěry a na úvěry podnikům zůstaly na 2 % nebo níže v situaci, kdy tempo růstu nominálních příjmů dosahuje 4 až 5 %, jednalo by se o extrémně uvolněné úrokové podmínky.*

*Odpověď poradce Plašila: Mé stanovisko a stanovisko SAO FS byly psány nezávisle, nicméně i já bych preferoval dřívější nárůst úrokových sazeb. Je však zřejmé, že k němu nemůže dojít před opuštěním kurzového závazku, přičemž toto opuštění není z reputačních důvodů žádoucí v době trvání „tvrdé“ formy závazku.*

*Odpověď SM: SM nevnímá plošně rizika růstu úvěru a zejména nevnímá rizika v segmentu úvěrů nefinančním podnikům. Naopak SM vnímá rizika v segmentu hypotečních úvěrů. Graf*

*změn úvěrových standardů (na str. 43 SZ) ukazuje, že banky čekají jejich zpřísnění ve vazbě na nový zákon o spotřebitelských úvěrech a ve vazbě na doporučení ČNB ohledně loan-to-value ratio. Zdá se, že SM věří nástrojům makroobezřetnostní politiky více než SAO FS. Je otázka, zda stanovisko zohledňuje dostatečně zpřísnění nástrojů makroobezřetnostní politiky. Proto SM nesouhlasí, aby došlo ke zpřísnění měnových podmínek dříve, než je optimální z hlediska měnové politiky.*

**V. Benda** (v diskusi o stínových sazbách): Žádá reakci SM na poznámku o stínových sazbách ve stanovisku. Je pravda, že by byla potřeba měnověpolitického uvolnění nižší, pokud by nebyly stínové sazby používány?

**T. Nidetzký** (v diskusi o stínových sazbách): Jak SM interpretuje používání stínových zahraničních úrokových sazeb? Je modelový předpoklad v základním scénáři konzervativní a tudíž vývoj kurzu po exitu by nemusel být ve směru tak silné apreciacie?

*Odpověď SM: Koncept stínových sazeb je do jisté míry umělý. Nelze spoléhat na to, že umožní přesnou kvantifikaci vlivu politiky kvantitativního uvolňování ECB na vývoj kurzu koruny po opuštění závazku. Dotazy členů bankovní rady i stanovisko SAO FS se koncentrují na to, zda vliv stínových sazeb není příliš velký. SM připomíná, že při projednávání podzimních SZ v roce 2016 naopak čelila připomínkám, že alternativní odhady stínových sazeb jsou mnohem nižší, na úrovni -6 % nebo dokonce -8 %. SM preferovala z tehdejšího pohledu konzervativní odhady. Poněvadž SM preferuje konzistenci použité metody v čase, jsou hodnoty v této SM vypočteny na základě stejného přístupu.*

**M. Hampl** (v diskusi o vývoji kurzu po opuštění závazku): Je překvapivé, že scénář s volnými úrokovými sazbami stále naznačuje potřebu snížit sazby poměrně výrazně o 4 standardní snížení a lze tak pozorovat určitý měnověpolitický nesoulad mezi tímto scénářem a scénářem s endogenním kurzem. Jak vysvětlit tento rozdíl?

**T. Nidetzký** (v diskusi o vývoji kurzu po opuštění závazku): Děkuje za SZ a představenou prognózu. Proč prognóza předpokládá kurz na úrovni 25,70 CZK/EUR, což je v rozporu s očekáváním trhů, které se na konci letošního roku pohybuje kolem hodnot 26,20 až 26,40 CZK/EUR? Navíc dosavadní komunikace ČNB zní, že by kurz po exitu neměl skokově posílit na předintervenci úroveň.

**V. Tomšík** (v diskusi o vývoji kurzu po opuštění závazku): Prognóza předpokládá výrazné zvýšení domácích úrokových sazeb po opuštění kurzového závazku o 0,50 procentního bodu, přičemž konzistentní s tímto zvýšením je posílení kurzu na konci letošního roku na 25,70 CZK/EUR. Jaký je za tímto vývojem ekonomický příběh? Tento vývoj se může zdát neintuitivní i z pohledu úrokového diferenciálu vůči eurozóně, neboť prognóza předpokládá na celém horizontu záporný výhled zahraničních úrokových sazeb.

**L. Lízal** (v diskusi o vývoji kurzu po opuštění závazku): Uvítal by, aby v SZ bylo explicitněji uvedeno, že posílení kurzu po opuštění závazku je dáno pouze modelovými předpoklady založenými na konvergenčních předpokladech. Bankovní rada může očekávat odlišný vývoj kurzu. To by se mělo odrazit i v další komunikaci.

*Odpověď SM: Vliv stínových sazeb na simulace s volnými úrokovými sazbami je velký. Pod vlivem stínových sazeb by bylo třeba provést 4 standardní snížení, a i tak by kurz aprecioval již nyní na hodnotu 25,5 CZK/eur, což je silný deflační faktor, který by navrátil inflaci zřetelně pod cíl. Naproti tomu scénář s endogenním kurzem ukazuje, že postupné změny hladiny kurzového závazku směrem k silnějším úrovním by byly konzistentní s plněním inflačního cíle, přičemž vliv stínových sazeb by byl kompenzován intervencemi.*

*SM se domnívá, že je žádoucí s konceptem stínových sazeb pracovat. Je tomu mimo jiné proto, že názorně ilustruje dichotomii mezi stavem domácí ekonomiky a vnějším prostředím. Na jednu stranu domácí podmínky by již umožňovaly opuštění kurzového závazku. Oproti tomu ECB*

*prodloužila svoji politiku kvantitativního uvolňování až do konce roku 2017 a její politika vytváří ceteris paribus vyšší tlaky na posilování kurzu. Z toho vyplývá, že očekávaný nárůst sazeb po exitu je nejméně strmý ve srovnání se všemi minulými prognózami.*

*Při vstupu do kurzového závazku jsme si interně vydefinovali, že závazek může být opuštěn jednorázovým a transparentním způsobem až tehdy, pokud se na prognóze objeví měnověpolitický „polštář“ ve formě očekávaného zvýšení úrokových sazeb o 100 bazických bodů. Současná prognóza očekává nárůst sazeb pouze o 50 bazických bodů. Znamená to, že je jednorázové transparentní opuštění závazku ohrožené? SM tento názor nezastává. Jak poznamenal vrchní ředitel T. Nidetzký, kurz v prognóze posiluje více, než očekává trh. Toto posílení kurzu doplňuje chybějících 50 bazických bodů v „měnověpolitickém polštáři“.*

*Dle SM je fakt, že prognóza kurzu je modelová, již v textu SZ dostatečně zohledněn. Citlivostní scénáře v měnověpolitickém doporučení (dále jen MPD) zachycují situaci odchýlení kurzu od trajektorie v prognóze.*

**V. Benda** (v diskuzi o indexu měnových podmínek): SZ tvrdí, že dle indexu měnových podmínek budou měnové podmínky postupně směřovat k neutrálnímu působení. Ale v příslušném grafu v SZ jsou měnové podmínky na celém horizontu uvolněné. Jak lze vysvětlit tento rozdíl?

**V. Tomšík** (v diskuzi o indexu měnových podmínek): Dle grafu indexu měnových podmínek SM očekává i při minimálně dvou zvýšeních základní úrokové sazby a při posílení kurzu uvolněné měnové podmínky. Lze to vysvětlit?

*Odpověď SM: Posun k neutrálním měnovým podmínkám je v počátečním období prognózy značný. Graf, na který odkazoval vrchní ředitel V. Benda, vychází ze satelitních propočtů a jeho kurzová složka se počítá jako průměr odhadů modelů Fundamental Equilibrium Exchange Rate (FEER) a Behavioral Equilibrium Exchange Rate (BEER). Rovnováhy odhadnuté na základě těchto modelů se v současnosti značně liší. Rovnovážný kurz odhadnutý na základě modelu BEER je slabší než rovnovážný kurz z modelu FEER a je bližší implicitnímu rovnovážnému kurzu z modelu g3. Takže je možné, že se kurz ke konci roku 2018 dostane na svoji rovnovážnou úroveň, což ale zkresluje průměrování dvou rozdílných odhadů. Také podle malého strukturálního modelu autorů J. Vlčka a T. Hlédika začne kurzová složka měnových podmínek působit v roce 2018 neutrálně.*

**L. Lízal** (v diskuzi o EET): Při diskuzi o elektronické evidenci tržeb (dále jen EET) by mělo být uvedeno, že její zavedení bude z hlediska HDP neutrální; pouze mění jeho strukturu. EET zvyšuje příjmy vlády a snižuje disponibilní příjem domácností, ale z hlediska celkového HDP je neutrální.

**M. Hampl** (v diskuzi o EET): Zavedení EET, pokud zvýší příjmy vládního sektoru skrze lepší výběr DPH, by mohlo zvýšit měřený HDP tím, že se v něm objeví část šedé ekonomiky, která není v oficiálních statistikách zachycená.

*Odpověď SM: SM se nezabývala kvantifikací vlivu EET na HDP nad rámec jeho dopadů do celkového fiskálního impulsu.*

**V. Benda** (v diskuzi o EET): Připomíná, že HDP je měřen 3 různými způsoby. Proto by vliv EET na měřený HDP nepřeceňoval, protože zmíněný efekt přesunu části šedé ekonomiky do ekonomiky oficiální se týká pouze jednoho způsobu měření.

**M. Hampl:** Proč SM očekává velké zpomalení růstu mezd v nepodnikatelské sféře koncem roku 2018?

*Odpověď SM: Jedná se o efekt základny. V souvislosti s volbami v letošním roce SM očekává zvýšení mezd v nepodnikatelském sektoru předsunuté do podzimu 2017. Protože v roce 2018 volby nejsou, SM očekává další navýšení mzdových tarifů až začátkem roku 2019.*

**P. Řežábek:** V prognóze růstu nominálního disponibilního důchodu se počítá s poměrně velkým příspěvkem příjmů podnikatelů. Může SM vysvětlit, čím to je dáno? Je to dáno dramatickým růstem počtu podnikatelů?

*Odpořď SM: Příspěvek důchodu podnikatelů primárně naroste v souvislosti s očekávaným nárůstem počtu podnikatelů. Jedná se o návrat k dlouhodobé úrovni, která v roce 2016 poklesla.*

**P. Řežábek:** Pochopil jsem správně, že SM zvažuje jako variantu při potenciálním oslabení kurzu po ukončení kurzového závazku využít odprodej části devizových rezerv na tlumení tohoto výkyvu?

*Odpořď SM: SM navrhuje ponechat úvahy o tom, zda tlumit případné oslabení kurzu prodejem části devizových rezerv, pokud by se nečekaně silně projevil efekt chybějící protistrany, na chystanou poradou BR s experty k opuštění kurzového závazku.*

**V. Tomšík:** Jak lze vysvětlit, že v době stabilního hospodářského růstu dle prognózy výrazně začne akcelarovat růst produktivity práce?

*Odpořď SM: Očekávané zrychlení růstu produktivity lze vysvětlit pomocí očekávaného zvýšení růstu investic na horizontu prognózy a také mírným oživením zahraniční poptávky.*

**L. Lízal** (v diskuzi o nové podobě SZ): Oceňuje novou podobu SZ, byt' původní patkový font byl příjemnější na čtení.

**J. Rusnok** (v diskuzi o nové podobě SZ): Navrhuje rozšířit kapitolu III.4.2 „Mzdy a produktivita“ o více informací, například o struktuře mezd nebo o mediánové mzdě.

*Odpořď SM: SM vítá náměty na zlepšení SZ a bude je reflektovat. SM upozorňuje, že se ještě nejedná o „face-liftovanou“ podobu SZ. Zatím došlo pouze ke změně fontu písma. Na maketě „face-liftované“ verze SM nadále pracuje. „Face-liftovaná“ verze bude poprvé použita pro příští velkou SZ nebo nejpozději pro 5. SZ.*

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

**V. Benda:** Nová prognóza není pouhou aktualizací předchozí prognózy. Kvalitativní změna spočívá v tom, že po dlouhé době podstřelování inflačního cíle dochází k jeho plnění a na horizontu měnové politiky i k jeho přestřelení. Tento vývoj není dán pouze jednorázovými faktory, ale přispívá k němu i vývoj korigované inflace bez pohonných hmot, což jasně signalizuje poptávkové tlaky, které z ekonomiky přicházejí.

K opuštění kurzového závazku tedy může dojít i bezprostředně po odeznění „tvrdé“ formy závazku. Ztotožňuje se s tím, co je napsáno v SZ, že po opuštění kurzového závazku dojde k udržitelnému plnění inflačního cíle. Dává na zvážení, zda v rozporu s MPD neposunout komunikaci ohledně pravděpodobného ukončení kurzového závazku („měkký závazek“) již na začátek 2. čtvrtletí.

**L. Lízal:** Souhlasí se SZ v tom, že existuje určitá dichotomie mezi situací v eurozóně a situací v České republice. Ekonomická situace v České republice je příznivější a inflační tlaky se objevují dříve. Naproti tomu působí závazek ECB o prodloužení politiky kvantitativního uvolňování do konce roku. Je třeba si připustit, že vnější prostředí a měnová politika ECB má velký vliv. Z tohoto důvodu souhlasí s MPD. Nejistoty jsou v něm dobře popsány.

Nechce se vyjadřovat k časování opuštění kurzového závazku (neboť u něho již nebude), ale k vývoji po něm. Lze konstatovat, že trh je „překoupen“. Kurz po ukončení závazku může v rámci krátkodobé volatility oslabit. Vystane otázka, jak reagovat na krátkodobé prudké oslabení kurzu. Je rád, že v MPD jsou simulace mapující dopady různých scénářů kurzu. Bylo by ale dobré, aby ČNB měla strategii, jakým způsobem oslabení kurzu tlumit. Je to důležité proto, aby nevyšla nutnost rychlého zpřísnění měnových podmínek, které by vyvážilo krátkodobé tlaky na oslabení kurzu. Pro měnovou politiku jsou jistě důležité čtvrtletní průměry kurzu, nicméně krátkodobá volatilita kurzu může mít závažné mediální a reputační dopady.

**M. Hampl:** SZ má následující poselství: existuje mnoho nejistot a rizik. V hodnocení možného vývoje souhlasí s L. Lízalem. Kurzový závazek optikou reálného kurzu posunul cenovou hladinu oproti eurozóně o jeden procentní bod, byť by bylo ideální, pokud by tento posun byl o 4 procentní body. Opuštění závazku by bylo jednodušší, pokud by v České republice docházelo k přestřelování inflačního cíle a inflace v eurozóně by byla nízká. Odkládat opuštění závazku se dá opakovaně, kdežto kurzový závazek opustit se dá jednou a správně jej opustit se dá pouze jenom jednou. Stále platí, že je rizikovější kurzový závazek opustit příliš brzo než pozdě. Při pozdějším opuštění kurzového závazku existuje měnověpolitický prostor pro určení inflace.

**T. Nidetzký:** Nová prognóza nemění ekonomický příběh, ale vytváří podmínky pro opuštění kurzového závazku, které se naplňují. Na konci roku nastalo poněkud překvapivé plnění inflačního cíle, otázkou ale zůstává, zda je udržitelné. Je potěšující, že růst inflace nebyl způsoben pouze volatilními položkami, jakými jsou ceny potravin a pohonných hmot, ale že rostla i korigovaná inflace bez pohonných hmot. To je hlavní podmínka toho, aby k opuštění závazku mohlo dojít. Souhlasí s MPD.

Otevírá otázku komunikace. Vývoj inflace byl prognózou i skutečným vývojem zásadně přehodnocen, nicméně dnešní komunikace je dost podobná minulé komunikaci. Bylo by dobré vyslat signál, že si je bankovní rada vědoma nárůstu inflace, a že se připravují další kroky v rámci měnové politiky.

**P. Řežábek:** Je zřejmé, že ekonomika je „natlakovaná“ a že trh práce je v boomu.

Existují rizika týkající se vnějšího prostředí. Blíží se volby v mnoha zemích a diskutuje se o problémech v italském bankovním sektoru; problémy se mohou také objevit ve Španělsku a Řecku. Vnější prostředí může přinést překvapující přehodnocení: po zvolení nového prezidenta ve Spojených státech byla nejprve pesimistická očekávání, nicméně akciové trhy reagují obráceně, než čekali někteří analytici a novináři.

Je důležité věnovat se opuštění kurzového závazku. Jak již zmiňoval minule, bylo by vhodné udělat analýzu, jaké instrumenty slouží k ukládání spekulativních investic, které do ČR přitekly. Bylo by dobré vědět, kolik z těchto investic je uloženo na účtech a kolik je jich v jiných typech finančních aktiv. Některé pozice jsou krátkodobé, jiné se budou uzavírat později. Diskutuje se, že trh je „překoupený“, nicméně nelze se domnívat, že by si toho investoři nebyli vědomi. Na daném trhu se pohybují, informace mají, a přesto pozice otvírají.

Přeje hladké opuštění z kurzového závazku, ke kterému by mělo dojít co nejdříve. Pokud by ve druhém čtvrtletí došlo k problémům ve vnějším prostředí, např. v italském bankovním sektoru, pak by pozdní opuštění představovalo riziko. Nicméně dodržení „tvrdé“ formy kurzového závazku je žádoucí.

**V. Tomšík:** Dnešní prognóza se týká nejen roku 2017, ale i roku 2018. Je nezpochybnitelné, že inflace ve 4. čtvrtletí 2016 zrychlila a vrátila se do středu tolerančního pásma inflačního cíle. Pro rok 2018 inflace míří do horní poloviny tolerančního pásma inflačního cíle, což je žádoucí, neboť to umožní doručit méně uvolněné měnové podmínky. Jak konstatuje SZ a jak zmínil i T. Nidetzky, návrat inflace k cíli nebyl způsoben pouze domácími poptávkovými tlaky, ale byl také ovlivněn volatilními položkami, jakými jsou ceny potravin a ceny pohonných hmot. Také ceny v sektoru pohostinství byly ovlivněny a to jednak změnou DPH a jednak zavedením EET. To jsou jednorázové faktory. Je třeba sledovat vývoj jádrové inflace, která je měřena korigovanou inflací bez pohonných hmot. Ta je po pěti letech záporných hodnot kladná a dále roste, ale inflačního cíle zatím nedosáhla. Prognóza říká, že se navrácí k cíli, ale zatím nehrozí výrazné přestřelení. Proto nehrozí, že by měnová politika reagovala opožděně.

Ukazuje se, že negativní růstové faktory, jakými bylo odkládání investic a výkyvy v čerpání evropských fondů, již pominuly, a lze očekávat poměrně stabilní růst 2,8 % v letech 2017 a 2018. Tento růst zahrnuje i mírné ochlazení poptávky v zahraničí a menší míru uvolnění měnových podmínek v České republice. Je nutné diskutovat o tom, jaké mají být další kroky v měnové politice.

Pokud by se měnová politika začala zpříšňovat příliš rychle, pak existuje riziko, že by bylo nutné začít opět přemýšlet o tom, jaké nekonvenční nástroje měnové politiky použít. Je tedy lepší počkat, až jednorázové vlivy odezní, na to, jaké budou inflační tlaky z domácí ekonomiky. Proto by mělo k opuštění kurzového závazku dojít kolem poloviny letošního roku. To umožní pružněji reagovat na následný vývoj. Není proto nutné směřovat komunikaci k dřívějšímu ukončení závazku.

Opuštění kurzového závazku bude znamenat návrat ke standardní formě řízeného plovoucího kurzu, který byl v platnosti před zavedením závazku. V tomto režimu měnová autorita vyhlazuje kurzové výkyvy, které by mohly ohrozit plnění inflačního cíle.

Prognóza je založena na aktuální znalosti makroekonomické situace a zohledňuje předpoklady o vývoji úrokových sazeb v ČR i v eurozóně. Prognóza tedy bere do úvahy kladný úrokový diferenciál, nicméně bankovní rada určuje, zda bude tak velký, jak jej prognóza předpokládá. Reálná apreciac se obnoví, ale její tempo nemusí být příliš vysoké. Což je další důvod, který nasvědčuje tomu, že nominální apreciac kurzu po opuštění závazku nemusí být vysoká. Dalším faktorem je již zmíněná „překoupenost“ trhu. Modelový aparát neumí postihnout faktory, jakými je chybějící protistrana a zajištění vývozců. Kurz tudíž po opuštění závazku nemusí skokově posílit.



Je správné, že se bankovní rada zabývá sladěností měnové a makrobezpečnostní politiky. Reálné dlouhodobé rovnovážné úrokové sazby jsou odhadovány na 1 %. Po 9 letech uvolnění měnové politiky ale stále ještě nedosáhly této hodnoty. Je namístě si klást otázku, zda tato situace nemůže mít dopady pro stabilitu finančního systému. ČNB si tuto problematiku uvědomuje a jako jedna z prvních centrálních bank v EU zavedla opatření, která posilují finanční stabilitu. Těmito opatřeními není pouze proticyklická kapitálová rezerva, ale existují i ostatní nástroje. Bankovní rada bude sledovat tempo růstu nominálních disponibilních příjmů, vývoj nominálních úrokových sazeb na úvěry a tempo růstu úvěrů. ČNB není v této oblasti „behind the curve“.

**J. Rusnok:** V dobách extrémně nízkých úrokových sazeb existuje přirozené napětí mezi měnovou a makrobezpečnostní politikou, nicméně není dobré toto napětí ani prodlužovat ani zvyšovat. Jak zmiňuje stanovisko SAO FS, tím, že inflace je ve zřetelně kladných hodnotách, ale nominální úrokové sazby jsou velmi nízké, dochází k extrémně uvolněným úvěrovým podmínkám. To se odráží v nastavování parametrů makrobezpečnostní politiky, ale nelze ignorovat ani nastavení politiky měnové.

Souhlasí s MPD a s názory kolegů, kteří zmiňovali, že v době exitu by měla být jistota, že nedojde k rychlému návratu inflace na velmi nízké hodnoty nebo dokonce do deflace. V současnosti tedy pořád existuje prostor pro další „natlakování inflačního hrnce“. Bude důležité sledovat vývoj v dalších měsících, aby se ukázalo, nakolik je současný vývoj ovlivněn dočasnými faktory a nakolik se jedná o robustní vývoj jádrové inflace. ČNB není v situaci, kdy by byla optikou aktuálního ekonomického vývoje nucena opustit kurzový závazek dříve a rozhodně není „behind the curve“.

Klade otázku, zda prohlášení adekvátně postihuje kvalitativní změnu situace.

**V. Benda:** V reakci na předchozí diskusi ohledně robustnosti inflačních tlaků připomíná, že ČNB necílí jádrovou inflaci, ale cílí inflaci spotřebitelských cen. Měnová politika by měla být vpředhledící. Oddalování zpřísnění měnové politiky z důvodu čekání na potvrzení robustnosti inflačních tlaků by znamenalo změnu reakční funkce měnové politiky. To také znamená posun od vpředhledčnosti k vzadhledčnosti a měla by se tato změna reakční funkce veřejně komunikovat.

Je třeba se smířit s tím, že s každou prognózou jsou spojena určitá rizika. Je třeba změnit komunikaci, neboť minulá prognóza čekala návrat inflace k cíli na konci roku 2017, kdežto ona se na cíl vrátila o rok dříve, byť možná dočasně. Ponechání současné komunikace je neúnosné a není důvěryhodné pro trhy.

Tvrdý závazek by se měnit neměl, ale měla by se posunout „měkká“ forma závazku z poloviny roku do 2. čtvrtletí roku 2017. Pokud se tak nestane, ČNB bude vnímána jako „behind the curve“, což se odrazí přílivem spekulativního kapitálu a nárůstem rezerv.

**L. Lízal:** Nesouhlasí s V. Bendou. Centrální banka má vyhlazovat výkyvy v reálné ekonomice i v cenovém vývoji. ČNB dlouho podstřejovala inflační cíl a inflace byla příliš nízká. Proto tedy není problém, pokud inflace dočasně vzroste k horní hranici tolerančního pásma. Modelový předpoklad v době zavádění kurzového závazku byl ten, že se inflace dočasně nechá vzrůst nad cíl. To umožní hladší opuštění závazku i přizpůsobení nominálních veličin. Jádrová inflace je indikátor toho, zda měnová politika není „behind the curve“. Proto nemá v současnosti smysl měnit komunikaci ohledně časování exitu.

Levné financování úvěrů souvisí i s tím, že do ČR proudí spekulativní kapitál. V okamžiku opuštění kurzového závazku tento příliv zmizí. Proto není zatím nutné zpřísnovat nastavení naší politiky.

Na závěr děkuje kolegům ze SM i ostatních sekcí za výbornou spolupráci v období svého působení v bankovní radě. Někdy byly jeho návrhy vyslyšeny, jako v případě zavedení kurzového závazku, někdy ne, jako v případě taktického zavedení negativních sazeb. Nicméně si váží vzájemné korektní spolupráce i při rozdílných názorech.

**M. Hampl:** Souhlasí s V. Tomšíkem, že tempo reálné konvergence je do budoucna nejisté. Z hlediska opuštění závazku jde o to, aby předčasné opuštění nebylo samo zdrojem nominální šoku do kurzu.

Není v současnosti důležité věnovat se debatě o souhře mezi měnovou a makroobezřetnostní politikou. ČNB není „behind the curve“ ani v jedné z těch politik, byť si někteří zástupci laické veřejnosti mohou myslet, že s opuštěním kurzového závazku je ČNB „behind the curve“ zhruba od 8. listopadu 2013.

Souhlasí s názorem L. Lízala. Při vstupu do kurzového závazku se počítalo s tím, že inflace vystoupá nad inflační cíl, aby byl umožněn hladký exit. To se změnilo v průběhu času na to, že přestřelení nemusí být aktuální a že bude stačit, pokud se objeví v prognóze. Připomíná, že se bankovní rada vždy na jednorázové šoky dívala jako na něco, co se vyjímkuje. Bankovní rada se nesnažila přetlačit pozitivní nabídkový šok do cen ropy posunem kurzového závazku na slabší hladinu. To implikuje jistou symetrii. Je tedy třeba analyzovat, zda vývoj inflace je ovlivněn jednorázovými faktory, nebo zda jde o udržitelnou trajektorii. Asymetrický přístup k jednorázovým inflačním šokům není správný.

Je pozitivně překvapený, že P. Řežábek říká, že kurzový závazek „natlakoval inflační hrnec“ a že tedy zafungoval dobře. Na druhou stranu by očekával, že alespoň na tomto posledním zasedání uslyší konkrétní návrh na ukončení kurzového závazku nebo na to, že se mají úrokové sazby zvýšit. Překvapuje ho, že tento člen bankovní rady veřejně komunikuje, že dlouhodobě nesouhlasí s nulovými úrokovými sazbami a přitom se účastnil 29 zasedání, kde o nich hlasoval kladně a nenavrhoval jejich zvýšení a účastnil se 21 zasedání a nenavrhoval ani jednou ukončení kurzového závazku.

**P. Řežábek:** Několikrát konstatoval, že ctí „tvrdou“ formu závazku.

Aniž by hodnotil věrohodnost prognózy, situace se změnila. Průměrná hodnota meziočnické celkové inflace od roku 2008 je 1,7 %, což není daleko od inflačního cíle a není to příliš nízká hodnota. Reálná mzda od roku 2014 roste o více než 2 % ročně. Prognóza předpokládá pro rok 2017 růst spotřebitelských cen o 2,4 % a o 2,2 % pro rok 2018, růst reálné mzdy se očekává 2,7 % pro rok 2017 a 2,8 % pro rok 2018. Očekávaná dvoutýdenní repo sazba je 0,3 % pro letošní rok a 0,88 % pro rok příští. Pokud dojde k opuštění závazku v polovině tohoto roku, znamená to, že by mělo dojít k jednomu nebo spíše ke dvěma zvýšením repo sazby, na což již příliš mnoho času nezbyvá. Je nutné dosáhnout 4 standardní zvýšení, aby se dosáhlo průměrné dvoutýdenní repo sazby 0,88 % v roce 2018. To přirozeně vyvolává otázku ohledně termínu ukončení závazku. A je důležité, jakým způsobem budou tato čísla interpretovat vnější čtenáři.

**T. Nidetzky:** Vrací se k diskuzi o finanční stabilitě. U spotřebitelských úvěrů nejde jen o jejich množství, ale i o formu jejich distribučního modelu. Nedomnívá se, že by pomohlo pouze zvýšení referenčních úrokových sazeb, jak ukazuje nedávná zkušenost, kdy někteří poskytovatelé spotřebitelských úvěrů úrokové sazby zvýšili a pak je vrátili na nízké hodnoty právě z důvodu tlaku distributorů.

Ohledně dosahu prohlášení BR upozorňuje, že srovnání minulého a na toto zasedání navrženého prohlášení jsou velmi podobné. Nové údaje ale vyžadují, aby byly explicitně zohledněny. Nedoporučuje ale měnit komunikaci týkající se ani „tvrdé“ ani „měkké“ formy kurzového závazku. Nicméně dosažení inflačního cíle by mělo být komunikováno. Podporuje také komunikaci o tom, že se po exitu dá očekávat volatilní vývoj kurzu koruny.

**V. Tomšík:** Reaguje na poznámku V. Bendy o změně reakční funkce měnové politiky. Není přesvědčen o tom, že by bankovní rada měnila svoji reakční funkci. Na horizontu transmise měnové politiky inflace klesá. To, že nedojde k přiblížení „měkké“ formy závazku, neznamená, že je bankovní rada vzadhledící. Pokud by bankovní rada byla vzadhledící, tak by hladina kurzového závazku dosáhla 29 nebo dokonce 30 CZK/EUR. Připomíná zkušenost z let 2007 a 2008, kdy z důvodu neúrody a změny DPH rychle vzrostly ceny potravin, ale měnová politika nereagovala. Měnová politika ovlivní inflaci na horizontu měnové transmise a na tomto horizontu jde inflace k cíli.

Právě proto, že je bankovní rada vpředhledící, se chce vyhnout situaci, kdy se bude muset v případě neočekávaného šoku vracet k nulovým úrokovým sazbám nebo ke kurzovému závazku. To ale nevylučuje v případě potřeby ukončit tento závazek již ve druhém čtvrtletí 2017.

Jaká existují rizika v poprávkových tlacích, že inflace přeskočí 3 % horní toleranční hranici inflačního cíle? Pro poprávkové tlaky je důležitý celkový objem mezd a platů. Je sice pravda, že prognóza očekává 5% růst průměrné mzdy. Zaměstnanost se ale již příliš zvyšovat nebude, což znamená, že objem mezd a platů neporoste rychle. Připomíná, že zadluženost domácností je na historických maximech. Domácnosti mají řadu úvěrů, přičemž splácení těchto úvěrů bude omezovat poprávkové tlaky. Pokud úrokové sazby vzrostou, omezení poptávky bude ještě vyšší.

Růst hodinové produktivity je vysoký, a ve zpracovatelském průmyslu došlo k dvojnásobně vyššímu růstu této produktivity oproti zbytku ekonomiky. To znamená, že ani nabídkové tlaky nebudou velké.

**M. Hampl:** Souhlasí s V. Tomšíkem ohledně vytváření polštáře pro exit. Pro provedení hladkého exitu bude dobré, aby existoval nějaký inflační „polštář“. Jak ukazují zkušenosti i z jiných centrálních bank, je za určité výše nominálních veličin snadnější inflaci tlumit než povzbuzovat.

V předchozí debatě pouze opakoval fakta z archivů ČNB, jak kdo na minulých měnových zasedáních hlasoval, což je v případě úrokových sazeb veřejné.

**V. Benda:** Inflace na horizontu měnové politiky se vrací k cíli, ale za předpokladu implikovaných zpřísnění měnové politiky, které prognóza obsahuje. Inflace na horizontu transmise nepadá z důvodu exogenních dezinflačních tlaků, ale primárně z důvodu reakce centrální banky. Ohledně pravděpodobnostního („měkkého“) závazku je třeba si ujasnit, zda jej vnímáme pouze jako nástroj komunikace na případné zmatení trhů, nebo jako pravděpodobnostní funkci popisující optimální časování opuštění závazku. Z tohoto hlediska by se pak dal „měkký“ závazek posouvat oběma směry. Souhlasí, že nelze měnit tvrdou formu závazku.

Zároveň se domnívá, že posun měkkého závazku pouze o 3 měsíce nezaručí samo o sobě výraznější „natlakování inflačního hrnce“. Zastává názor, že k exitu dojde na začátku 2. čtvrtletí 2017 díky nárůstu domácích i zahraničních inflačních tlaků.

Vnímá reputační riziko pro ČNB, pokud by nedošlo ke změně současné komunikace ohledně pravděpodobného umístění exitu, ale přitom by následně došlo k exitu například 1. dubna 2017. Trh by to mohl vnímat tak, že k tomu centrální banka dotlačil. Z těchto důvodů navrhuje změnu komunikace v podobě přiblížení exitu do druhého čtvrtletí 2017.

Dále připomíná, že zadluženost domácností je na historickém maximu každý měsíc už asi 10 až 15 let. Není důvod se domnívat, že „bod zvratu“ nastane v současné době. Naopak, zadluženost domácností může dále růst až k hodnotám obvyklým v západní Evropě.

**P. Řežábek:** Souhlasí, že je všeobecně známo, jak kdo hlasoval o sazbách. Co se týče kurzového závazku, ze záznamů je zřejmé, že on, Eva Zamrazilová a pravděpodobně také K. Janáček vždy komentovali, že bude obtížné kurzový závazek ukončit a v minulosti nenavrhovali jeho ukončení. Nebylo cílem vyvolávat další dodatečné makroekonomické náklady. Proto od jeho zavedení nikdy nepodpořil pokračování kurzového závazku, vždy se zdržoval hlasování. To se nedá interpretovat jako alibismus.

### **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, Pavel Řežábek a Tomáš Nidetzký. Bankovní rada rovněž rozhodla nadále používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek a potvrdila závazek ČNB v případě potřeby intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Pro toto rozhodnutí hlasovali Jiří Rusnok, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Vojtěch Benda, Lubomír Lízal a Tomáš Nidetzký. Pavel Řežábek se hlasování zdržel. Bankovní rada rovněž hlasovala o ukončení kurzového závazku k 1. 4. 2017. Bankovní rada rozhodla o neukončení kurzového závazku k 1. 4. 2017. Pro toto rozhodnutí hlasovali Jiří Rusnok, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Vojtěch Benda, Lubomír Lízal a Tomáš Nidetzký. Pavel Řežábek hlasoval proti tomuto rozhodnutí.

Zapsal: Jan Brůha