

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 30. března 2017

Přítomni: Jiří Rusnok, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Vojtěch Benda, Oldřich Dědek, Marek Mora, Tomáš Nidetzký.

I. Diskuze navazující na prezentaci 2. situační zprávy

O. Dědek: Poznamenává, že nejzajímavější byl poslední snímek prezentace sekce měnové (dále jen SM), na který se členové bankovní rady nemohli připravit. Není-li možné přesně říci, s jakou pravděpodobností se vyskytnou v rámci úvah o časování exitu z kurzového závazku kladné resp. záporné šoky, jedná se v podstatě o výpověď typu „nebude-li pršet, nezmoknem“. Táže se, zda existuje nějaké vodítko, jaký scénář je pravděpodobnější.

Odpoověď SM: V návaznosti na rozhodovací schéma SM dodává, že šlo primárně o ilustraci rozhodování za nejistoty ohledně časování exitu z kurzového závazku a jeho následných makroekonomických dopadů, kde není možné přidělit míru pravděpodobnosti jednotlivým výsledkům. Rozhodnutí by mělo zabezpečit vyhnutí se těm nejhorším možným scénářům. Podobné typy úvah byly bankovní radě prezentovány také před zavedením kurzového závazku z hlediska rizika deflace. Tehdy bylo možné se rozhodnout, že nebude učiněno nic, a pokud by náhodou přišly proinflační šoky, tak by byl cíl naplněn i bez nepopulárního zásahu měnové autority. Avšak pokud by nebylo učiněno žádné rozhodnutí a naopak by se dostavily další protiinflační šoky, což se následně stalo, tak by se česká ekonomika mohla ocitnout v deflační pasti. Protože se bankovní rada rozhodla vyhnout tomu nejhoršímu výsledku i za cenu rizika akce, která se může ze zpětného pohledu ukázat jako zbytečná, tak bylo rozhodnutí přijato. Nyní při úvahách o ukončení kurzového závazku je situace opačná. První úvaha říká, že lze provést brzký exit již na začátku druhého čtvrtletí letošního roku, a pokud nedojde k překvapení protiinflačním směrem, tak by takový exit byl ze zpětného pohledu hodnocen jako správný. Nicméně pokud by začaly přicházet protiinflační faktory (například rychlejší apreciacie kurzu oproti prognóze, rychlé odeznění růstu cen potravin i zvýšené korigované inflace), tak by ČNB čelila poklesu inflace pod cíl. Pak by následně hrozilo opětovné zavedení kurzového závazku, avšak již netransparentní formou, viz švýcarský scénář. Tento scénář by tak představoval ten nejhorší výsledek. Oddálení exitu o čtvrtletí v sobě sice také obsahuje určité náklady z hlediska pokračujícího nárůstu bilance ve stávajícím režimu kurzového závazku a hrozícího přestřelení inflačního cíle nad horní hranici tolerančního pásma. Ale tato chyba by byla poměrně snadno napravitelná tím, že by měnová politika následně reagovala zvyšováním úrokových sazeb, a vrátila by se tak již do svého standardního režimu.

V. Benda (v diskuzi o švýcarské zkušenosti): Oceňuje scénář týkající se Švýcarska, domnívá se, že se jedná o dobrou ilustraci nepovedeného exitu. Uvítal by, kdy by tento snímek byl součástí prezentací již dříve. Byl by to protiargument proti názoru, že Švýčari pochopili neudržitelnost závazku a proto ho opustili.

O. Dědek (v diskuzi o švýcarské zkušenosti): Poznamenává, že se zdá, že ve Švýcarsku není měnověpolitické rozhodování tolik postavené na prognóze a váže se spíše na jiné věci. K zavedení kurzového závazku došlo v době, kdy švýcarský frank začal během krize v eurozóně výrazně posilovat, a tím hrozilo nebezpečí propadu švýcarské ekonomiky. V České republice se spíše jednalo o konkurenční devalvaci. Zde nešlo o problém s kurzem, cílem bylo stimulovat domácí poptávku.

Švýcaři vystoupili z jejich kurzového závazku v předvečer spuštění kvantitativního uvolňování v eurozóně. V případě jejich nevystoupení by v podstatě přiznali, že je Švýcarsko se zafixovaným kurzem součástí eurozóny. Při srovnávání situace ve Švýcarsku a České republice existují odlišnosti.

Odpoověď SM: SM si je vědoma toho, že švýcarská centrální banka měla jinou měnověpolitickou motivaci pro zavedení kurzového závazku, a také následný exit byl dominován snahou primárně o zastavení nárůstu bilance centrální banky. Prezentovaný graf vývoje bilance švýcarské centrální banky k nominálnímu HDP však dále prudce roste i po exitu. Z tohoto pohledu tak nelze hodnotit švýcarský exit jako povedený.

J. Rusnok (v diskuzi o švýcarské zkušenosti): Dodává, že švýcarský exit nebyl pouze o výši bilance. V mezidobí došlo také v posílení amerického dolaru vůči švýcarskému franku, nastala tak situace, kdy vzhledem k vývoji ostatních rezervních měn si mohla švýcarská centrální banka dovolit určité posílení švýcarského franku, který vůči ostatním měnám výrazněji oslaboval.

Odpoověď SM: SM souhlasí s výše uvedeným doplněním, kdy ve Švýcarsku docházelo k autonomnímu uvolnění měnových podmínek vlivem oslabení eura vůči americkému dolaru. Nicméně SM by v případě ČNB takové autonomní uvolnění měnových podmínek v situaci negativní inflace uvítala. Avšak SM zastává názor, že stránka výše bilance hrála v případě švýcarského exitu rovněž velkou roli.

M. Hampl: Poznává, že jako jeden ze dvou pamětníků období před vstupem do režimu kurzového závazku může prohlásit, že kurzový závazek nebyl nikdy vnímán resp. realizován jako kompetitivní devalvace. Jednalo se o uvolnění měnových podmínek jinou cestou než standardně přes nominální úrokové sazby, která byla vyčerpána v roce 2012. Měnové podmínky pak byly prostě uvolněny pomocí své druhé složky. Tento přístup byl obhájen před všemi mezinárodními institucemi, které se pod vlivem komentářů naznačujících kompetitivní devalvaci na důvody zavedení kurzového závazku ptaly. Zdůrazňuje, že si nepamatuje, že by kdy slova „kompetitivní devalvace“ v tomto období zazněla.

O. Dědek (v diskuzi o průsaku měnového kurzu do cen): Oceňuje informační obsah situační zprávy. Poznává, že netušil, že existuje i břidlicová ropa a ne pouze břidlicový plyn. K průsaku kurzu do inflace se táže, zda došlo již k plnému průsaku. Relevantním je v nynější situaci pravděpodobně negativní pass-through, tj. dopad posílení kurzu po jeho uvolnění kurzu na inflaci.

M. Mora (v diskuzi o průsaku měnového kurzu do cen): Táže se na podrobnější vysvětlení efektu průsaku apreciace/depreciace měnového kurzu do domácí cenové hladiny, zda jsou tyto pohyby kurzu do cen symetrické. Popřípadě zda by SM mohla přiblížit závěry svých empirických analýz.

J. Rusnok (v diskuzi o průsaku měnového kurzu do cen): Děkuje za situační zprávu, která je opět z jeho pohledu velmi kvalitně zpracována a přináší celou řadu zajímavých informací. Také oceňuje BOX SZ, který více přibližuje aktuální vývoj na trhu práce.

Jak je v modelu kalibrován průsak změn měnového kurzu do cen? Zastává názor, že měnový kurz se v rámci transmise do cen chová na mnoha maloobchodních trzích velmi podobně jako nepřímé daně, kdy po jejich zvýšení dochází k jejich velmi rychlému promítnutí do vyšších cen. Pokud dojde naopak k jejich snížení, tak se do cenového vývoje v některých případech nedostanou vůbec, nebo s velkým zpožděním a jen ve velmi omezené míře. Na základě toho tak nepovažuje za správné, mít tyto efekty změn měnového kurzu do cen v modelovém aparátu nastavené symetricky. Za jeden z důvodů asymetrického chování průsaku změn kurzu do cen v prostředí české ekonomiky považuje relativní mělkost většiny domácích maloobchodních trhů, kde navíc nepanuje silná konkurence.

Odpoověď SM: Empirické odhady průsaku měnového kurzu do cen pravidelně aktualizujeme. Na základě těchto odhadů je průsak u krátkodobých šoků do kurzu poměrně slabý (aktuálně

nižší než 10 %), kdy pro 1% dopad do cenové hladiny spotřebitelských cen je třeba více než 10% šok do měnového kurzu. V rámci těchto analýz SM zkoumala i hypotézu o asymetrii dopadů kurzových šoků do cen, která se však empiricky na datech pro českou ekonomiku nikdy nepotvrdila. V jádrovém predikčním modelu SM je tak předpoklad o průsaku měnového kurzu do cen nastaven symetricky, což je patrné také ze scénářů kurzových šoků po exitu, které SM pro měnové zasedání zpracovala. To bylo také vidět v období posilování měnového kurzu v letech 2001-2002, kdy se po silné apreciaci kurzu čistá inflace dostala až do záporných hodnot. Průsak měnového kurzu do cen v predikčním jádrovém modelu probíhá postupně, přičemž jeho část průsaku probíhá relativně rychle. Rychlost průsaku se liší napříč rozdílnými skupinami cen. Dalším faktorem je také důvod posílení kurzu. Pokud kurz posiluje například vlivem růstu zahraniční poptávky, který se odráží v růstu obchodní bilance, dochází současně i k růstu domácích cen vlivem růstu mezd a spotřeby. V diskusi ohledně návratu do režimu kurzového závazku po jeho opuštění, pokud by došlo k výraznému a trvalému šoku do kurzu bez následné reakce měnové politiky (například z důvodu nulových úrokových sazeb), není vyloučen scénář, že by se inflaci opět dostala pod dolní toleranční pásmo inflačního cíle.

V. Benda: Táže se, zda došlo ke sblížení reálného kurzu oproti jeho reálné rovnovážné úrovni v důsledku změny diferenciálu cenových hladin, nebo dochází k větší divergenci. Pokud jde o budoucí exit z kurzového závazku, tlaky na posílení kurzu z tohoto titulu se postupně snižují nebo rostou?

Odpověď SM: Z pohledu odhadů rovnovážného měnového kurzu se skutečný kurz nacházel již na přelomu let 2014/2015 blízko průměru 4 modelů používaných SM. To znamená, že v daném období nelze říci, že by kurz byl zásadním způsobem podhodnocený. Zároveň simulace jádrového modelu g3 v zásadě ukazuje, že během roku 2015 se reálný kurz dostal na úroveň, kde by se nacházel, kdyby nebyl zaveden kurzový závazek. SM zastává názor, že zde již není historicky dluh určitého „nenainflovovaného“ cenového vývoje po oslabení měnového kurzu ze strany ČNB. SM nicméně upozorňuje, že v souvislosti s obnoveným růstem domácí ekonomiky a dlouhodobé konvergence vůči eurozóně se začíná obnovovat dlouhodobý posilující rovnovážný trend, i když pozvolnějším tempem oproti předkrizovému období. Tento vývoj je také dlouhodobě ze strany ČNB veřejně komunikován. Tyto tlaky na zhodnocování kurzu se tak mohou promítnout dvěma způsoby. Buď se po opuštění kurzového závazku a následné počáteční volatilitě kurz vrátí k mírně posilujícímu trendu při inflaci kolem 2 %, nebo v případě dlouhodobého oddalování exitu se může tento faktor začít promítat ve vyšší domácí inflaci oproti eurozóně, tj. působil by zde více kanál inflačního diferenciálu. Čím delší by tak bylo oddalování exitu za polovinu letošního roku, tím větší by bylo následné přestřelení inflačního cíle a nižší následné nominální posílení kurzu v důsledku vyššího inflačního diferenciálu. Rozdíl mezi růstem cen v obchodovatelném a neobchodovatelném sektoru se zvýšil, což je další indikace posilujícího trendu reálné rovnovážné apreciacie, v souladu s odhady SM.

O. Dědek: Ke stínové úrokové sazbě se táže, zda se opravdu jedná o interní koncept, či zda něco podobného používá i ECB. Je možné nastínit logiku toho, jak se v úrokových sazbách odráží objemy nákupu aktiv ECB v rámci kvantitativního uvolňování? U stínové sazby odvozené z nastavení měnových podmínek si postup asi zhruba dokáže představit.

Odpověď SM: Počínaje 5. SZ 2015 je v predikčním procesu „explicitně“ zohledňována nekonvenční politika ECB, a to pomocí tzv. stínových úrokových sazeb. Ty byly v rámci SM kvantifikovány pomocí modelu NiGEM (globální makroekonomický model využívaný v SM pro simulace zahraničního ekonomického vývoje), a následně pak zabudovány do základního scénáře prognózy. NiGEM k simulaci efektů QE standardně využívá proměnnou cílovaný nominální HDP nebo termínovou prémii na dlouhodobých úrokových sazbách. K tomu, aby byl nasimulován efekt QE ECB (původně 60 mld. EUR/měsíčně), by však bylo třeba znát dopad QE

ECB do těchto proměnných, což bez expertního přístupu není možné. Proto byl v rámci SM zvolen alternativní přístup v souladu s prací Fic (2013), která shrnuje výsledky řady studií na toto téma, kde byl proveden odhad dopadu QE na růst HDP. Tyto odhady pro efekt QE ECB do reálného HDP eurozóny byly následně využity v rámci kvantifikace stínových sazeb v SM. Konkrétně bylo cílováno dosažení stejného efektu do reálného HDP postupným snižováním základní úrokové sazby ECB až do záporných hodnot. Srovnatelného efektu do HDP bylo dosaženo při snížení základních úrokových sazeb ECB o přibližně 1 procentní bod.

O. Dědek: Poznamenává, že v Irsku je inflace méně než 0,5 %, a přitom se jedná o jednu z nejrychleji rostoucích ekonomik (str. 10 v SZ). Nízká inflace nemusí nutně znamenat riziko pro růst.

O. Dědek: Ve stanovisku poradce je komentován rozdíl mezi spotem a forwardem kurzu. Koruna je silnější na forwardu. Táže se, zda v současné situaci platí rovnice pokryté úrokové parity. Úroková sazby v eurozóně jsou v porovnání s domácí ekonomikou více záporné, což by mělo působit na vztah spotového a forwardového kurzu v opačném směru.

Odpověď SM: SM potvrzuje, že teorie pokryté úrokové parity nefunguje v případě, že na trhu převládají distorze, které někteří obchodníci aktivně využívají.

Odpověď sekce bankovních obchodů (K. Bauer, ředitel SBO): Dodává, že tato situace nepanuje pouze v případě české koruny. SBO při správě devizových rezerv využívá stejné distorze v rámci obchodů se švýcarským frankem, švédskou korunou, japonským jenem apod. Poptávka po koruně vychyluje implikované výnosy na forwardech dlouhodobě velmi výrazným způsobem. Distorze na měnových trzích v podobě záporných implikovaných výnosů se objevují relativně pravidelně.

T. Nidetzky: Není příliš optimistický ohledně vývoje HDP, u kterého předpokládá jisté zpomalení. Táže se na výhled fixních investic, kde nedokáže rozklíčovat příspěvek vládních a soukromých investic. Nemyslí si, že dojde k tak výraznému příspěvku vládních investic k růstu ekonomiky, a byl by v tomto ohledu opatrnější. Žádá o komentář k poklesu fixních investic. Otázkou je, nakolik budou podnikatelé investovat do strojů, budou-li pod tlakem na zvyšování mezd. Vyjadřuje nejistotu, zda nejsou očekávání ohledně vývoje fixních investic příliš optimistická.

Odpověď SM: SM bohužel v současné době nemá k dispozici data k rozkladu na vládní a soukromé investice, která přijdou společně s další revizí dat následující den po měnovém zasedání. Z pohledu věcného členění investic lze pozorovat ve čtvrtém čtvrtletí negativní příspěvek ve skupině stroje a zařízení, který je však dán výhradně vlivem Gripenů. Naopak záporný příspěvek skupiny budovy a stavby je dán převážně vlivem vládních investic. SM tak zastává názor, že zhoršení fixních investic na konci minulého roku odráží nízké čerpání EU fondů. SM následně dodává, že pro rok 2016 prognóza předpokládá 60% pokles vládních investic v souvislosti s pomalým čerpáním EU fondů. Tento efekt již prognóza kvalitativně obsahuje, nejistota je pouze o jeho rozsahu. Pro rok 2017 již prognóza předpokládá růst.

T. Nidetzky: Domnívá se, že kdyby se aktuálně pozorovaná čísla inflace očekávala, tak by měnověpolitické doporučení bylo spíše v zelené barvě než v oranžové.

V. Tomšík: V prezentaci se diskutuje odpočet od prognózy, která je stará 6-7 týdnů. Z tohoto odpočtu plyne, že největší překvapení je na straně inflace. Nárůst inflace se v simulacích odehrává především v prvním roce. Jaký je mechanismus, který nás v takové situaci na horizontu měnové politiky přivede zpět k původně prognózované inflaci? Kromě inflace nedošlo k jiným výrazným změnám. Inflace vychází ze dvou složek. Z domácí ekonomické aktivity, o které SM tvrdí, že je ve výhledu stále mezi 2 – 2,5 %, a zahraniční inflace, u které

nelze očekávat vzhledem ke krokům ECB nějaký výrazný pokles. Jak tedy může v simulaci po počátečním nárůstu výhled inflace opět samovolně klesnout k původně prognózovanému výhledu? Je očekávána nějaká měnověpolitické akce? Připomíná, že kurz je v prognóze uvolněn až v polovině roku.

Odpověď SM: Dlouhodobé fundamentální cenové tlaky jsou v souladu s prognózou, v případě aktualizovaných simulací lze pozorovat vliv odchylky u mezd a HDP směrem dolů, která kompenzuje sekundární dopady aktuálně vyšší inflace dané zčásti jednorázovými faktory.

V. Benda (v diskuzi ohledně efektů EET): Táže se na vliv zavedení elektronické evidence tržeb v sektoru restaurace a kavárny. Je růst v tomto segmentu pouze jednorázovým efektem, nebo je to efekt, který by se dříve či později i tak projevil? Připomíná, že v tomto segmentu byl růst cen v minulosti relativně dlouhou dobu utlumený. Tento sektor tak mohl čekat na vhodnou příležitost, aby mohl zdůvodnit, proč zdražuje. Zavedení elektronické evidence tržeb tak mohlo být pouze spouštěčem a tento růst by mohl pokračovat i dále do budoucna. Odkazuje se na stanovisko poradce, který zastává názor, že inflační tlaky by mohly být nad rámec předpokladů prezentovaných v situační zprávě vyšší s implikacemi na budoucí přehodnocování prognóz vývoje inflace směrem nahoru.

M. Hampl (v diskuzi ohledně efektů EET): Táže se, zda je efekt EET opravdu jednorázového charakteru a měl by postupně z inflace vymizet, tj. na počátku příštího roku už by neměl ovlivňovat inflaci. Je možné odhadnout, jak velká část EET je poptávkového charakteru a jak velká část je čistě administrativní? Je možné, že koordinační efekt zmiňovaný SM existuje a pouze jednorázově „propouští“ do ekonomiky něco de facto poptávkového charakteru. Není si ale jistý, jak velkou roli tento poptávkový efekt hraje. Domnívá se, že v domácí ekonomice často ekonomičtí hráči hledají alibi zejména pro nepopulární věci. Často hledají nějakou autoritu, na kterou by mohli svést, že činí něco, co jim trh umožňuje. Jak již poznamenával v minulosti, je přesvědčen, že pokles cen u datových tarifů a tarifů za volání v roce 2013 nebyl dán nějakým probuzením operátorů. Jednalo se také o vliv poptávky. Lidé nebyli ochotni v domácí ekonomice utrácet ani za statusové zboží, což mobil a telefonování jsou.

Rovněž připomněl, že významným příspěvkem k růstu korigované inflace bylo také imputované nájemné odrážející růst cen nových nemovitostí, jejichž váha v indexu spotřebitelských cen se navíc od počátku roku 2017 zvýšila na dvojnásobek.

J. Rusnok (v diskuzi ohledně efektů EET): SM mezi protiinflační šoky řadí efekty elektronické evidence tržeb. Lze tomu rozumět, že tlaky v meziroční dynamice po roce odezní. Připomíná ale, že mezitím se plánuje spuštění ještě dalších dvou fází zavedení elektronické evidence tržeb i v dalších oblastech.

Odpověď SM: SM zastává názor, že k růstu korigované inflace dochází především z fundamentálních důvodů, efektu zvýšených nákladů přímo spojených se zavedením elektronické evidence tržeb dává SM jen malou váhu. Navíc přitom došlo k poklesu DPH o 5 procentních bodů, což by měla být z hlediska samotného zvýšení nákladů provozovatelů více než dostatečná kompenzace (nákup pokladen, připojení k internetu apod.). SM vnímá, že v sektoru pohostinství se objevují tlaky na růst nákladů včetně mzdových již delší dobu, a nepochybně by tak v tomto odvětví dříve nebo později ke zvyšování cen došlo i bez zavedení elektronické evidence tržeb. Z pohledu růstu jednotkových mzdových nákladů cenový růst zaostával za očekáváním, dříve nebo později se tak musel projevit Balassa-Samuelson efekt, a to se silnější intenzitou, než jaká byla doposud pozorována. Efekt zavedení elektronické evidence tržeb tak mohl být právě spouštěčem tohoto přirozeného efektu, který však cenový růst nakoncentroval do krátkého časového období. Z pohledu SM však mohlo také dojít k tomu, že v pozorovaném cenovém nárůstu korigované inflace již jsou započítány i náklady budoucí, což následně může tlumit cenový nárůst v budoucnu. V návaznosti na významný příspěvek složky imputovaného nájemného do inflace vlivem jeho vyšší váhy od začátku letošního roku při

pokračujícím růstu cen nových nemovitostí, SM odkazuje na experimentální cenové indexy zahrnující vyšší podíl cen nemovitostí, které byly na minulých měnových zasedáních bankovní radě prezentovány. Dále SM dodává, že u cen potravin dochází k růstu i v okolních zemích, přitom ale tempo růstu cen potravin v ČR je nejvyšší.

V. Benda: Děkuje za zpracování situační zprávy a stanovisek. Oceňuje formát malých situačních zpráv, kdy je možné se více soustředit na analytickou část a není nutné se probírat samotným textem, který je zveřejňován. Propojení situační zprávy se stanovisky vnímal jako větší než obvykle. Oceňuje box na straně 17, který hodnotí strukturální změny na straně zaměstnanosti a míry participace. Domnívá se, že tento box výrazně posouvá debatu o potenciálu pracovní síly v domácí ekonomice. Jedná se o velmi zajímavý přístup, který bude nabírat na významu v následujících čtvrtletích a letech – jedná se především o grafy na straně 18, která přináší poměrně zajímavý obrázek zdrojů růstu zaměstnanosti podle věkových skupin. Oceňuje stanovisko poradce, které na tuto analýzu navazuje a rozvíjí jí dál. Analýza ve stanovisku znamená posun směrem od pouhého konstatování, zda je tempo růstu mezd menší či větší než prognóza, k úvahám o tom, zda mají tyto změny proinflační či protiinflační implikace pro příští prognózu.

Nebude nyní komentovat bilanci rizik, tak jak ji vnímá. Tuto diskuzi povede na uzavřené části jednání.

Oceňuje analýzu ze stanoviska, která se zabývá zajištěním exportérů. Konečně se objevilo nějak podložené konkrétní číslo. Domnívá se, že se jedná o analýzu, kterou by bylo možné v budoucnosti publikovat.

V. Benda: K novému údaji o HDP poznamenává, že je vhodné z komunikačních důvodů zmiňovat nový údaj jako protiinflační faktor, zvláště vedle skutečných čísel o inflaci. Na druhou stranu to nevnímá jako vážný problém. Hlavním faktorem byl propad vládní spotřeby, u které si není jistý, jak silný má vliv na inflační vývoj. Nový zákon o veřejných zakázkách působí na ceny poptávané vládou směrem dolů, což bude působit na nižší inflaci. Nicméně nejedná se o věc, kterou by bylo nutno nějak analyzovat.

Vzhledem k ekonomické situaci v Německu (například růst sentimentu) vnímá faktory růstu přes oživení exportu pozitivně.

Odpoověď SM: V části prezentace o vývoji HDP zazněla u vládní spotřeby nepřesnost. Vládní spotřeba byla uvedena mezi složkami poptávky s kladnými příspěvky, avšak ve skutečnosti překvapila směrem dolů svou stagnací. Komunikací s ČSÚ bylo zjištěno, že statistický úřad ještě neměl při prvních odhadu HDP k dispozici úplná data z vládního sektoru, takže nelze vyloučit revizi v rámci zveřejnění sektorových účtů následující den po měnovém zasedání. SM předpokládá, že dojde ke snížení zásob, což bude kompenzováno zvýšením příspěvku spotřeby vlády.

V. Tomšík: (v diskuzi ohledně variantního exitu): Poprvé se v diskuzi setkal s výrazem „nové entry“. Také zde zaznělo, že závazek znamená konkurenční devalvací. Připomíná situaci z období listopadu 2012, tj. rok před zahájením intervencí, kdy jádrová inflace byla již čtyři nebo pět let v záporných hodnotách, byla situace dlouhodobé ekonomické recese a jasně existovala deflační očekávání. Následující rok byly sazby na technické nule, docházelo k slovním intervencím týkajících se kurzu, ale i sazeb (forward guidance). Poté došlo k přistoupení k dalšímu uvolnění měnové politiky. Táže se, zda si SM umí představit scénář, že by se v dohledné době například čtyř čtvrtletí dostala ekonomika do podobné situace. Nebo je to něco, co je u SM úplně mimo představu možného?

M. Hampl (v diskuzi ohledně variantního exitu): V měnověpolitickém doporučení v simulaci exitu na počátku druhého čtvrtletí není možné začít zvyšovat úrokové sazby (str. 5). Táže se,

zda toto jsou okolnosti robustního plnění cíle a robustního odpoutání se od nulové hranice úrokových sazeb, které SM vždy zdůrazňovala.

V. Benda (v diskuzi ohledně variantního exitu): Odkazuje se na měnověpolitické doporučení, konkrétně na srovnání variant oslabení kurzu ve třetím čtvrtletí 2017, který dle SM je lehce nad úrovní 27 CZK/EUR, oproti variantě exitu po třetím čtvrtletí 2017, která se z pohledu kurzového vývoje a jeho inflačního působení dle jeho názoru téměř neliší. Táže se na logiku přístupu SM, proč první simulace vede k mnohem výraznější reakci měnové politiky a růstu úrokových sazeb oproti scénáři předpokládajícímu exit po třetím čtvrtletí 2017.

J. Rusnok: Děkuje za zpracované simulace možných vychýlení kurzu po exitu z kurzového závazku, které SM prezentovala v měnověpolitickém doporučení. Překvapuje ho, jak neočekávaná vychýlení kurzu na obě strany mají relativně nízký dopad do trajektorie inflace.

Odpoověď SM: SM odkazuje na zpracované simulace uvedené v měnověpolitickém doporučení, konkrétně na variantní exit a depreciační šok do měnového kurzu, který by ho udržel na úrovni 27 CZK/EUR. Samotný depreciační kurzový šok by měl tendenci dotlačit kurz na ještě slabší úroveň, například až na 27,80 CZK/EUR a více. Avšak SM v této simulaci umožňuje okamžitou endogenní reakci v podobě rychlého zvyšování úrokových sazeb, která dané oslabení tlumí. Kurz tak krátkodobě zůstává na úrovni 27 CZK/EUR, ovšem z důvodu zvyšování úrokových sazeb, nikoliv v důsledku intervencí, které působí ve scénáři variantního exitu. Kromě použití rozdílných nástrojů v obou scénářích (intervence a úrokové sazby) se také v jednom případě jedná o neočekávaný jednorázový šok, v případě prodloužení kurzového závazku se jedná o očekávaný šok. SM také v rámci simulací variantního exitu konstatovala, že scénář opuštění kurzového závazku na počátku druhého čtvrtletí nepředstavuje za stávajících předpokladů dostatečně robustní odpoutání se od nulové hranice úrokových sazeb. Na druhou stranu však SM nepovažuje takto načasovaný exit z pohledu plnění inflačního cíle na horizontu měnové politiky za neproveditelný.

M. Mora: Děkuje za výbornou prezentaci situační zprávy i ostatní zpracované materiály. Táže se na vývoj na trhu práce a s tím spojený vývoj mezd. K tomuto oceňuje BOX v situační zprávě i hodnocení zpracovatele stanoviska M. Hlaváčka. Avšak má dojem, že BOXu chybí celkový závěr a odpověď na otázku, jaký je vliv aktuálního vývoje na trhu práce na potenciál dalšího růstu celkové zaměstnanosti a jaké to bude mít implikace do budoucna na vývoj mezd.

Odpoověď SM: Vyznění BOXu lze zařadit jako možné riziko, že by tlaky na růst mezd nemusely být tak výrazné, jak SM očekává. BOX naznačuje, že v ekonomice je určitá dodatečná nabídka práce, která by mohla reagovat na pokračující rostoucí poptávku, aniž by to vytvářelo výrazné tlaky na růst mezd. Kromě toho je zde ještě relativně velký podíl žen, které by se mohly do trhu práce zapojit. Na jednu stranu tento vývoj vytváří určité kompoziční efekty, z pohledu zaměstnavatele to ale může tlak na zvyšování nákladů opravdu tlumit. Zaměstnavatelé těmto ženám mohou nabídnout namísto zvýšení mezd spíše home office, zkrácené pracovní úvazky apod., což sice s sebou nese jiné náklady navíc, ale celkově to může představovat určitou levnější formu zaměstnání. Tyto faktory by se však měly projevit v delším časovém horizontu. Z pohledu růstu zaměstnanosti SM souhlasí s intuicí, že by mzdový růst mohl být rychlejší, avšak zaměstnanost již roste minimálně dva roky, přitom k výraznějšímu nárůstu mezd stále nedochází. Vysvětlením může být právě vyznění BOXu, kdy v poslední době dochází k růstu nabídky práce, což má vliv i na změny NAIRU.

M. Mora: Může mít 17% propad investic ve slovenské ekonomice určitou spojitost i s vývojem v české ekonomice, resp. jaký je tam fundamentální základ a jaké jsou možné negativní implikace pro českou ekonomiku.

Odpoověď SM: Propad investic na konci roku 2016 je viditelný i v ostatních okolních zemích, což je dáno především cyklem čerpání EU fondů.

M. Mora: Odkazuje se na text SZ a graf na straně 27, který ilustruje poklesu růstu investičních úvěrů. Žádá podrobnější vysvětlení, zde to může být způsobeno očekáváním například v souvislosti s plánovaným ukončením kurzového závazku, nebo zda jsou za tímto vývoje jiné důvody.

Odpoověď SM: Zpomaluje opravdu růst investičních úvěrů, zatímco dochází k obnovení dynamiky krátkodobých úvěrů. Informace od bank potvrzují, že podniky mají dostatečné množství vlastních zdrojů a nepotřebují tak provozní financování. Z těchto zdrojů financují i velkou část fixních investic. Bariéru pro rozšiřování kapitálové zásoby vidí v nedostatku pracovní síly. Růst celkových investic a úvěrů je tažen zejména segmentem developingu.

M. Mora (v diskuzi ohledně stanoviska M. Hlaváčka): Ve vyznění stanoviska postrádá podporu jeho závěru, že proinflační působení domácí i zahraniční ekonomiky na cenový nárůst je evidentní. Žádá zdůvodnění tvrzení, proč by vyhodnocení realizovaných cenových šoků mělo znamenat vyšší přehodnocení příští prognózy v proinflačním směru.

Odpoověď M. Hlaváčka (SAO FS): Děkuje za připomínky ke stanovisku, zároveň se omlouvá, že v něm nebyl více explicitní. Proinflační tlaky vidí podobně jako SM především v nárůstu inflace ve většině cenových okruhů jak domácích, tak i zahraničních. Vnímá vliv vyššího růstu PPI v efektivní eurozóně oproti CPI, kdy PPI více vstupuje do prognózy ČNB. Oproti vnímání SM vidí větší vliv růstu úvěrů, které se projevují mj. v již diskutovaném imputovaném nájemném. Rovněž dochází k akceleraci spotřebitelských úvěrů. Největší rozdíl vidí v interpretaci trhu práce, kdy zastává názor, že jádrový predikční model g3 klade větší důraz na růst mezd, než na pokles nezaměstnanosti. Poukazuje, že model g3 neobsahuje explicitní blok trhu práce. Část nižšího růstu mezd osobně vysvětluje zejména strukturálními aspekty a více akcentuje poptávkové efekty vyšší zaměstnanosti, které v diskuzi zmiňuje také pan guvernér. V relativně technické simulaci SM jsou proinflační šoky do cen interpretovány jako dočasné, s čímž souhlasí v případě cen potravin, když v březnu docházelo již k poklesu ceny zeleniny.

Odpoověď SM: Prognózu nevytváří model g3, ale celý predikční tým. V rámci prognózy SM zapracovává vlivy zaměstnanosti, protože spotřeba bere v úvahu celý disponibilní důchod, kdyby SM měla pocit, že je zde ještě výrazný efekt kompozičního vlivu u průměrné mzdy, tak by tento vliv byl rovněž zohledněn expertní úpravou. Připouští však, že výše zmíněné efekty budou lépe zachyceny až v nové prognóze, na rozdíl od mechanických simulací, které jsou součástí malé SZ.

M. Mora (v diskuzi ohledně stanoviska SAO FS): SAO FS považuje za žádoucí zpřísnit měnové podmínky a to nárůstem úrokových sazeb. Dodává, že se aktuálně neřeší nárůst úrokových sazeb, ale časování exitu z kurzového závazku. Odkazuje na simulaci s variantním časovým exitem zpracovanou SM, v níž je patrné, že dřívější exit z kurzového závazku znamená pozdější nárůst úrokových sazeb. Znamená to tedy z pohledu SAO FS, že navrhuji pozdější exit z kurzového závazku?

M. Hampl (v diskuzi ohledně doporučení SAO FS): Připojuje se k diskuzi ohledně závěrů stanoviska SAO FS, které navrhuje zvýšení úrokových sazeb. To by znamenalo doporučení zvýšit úrokové sazby ještě před upuštěním kurzového závazku.

Odpoověď SAO FS (J. Fraňt, ředitel SAO FS): Komentuje vyjádření a doporučení ze stanoviska samostatného odboru finanční stability. Aby se rozvíjely v ekonomice finanční nerovnováhy, je třeba dvou věcí. Dochází k situaci, kdy investoři vnímají cenu úvěrů jako nízkou, a zároveň také k situaci, kdy jsou investoři optimističtí ohledně budoucího vývoje příjmů a zejména cen aktiv. Oba tyto předpoklady jsou v současné době v české ekonomice splněny. Existuje zde proto riziko rozvoje finančních nerovnováh. Ve standardním módu měnové politiky by SAO FS doporučoval buď zvýšení úrokových sazeb, nebo indikovat, že je ČNB pravděpodobně

v budoucnu zvýší, což by mělo za následek posun výnosové křivky směrem nahoru, nebo minimálně zvýšení na jejím delším konci. Následně by došlo i k nárůstu dlouhodobých úvěrových sazeb, i když související zhodnocení koruny by nárůst těchto úrokových sazeb nejspíše částečně tlumilo. Vzhledem k tomu, že měnová politika se aktuálně nenachází ve standardním módu, SAO FS zvyšování sazeb z tohoto důvodu nenavrhuje. Zároveň respektuje tvrdý kurzový závazek. Dále připomíná, že pokud se bude ekonomika vyvíjet v souladu se stávající prognózou, po exitu nastane očekávání nárůstu krátkodobých úrokových sazeb, které výnosovou křivku posunou směrem nahoru. Dále se zároveň sníží část portfoliové složky v rámci rozkladu výnosové křivky prezentované v závěrečných grafech vyjádření ze stanoviska, která je dána zájmem zahraničních investorů o české dluhopisy. To by rovněž přispělo k nárůstu úrokových sazeb z úvěrů, který je z pohledu SAO FS je žádoucí. Nelze vyloučit, že nastane švýcarský scénář, a pak se může ukázat, že možnost nárůstu úrokových sazeb je z externích důvodů nedostupná.

Odpoověď SM: Souhlasí s hodnocením situace z pohledu SAO FS. Zpřísnění měnových podmínek je žádoucí i z obecného makroekonomického hlediska, svědčí pro to i všechny známky z domácí ekonomiky. Na druhou stranu připomíná vývoj ve vnějším prostředí, kdy měnová politika ECB je stále velmi výrazně uvolněná, když plánuje nakupovat dluhopisy ve výši 60 mld. EUR měsíčně ještě minimálně po dobu následujících 8 měsíců a ke zvyšování úrokových sazeb přistoupí pravděpodobně až v letech 2018-2019. To by mohlo způsobit příliv spekulativního kapitálu a vytvářet tlaky na posílení kurzu koruny. Pro zmírnění těchto budoucích rizik je z pohledu SM žádoucí oddálení exitu do konce druhého čtvrtletí 2017, které již v simulacích zaručuje alespoň prostor pro hypotetické zvýšení úrokových sazeb o 0,5 procentního bodu.

J. Rusnok: Žádá vysvětlení, jaký je důvod přehodnocení výhledu PPI v eurozóně směrem nahoru, které je vysvětlováno pohybem ceny ropy Brent. Přitom cena ropy Brent se oproti předchozím předpokladům posouvá níže, naopak PPI bylo přehodnoceno směrem nahoru.

Odpoověď SM: Tento vztah nebyl během prezentace SZ správně formulován. Nižší výhled ropy Brent a vyšší výhled PPI jsou v rozporu. Výhled PPI byl přehodnocen směrem nahoru navzdory tomu, že výhled ceny ropy je aktuálně oproti minulé prognóze nižší. To je výsledek toho, že růst zahraničního PPI překvapuje svým rychlejším růstem v již pozorovaných datech. Tento růst je vyšší vůči minulé predikci, ačkoli ta již v sobě zahrnovala expertní úpravu směrem nahoru. Rozklad PPI eurozóny na ropnou a neropnou část vyznívá tak, že dochází k překvapování směrem nahoru právě v neropné části PPI, jinými slovy ve fundamentální části. Tento fakt by následně potvrzoval hypotézu, že rostoucí tlaky z dovozních cen můžou být dlouhodobější na rozdíl od vývoje ceny ropy, který se může velmi rychle změnit. SM dále dodává, že mezi pozorovaným vývojem PPI a výhledem ceny ropy je také určité časové zpoždění. Proto se může někdy vyskytovat situace, kdy jsou tyto proměnné v odpočtu oproti minulé prognóze v rozporu, jako v tomto případě.

V. Tomšík (v diskuzi o mzdovém vývoji): Táže se na překvapení související s novým údajem o růstu mezd. Několikrát bylo diskutováno, že nezaměstnanost již pravděpodobně dosáhla hladiny NAIRU. V domácí ekonomice je nyní nejnižší nezaměstnanost v celé EU. SM očekávala, že z tohoto důvodu dojde k akceleraci mzdových požadavků a následně i růstu cen. Bylo prezentováno, že dochází k růstu PPI, což je signál pro růst CPI. Přestal tedy koncept NAIRU být relevantní?

T. Nidetzky (v diskuzi o mzdovém vývoji): Vnímá u SM jisté překvapení z nových údajů ze mzdové oblasti. Z dlouhodobého pohledu ale vidí velký potenciál proinflačního působení mezd. Domnívá se, že podnikatelé se chovají tak, že si nejprve otestují možnost zvýšení ceny, a poté budou zvyšovat mzdy. Nemyslí si, že by převažoval směr opačný, tj. nejprve by došlo ke zvýšení mezd, a poté by podnikatelé zkusili prodávat za vyšší ceny. Proinflační potenciál

mezd je odražen v mediánu mezd, který roste rychleji než průměrná mzda. Průměrnou mzdu nepovažuje za příliš relevantní ukazatel. Dalším vlivem bude zmírňující se nepoměr mezi mzdami mužů a žen, který nyní tvoří 20 %. Kvůli situaci v mzdové oblasti nesdílí se SM obavu z dlouhodobě nízké inflace. Výraznější růst mezd povede prostřednictvím spotřeby k nárůstu inflace. Na druhou stranu poznamenává, že do výhledu inflace se negativně promítnou ceny ropy, což situační zpráva uvažuje. Z diskuzí v zahraničí plyne, že ceny ropy pravděpodobně neporostou, dojde spíše k jejich poklesu. Na tento typ šoků ovšem měnová politika nereaguje.

M. Hampl (v diskuzi o mzdovém vývoji): Ptá se, nakolik je růst mediánové mzdy relevantním indikátorem. Mediánová mzda byla spíše brána jako pomocný indikátor, nicméně je veřejně komunikována a poměrně hojně diskutována. Překvapení v novém údaji o růstu průměrné mzdy považuje za nepříjemné. Byl očekáván rychlejší růst mezd. Není si jistý, zda je rozumné očekávat nějaký lagging efekt, tj. zpoždění nárůstu mezd za růstem ekonomiky, v situaci, kdy dojde ke zpřísnění měnových podmínek. Zpřísnění měnových podmínek bude ochlazovat trh práce, a pokud již dnes zaostává růst mezd za očekáváním, bude zpřísnění podmínek působit ve směru dalšího zaostávání. Připomíná, že domácí trh práce je duální, jsou v něm standardní zaměstnanci a zároveň agenturní pracovníci, kteří vyplňují jakousi mezeru v nabídce pracovní síly, která se může rychle objevit, ale také rychle zmizet. Je sice pravdou, že přítok a odtok agenturních zaměstnanců se nemusí nutně týkat první vrstvy účastníků pracovního trhu. Nicméně neočekává, že případný odchod agenturních pracovníků bude vytvářet tlak na růst mezd standardních zaměstnanců. Žádá SM o komentář.

J. Rusnok: (v diskusi o mzdovém vývoji): V rámci měnověpolitické diskuse se zaměřuje především na objem mezd, který roste a vytváří poptávku.

Odpověď sekce měnové (dále jen SM): SM zdůrazňuje, že prognóza předpokládá, že mzdový vývoj bude působit proinflačně. Trh práce je relativně napjatý a aktuálně se pohybuje již pravděpodobně pod NAIRU, což bude generovat tlaky na další zrychlování mezd. Mzdový vývoj tak generuje domácí nákladové inflační tlaky, které přispívají ke zvyšování jádrové inflace. Tyto inflační tlaky by také měly pomoci udržet inflaci blízko inflačního cíle i po exitu z kurzového závazku, a to i v prostředí případného posilování měnového kurzu. Kvalitativní příběh se tak nemění. SM řeší spíše jeho kvantitativní rovinu, zda bude tento vývoj odpovídat předpokladům prognózy, nebo bude mzdový vývoj slabší, viz poslední údaje ohledně tempa růstu průměrné mzdy, které zaostaly za prognózou. Na druhou stranu SM vnímá riziko, že nárůst korigované inflace může být signálem silnějších inflačních tlaků z domácí ekonomiky, než SM doposud přepokládala.

Objem mezd je sice rostoucí, ale roste oproti předpokladům prognózy pomalejším tempem. Navíc objem mezd je relevantní poptávkově, zatímco průměrná mzda z hlediska nákladového, když mezní náklady vytváří do značné míry cena práce. V souvislosti s růstem objemu mezd SM nevidí ve vztahu k prognóze rizika pro spotřebu domácností a i nadále se přepokládá její robustní reálný růst kolem 3 %. SM dále zmiňuje výhody sledování ukazatele mediánu mezd, který oproti průměru není tolik zkreslen kompozičními efekty, kdy jsou do pracovního procesu zapojováni spíše lidé z nižších mzdových pater. Současně medián více zohledňuje zvýšení minimální mzdy v posledních letech. Avšak na druhou stranu SM podotýká, že medián mezd má nižší spolehlivost oproti průměru, neboť je počítán ČSÚ na základě modelového odkladu. Dále v případě ukazatele mediánu mezd dochází k častým revizím. Avšak růst mediánové mzdy poskytuje viditelný signál, že růst objemu mezd a platů indikuje budoucí solidní růst spotřeby domácností. Vzhledem k problémům ukazatele mediánové mzdy počítané ČSÚ počítá SM vlastní medián z detailních mikrodat ISPV, který nebyl během tvorby SZ k dispozici, avšak je uveden v prezentaci na měnovém zasedání. Dle SM mediánová mzda rostla o 5,3 %, výpočet dle ČSÚ vykázal hodnotu 6 %. Dochází také ke dramatickému zrychlování hodinových mezd v nízkopříjmových kategoriích, kde ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku mzda v odvětví služeb a prodeje rostla 8% tempem.

J. Rusnok: V návaznosti na prezentované úvahy zastává názor, že v rámci praktického provádění měnové politiky jsou zde stále velmi velké nejistoty ohledně vývoje na horizontu měnové politiky, se kterými dané úvahy nepočítají. Hodnota odkládání exitu z kurzového závazku tak může být i zcela eliminována neočekávaným vývojem, který samotnou měnovou politikou ČNB ovlivnit nelze.

Odpověď SM: Přínosy odkladu exitu z kurzového závazku ilustrují zpracované simulace variantního exitu, kdy při oddalování exitu roste prostor pro následné zvyšování úrokových sazeb. V situaci exitu během prvního čtvrtletí se trajektorie úrokových sazeb dlouho pohybuje kolem nulových hodnot. Oproti tomu simulace předpokládající exit z kurzového závazku v polovině roku již v sobě zahrnuje prostor pro zvýšení úrokových sazeb o 0,5 procentního bodu. Pokud by došlo k neočekávaným protiinflačním tlakům například z titulu rychlejší apreciacie kurzu, měnová politika by na daný vývoj měla možnost reagovat pomalejším zvyšováním sazeb. Pokud by k takovému scénáři naopak došlo v situaci dřívějšího exitu, nebyl by prostor pro měnověpolitickou reakci na tento nepříznivý vývoj.

J. Rusnok: Zastává názor, že prostor v rozsahu hypotetického zvýšení úrokových sazeb o 0,5 procentního bodu nepředstavuje dostatečný „polštář“ ve světle rizik, které může přinést například neočekávaný vývoj ve vnějším prostředí.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

O. Dědek: Aktuální klíčovou otázkou je načasování exitu z kurzového závazku, tj. buď co nejdříve po uplynutí tvrdého závazku (tzn. ve druhém čtvrtletí 2017), nebo později v průběhu letošního roku. V rámci měnověpolitického rozhodování poukazuje i na nutnost přihlídnutí k otázkám péče o finanční stabilitu, která je rovněž ukotvena v zákoně o ČNB a o které se podle jeho názoru ve srovnání s cenovou stabilitou moc nediskutuje. Upozorňuje na významné jevy, kdy se podíl držby vládních dluhopisů nerezidenty zvýšil ze standardní výše kolem 10-12 % až zhruba na 40 % v současnosti. Dále dramaticky narůstá podíl krátkodobých nerezidentních depozit. Měnová politika kurzového závazku způsobuje vytváření spekulativních pozic na základě jednosměrného očekávání investorů. Z tohoto důvodu vidí rizika v pozdějším provedení exitu, kdy by se ekonomika ještě více natlakovala tímto spekulativním kapitálem. Dalším oddalováním exitu by se tento problém nevyřešil, ale pouze odsunul dále do budoucna, kdy bude tato jednostranná spekulativní pozice o to více komplikovat následný měnověpolitický vývoj po exitu.

Dále upozorňuje na roli komunikace a srozumitelnosti měnové politiky ČNB pro veřejnost, která „kurzový závazek“ vnímá jako záměrné oslabení kurzu koruny, jejímuž opětovnému posílení brání centrální banka svými intervencemi. Za to je následně ČNB vystavena veřejné kritice, přičemž například tři nejvýznamnější ústavní činitelé (prezident, předseda Senátu a předseda Poslanecké sněmovny) vyzvali ČNB k ukončení svých intervencí. Dále připomíná názory liberálně laděných ekonomů, kteří intervence ČNB vnímají jako zasahování do volné hry tržních sil, viz například bývalý prezident Václav Klaus. Rovněž zástupci odborů kritizují intervence ČNB z titulu snížení externí kupní síly koruny. Nadpoloviční většina ekonomických komentátorů je rovněž k intervencím ČNB spíše kritická. Bez ohledu na to, zda je tato kritika oprávněná či ne, by oddalování exitu z kurzového závazku znamenalo jen pokračování „negativního“ vnímání centrální banky veřejností, což osobně vidí jako jeden z argumentů pro dřívější provedení exitu. Avšak z pohledu centrální banky by měla být diskuze ohledně časování exitu zejména měnověpoliticky orientovaná.

Následně se odkazuje na předložené alternativní simulace variantního exitu sekce měnové, tj. exit již po prvním čtvrtletí 2017, který je sice obklopen větší nejistotou oproti pozdějšímu provedení exitu v období po druhém čtvrtletí 2017, avšak z měnověpolitického hlediska nevidí exit již během druhého čtvrtletí jako neproveditelný. V simulaci exitu během druhého čtvrtletí se dostane inflace nejvýše na horní hranu tolerančního pásma, zatímco v simulaci exitu během třetího čtvrtletí dochází k jeho přestřelení. Nevnímá negativně ani nižší prostor pro zvyšování úrokových sazeb při provedení exitu ve druhém čtvrtletí. Poukazuje na prostředí nestandardní měnové politiky v Evropě, kdy ECB má stále zápornou úrokovou sazbu, stejně jako centrální banka Švýcarska, Švédska či Dánska. Zvyšování úrokových sazeb ze strany ČNB by tak v tomto prostředí vytvářelo silnější tlaky na posílení kurzu koruny, než by bylo měnověpoliticky přijatelné. Celkově tak nevyklučuje provedení exitu již během druhého čtvrtletí 2017.

Nezतोžňuje se s názorem sekce měnové, že scénář, ve kterém by byla ČNB po exitu znova donucena intervenovat, představuje nejhorší možný vývoj. Podle jeho názoru je to důsledek určité „diskreditace“ intervencí jako nástroje pro udržování kurzu na uměle oslabené úrovni. Naopak v situaci obdobné výraznému posílení švýcarského franku nevidí jako nestandardní opatření opětovné zavedení intervencí pro zmírnění negativních šoků z titulu dopadu měnového kurzu do ekonomiky. Obecně varuje před přístupem „obsession with inflation“ a zdůrazňuje nutnost rozlišovat situace, za kterých by ČNB neplnila inflační cíl; viz příklad výrazného poklesu ceny ropy, který stimuluje růst domácí a zahraniční poptávky a nízká inflace by v této situaci nebyla škodlivá.

T. Nidetzký: Z jeho pohledu na situační zprávu jsou všechny ekonomické ukazatele naplňovány, což byl cíl rozhodnutí kurzový závazek zavést. Ze zpětného pohledu se tak toto rozhodnutí ukazuje pro naplnění primární makroekonomické úlohy ČNB jako správné. Cíl, který se očekával, byl tak ze strany ČNB naplněn, i když toto naplnění trvalo déle, než se původně předpokládalo. Co se týká výhledu do budoucna, vidí velmi mnoho nejistot a rizik, které však byly ještě vyšší v době, kdy došlo k zavedení kurzového závazku. Co se týká aktuálního výhledu a udržitelnosti inflačního cíle, příkládá velkou důležitost správnému načasování exitu z kurzového závazku. Připomíná, že jedním z důvodů, proč došlo v minulosti k posunu tzv. tvrdého kurzového závazku, bylo i vytvoření dostatečného času pro exportéry, aby se za rozumných podmínek mohli zajistit proti případným kurzovým rizikům. V návaznosti na prezentaci simulací variantního exitu sekcí měnovou nevidí přidanou hodnotu posunu exitu z kurzového závazku o jedno čtvrtletí. Nezastává názor, že by posun o jedno čtvrtletí hrál významnou roli z pohledu makroekonomických dopadů, naopak zmiňuje rizika nežádoucích vedlejších dopadů souvisejících s pokračováním udržování kurzového závazku.

V. Tomšík: Připomíná, že tzv. tvrdý kurzový závazek je již prakticky naplněn a následně shrnuje aktuální pozici ekonomiky z pohledu měnové politiky. Meziroční růst HDP v letech 2012-2013 v záporných hodnotách. Od té doby česká ekonomika i díky uvolněné měnové politice dosahuje již čtvrtým rokem tempa hospodářského růstu 2-3 %. Česká ekonomika se tak nyní makroekonomicky nachází v jiné situaci. Z pohledu hlavního cíle ČNB, tj. cenové stability měřené naplňováním inflačního cíle, dochází od doby zavedení kurzového závazku, který byl následně prodlužován vlivem různých okolností, již čtvrtým rokem k pozvolnému růstu korigované inflace bez pohonných hmot směrem ke 2 %. Přitom v roce 2009 korigovaná inflace bez pohonných hmot dosahovala nulových hodnot a následující 4 roky se pohybovala dokonce v záporných hodnotách. Zastává názor, že měnová politika ČNB, která je uvolněná již 9 rokem, výrazně přispěla k oživení české ekonomiky a k jejímu růstu, který dnes vykazuje. Z pohledu naplňování prognóz vývoje domácí ekonomiky příkládá významnou roli též vývoji vnějšího prostředí, který však nelze nástroji ČNB ovlivnit. V souvislosti s tím připomíná, že i přes

zrychlující růst ekonomické aktivity a rostoucí inflační tlaky v eurozóně je měnová politika ECB stále velmi výrazně uvolněná. Z pohledu domácího a zahraničního vývoje vidí jako nepravděpodobné, že by měla nastat situace z listopadu 2012. Avšak scénář, kdy by ČNB musela v budoucnu opět provádět měnovou politiku nekonvenčními nástroji, zcela vyloučit nelze. Na druhou stranu obrat aktuálního pozitivního domácího a zahraničního ekonomického vývoje, kdy by ČNB musela opět čelit 5-ti leté deflaci v korigované inflaci bez pohonných hmot a 2-leté ekonomické recesi, je velmi málo pravděpodobný.

Proto otevírá diskusi, zda má velkou přidanou hodnotu dále držet uvolněné měnové podmínky. Připomíná, že jsou dvě roviny pohledu na cílování inflace, může to být tzv. „měnový automat“, který se dívá pouze na dosažené hodnoty inflace, nebo tzv. flexibilní cílování inflace. Flexibilní přístup umožňuje krátkodobě nechat přestřelovat inflační cíl z důvodu mimořádných okolností (EET, ropný šok, ceny potravin atd.), přičemž není nutné na všechny šoky bezprostředně automaticky reagovat. Pokud ČNB nyní dokáže veřejnosti vysvětlit aktuální mírné přestřelení inflačního cíle, tak do budoucna dokáže vysvětlit i mimořádný šok v opačném směru, pokud by nastal. Posledním příkladem byl nedávný výrazný pokles ceny ropy, který je považován za příznivý nabídkový šok a ČNB na něj v minulosti svou měnovou politikou nereagovala. ČNB je institucí, která využívá právě tzv. flexibilní cílování inflace. Zastává názor, že prognózy ČNB byly naplněny a tvrdý závazek mělo smysl doposud držet. Na druhou stranu vítá, že se nenaplnily některé velmi hypotetické negativní scénáře ve smyslu exponenciálního nárůstu devizových rezerv apod. Následný vývoj po uplynutí tzv. tvrdého kurzového závazku od 1. dubna 2017 je tak z jeho pohledu otevřený, když aktuálně je ekonomika po 9-ti letech uvolněné měnové politiky ve velmi dobré kondici.

V návaznosti na předcházející diskusi ohledně negativního vnímání kroků ČNB veřejností připomíná, co je cílem nezávislé instituce, kterou ČNB bezpochyby je. Cílem ČNB je dosahování cenové a finanční stability. Nikoliv se zalíbit veřejnosti. Pro ČNB je podstatné, aby nejvyšší ústavní činitelé rozhodnutí ČNB respektovali, čemuž tak v této zemi vždy bylo. Také není vyvíjena iniciativa cokoli změnit v zákoně o ČNB. ČNB pomohla přivést po dvouleté velké recesi zemi do hospodářského růstu včetně návratu inflace na inflační cíl a zároveň dokázala udržet stabilitu finančního sektoru. ČNB si tak svou nezávislost zachovala i přes to, že některé její kroky jsou a byly veřejností negativně vnímány.

Pro dosahování finanční stability byl zřízen tzv. makrofinanční panel, navíc se ředitel samostatného odboru finanční stability pravidelně účastní měnových zasedání bankovní rady. Je přesvědčený, že by nemělo být dosahováno cíle finanční stability v horizontu roku až roku a půl stejným nástrojem jako dosahování cenové stability, tj. úrokovými sazbami. Měnověpolitická reakce v podobě snižování úrokových sazeb pomohla ke stabilitě cenové a zároveň i finanční především v období makroekonomické recese, velmi nízké inflace a deflace v jádrové inflaci. Během tohoto období se tyto dvě politiky navzájem podporovaly, když bylo potřeba stabilizovat českou ekonomiku a vytvořit podmínky pro vyšší zaměstnanost, aby mohli lidé splácet své dluhy. V této situaci tak bylo nutné snížit úrokové zatížení, aby měli lidé dostatečný disponibilní příjem na splátky svých dluhů. Avšak následně se dle očekávání hospodářský cyklus odchýlil od toho finančního. Nelze ale vidět výrazné problémy, kvůli kterým by ČNB musela zasáhnout. ČNB cíl finanční stability nikdy neopomněla, dokonce je ČNB jednou z prvních zemí v rámci EU, které použily i jiné nástroje pro makroprudenční politiku, aby se zabránilo budoucí finanční nestabilitě. Není zastáncem toho, aby pouze jeden nástroj (úroková sazba) zaručoval dosahování obou cílů, tj. cenové a finanční stability.

M. Hampl: Konstatuje, že i dnešní rozhodování probíhá za nejistoty, z tohoto pohledu se tak neliší od těch předchozích. V rámci rozhodování vnímá nejistoty ohledně současnosti, nejistoty ohledně budoucnosti a dokonce i nejistoty ohledně minulosti, například z důvodu velmi častých revizí historických časových řad. V tomto smyslu tak v rámci aktuálního rozhodování není

situace oproti jiným zasedáním jiná. Osobně by tak byl při rozhodování o časování exitu z kurzového závazku na bezpečnější straně. Tzn. opuštění kurzového závazku, aniž by ČNB byla vystavena nenulovému riziku, že se ke kurzovému nástroji bude muset v budoucnu vrátit. Nezastává totiž názor, že je to nástroj, ke kterému se dá opakovaně bez reputačních rizik a zhoršení vnímání instituce veřejností vracet. Proto souhlasí s úvahou o potřebě dostatečného inflačního „natlakování“ domácí ekonomiky, které by tak zvýšilo pravděpodobnost dlouhodobě udržitelného exitu z kurzového závazku. V návaznosti na zpracované simulace variantního exitu sekcí měnovou vyjadřuje obavy ohledně dlouhodobého oscilování úrokových sazeb na horizontu prognózy kolem nulové hodnoty. Dřívější provedení exitu z kurzového závazku tak nepovažuje za dostatečně bezpečné a obezřetné. V případě výraznějšího posílení kurzu koruny po opuštění kurzového závazku by mohlo hrozit opětovné přistoupení k nestandardním měnověpolitickým krokům. To vše bez ohledu na to, že současná míra nejistoty je vysoká, a vysoká bude i v budoucnu.

Následně se vrací k předcházející diskusi ohledně případu exitu z kurzového závazku švýcarské národní banky, který považuje za odstrašující příklad. V minulosti již byly vedeny mezi členy bankovní rady diskuse ohledně odhadů, kolik devizových rezerv centrální banka Švýcarska po opuštění svého kurzového závazku nakoupila. Kromě jiných rozdílů se švýcarský scénář liší také z pohledu míry transparentnosti, kdy centrální banka Švýcarska na rozdíl od ČNB zveřejňuje údaje o svých operacích na trhu s větším zpožděním. Oproti příkladu Švýcarska by tak v případě ČNB bylo daleko více a dříve viditelné, kdy by ČNB prováděla devizové intervence i po oznámeném opuštění kurzového závazku.

Zcela souhlasí s částí 9 měnověpolitického doporučení sekce měnové. Zastává názor, že čím později bude kurzový závazek opuštěn, tím lepší budou předpoklady pro bezpečné provedení exitu. Už bylo nainvestováno do kurzového závazku tolik, že krátkodobé náklady vytvoření dostatečně bezpečného měnověpolitického scénáře exitu jsou z jeho pohledu nižší, než potenciální dlouhodobé náklady toho, že ČNB bude provádět měnovou politiku suboptimálně po delší období. Není tak nutné exit z kurzového závazku příliš uspěchat. Nepovažuje za překvapivá současná tržní očekávání, která vytvořila svými kroky a komunikací právě ČNB. Právě na rozdíl od případu Švýcarska bylo jednou ze součástí celého měnověpolitického manévru vytvořit ze strany ČNB určité legitimní pravděpodobnostní očekávání toho, kdy ukončení kurzového závazku může nastat. Dále připomíná, že žádný z veřejných komentátorů a analytiků nepřinesl za poslední roky do měnověpolitické diskuse na dané téma žádný relevantní argument.

Respektuje body předchozí diskuse ohledně reputace ČNB a její vnímání veřejností. Považuje za obecnou pravdu, že česká společnost je orientována výrazně protiinflačním směrem napříč celým politickým spektrem. V tom vidí velký rozdíl například od anglosaských či skandinávských zemí, kde je vyšší inflace vnímána napříč celou společností daleko pozitivněji, protože pomáhá dané ekonomice k dosažení určité reálné a nominální stability. Poukazuje na velmi asymetrické vnímání míry inflace českou veřejností. Jakmile je v české ekonomice míra inflace vyšší než cíl z jakéhokoliv důvodu, je českou společností tato situace široce odmítána. V situaci dosahování nižší míry inflace je však toto vnímání zcela opačné. Z tohoto pohledu je tak v české ekonomice vždy snadnější pro centrální banku dlouhodobé podstřelování inflačního cíle, než jeho přestřelování. To ale naznamená, že by se tímto měla měnová politika ČNB řídit. Po roce 2013 se právě ČNB stala nositelem symetrie, což bylo takto i centrální bankou komunikováno. Také upozorňuje na fakt, že ne vždy za všech okolností je snižování inflace pro ekonomiku prospěšné. V rámci asymetrického vnímání inflačního cíle českou veřejností tak zejména po roce 2013 nastala situace rozlišování mezi měnověpolitickým rozhodnutím populárním a správným. I přes možné krátkodobé pozitivní reputační přínosy pro centrální banku na základě rozhodování dle popularity by však dlouhodobé budoucí náklady takové tvorby měnové politiky byly pro domácí ekonomiku velmi vysoké. Připomíná, že někteří lidé

včetně osobností ve vysokých ústavních funkcích, kteří po roce 2013 kritizovali ČNB za přehnaně uvolněnou měnovou politiku, jsou titíž lidé, kteří v minulosti, kdy v české ekonomice docházelo k dezinflaci a ke stabilizaci inflace na nízkých úrovních, kritizovali měnovou politiku ČNB naopak jako příliš utaženou a škodlivou pro reálnou ekonomiku. Na rozdíl od některých prohlášení veřejných ekonomických komentátorů měnová politika nemá komfort být nekonzistentní v čase. Centrální banka musí snést větší díl konzistence i za cenu nepochopení veřejnosti, vytvoření populistické centrální banky je vždy velmi snadné. Vnímání centrální banky veřejností tak bere jako určitý náklad provádění symetrického cílování inflace.

V. Benda: Poukazuje na věci rozhodující pro nastavení měnové politiky, a to je bilance inflačních rizik. Jak vyplývá ze situační zprávy, oproti prognóze jsou aktuální rizika mírně proinflační, naopak dlouhodobá inflační rizika jsou ve srovnání s prognózou mírně nižší. Má lehce odlišný názor. Vnímá, že domácí a zahraniční ekonomika vytváří více viditelné proinflační prostředí, než vyplývá přímo ze situační zprávy. Tato rizika nevnímá jako krátkodobá, projevují určitou míru perzistence. Oproti prognóze je v posledních měsících pozorován poměrně výrazný růst spotřebitelských cen, stejně jako růst cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně, jejichž výhled byl rovněž přehodnocen směrem nahoru. Cenový vývoj v zahraničí považuje za velmi významný také vzhledem k tomu, jakým způsobem se podílel na domácím cenovém vývoji a nenaplnování prognóz pro domácí vývoj inflace v minulosti. Na trhu práce pokračuje poměrně rychlý růst zaměstnanosti, míra nezaměstnanosti pokračuje v poklesu na historická minima. Oproti tomu připomíná i vývoj mezd, kde došlo oproti prognóze ke zpomalení jejich růstu. Považuje za poměrně dostatečné vysvětlení pomocí strukturálního vlivu, tzn. růst podílu nízkopříjmových skupin obyvatel na celkovém segmentu, ze kterého se průměrná a mediánová mzda počítá. Růst podílu nízkopříjmových skupin má však i při nižších mzdách dle teorie pozitivní dopad v podobě vyššího sklonu ke spotřebě. Vzhledem k vývoji objemu mezd a platů tak vnímá vývoj na trhu práce v porovnání s vyzněním situační zprávy jako spíše proinflační. Co se týká pomalejšího než predikovaného růstu ekonomiky ve druhém pololetí minulého roku, hlavním důvodem byl především vývoj spotřeby vlády, která dle jeho názoru nepředstavuje dostatečně významné riziko, které by oslabovalo domácí poptávku a inflační tlaky. Tento vývoj spotřeby vlády tak považuje pouze za jednorázový faktor. Naproti tomu vývoj krátkodobých ukazatelů je pozitivní a pozorováno je i výrazné zlepšení ukazatelů v zahraničí (poptávka, ekonomický sentiment atd.). To naznačuje zrychlení zahraniční poptávky, které následně přispěje ke zvýšení domácího ekonomického růstu.

Velmi vážně bere argument finanční stability o prohlubování rizik a návrhy samostatného odboru finanční stability na zpřísnění měnové politiky prostřednictvím dlouhodobější úrokové sazby. Část tohoto posunu se začíná nějakým způsobem materializovat, viz například zpřísnění úvěrových podmínek bankami, které vedou k pozvolnému zdražování úvěrů. Zastává však názor, že toto zpřísnění stále není dostatečné.

Připomíná dvě věci, ke kterým vždy vztahoval časování exitu z kurzového závazku a to, zda závazek stále plní svou roli a jestli následný vývoj po exitu bude znamenat udržitelné plnění inflačního cíle, a bude také následný prostor pro zvyšování úrokových sazeb. Vzhledem k hodnocení inflačních rizik cítí, že cíl kurzového závazku se přibližuje rychleji, než vyplývá z analýz měnové sekce. Podle jeho názoru kurzový závazek již splnil svůj účel a nevidí velký měnověpolitický rozdíl v tom, kdy by byl případně ještě prodloužen o jedno či dvě čtvrtletí. Připomíná, že se může vždy objevit určitý faktor, který bude představovat rizika nad rámec prognózy a který nebude zcela v souladu s naplňováním všech ukazatelů naznačujících budoucí udržitelné plnění inflačního cíle. Aktuálně dostupné informace považuje za dostatečný indikátor, že lze vidět v blízké budoucnosti poměrně robustní růst spotřebitelských cen a inflační tlaky, které považuje v rámci horizontu měnové politiky za trvalé, nikoliv dočasné. Z jeho pohledu je tak podmínka udržitelnosti plnění inflačního cíle splněna.

Navazuje na předchozí diskuzi ohledně hodnocení švýcarského exitu z kurzového závazku a klade otázku, zda by provedení švýcarského exitu o jedno čtvrtletí, rok, či dva roky později znamenalo, že by následně již nemuseli intervenovat proti posilujícímu kurzu franku? Odkazuje na zprávu MMF, která ukazuje, jak za poslední 4 roky masivně narostl ve světě objem rezervních měn vlivem nestandardních měnověpolitických operací centrálních bank.

Je přesvědčen, že ani roční odklad švýcarského exitu by neskočil jiným výsledkem, což může být i indikace v rámci diskusí o časování exitu z pohledu ČNB. Považuje za nepravděpodobné, že by díky odkladu exitu z kurzového závazku ČNB o jedno čtvrtletí bylo možné začít poměrně rychle zvyšovat úrokové sazby na 1,5 % - 2 %. To vše navíc v situaci, kdy ECB bude dále pokračovat s masivním tiskem peněz, které sice dle teorie nejsou součástí peněžní nabídky, ale příklad Švýcarska je v této věci velmi ilustrativní, když přesto rostl tlak na posilování švýcarského franku. Připomíná, že faktory zpomalující proces normalizace měnové politiky ČNB zde budou za jedno čtvrtletí, ale i za rok. V návaznosti na diskuzi ohledně scénářů plánovaného zvyšování úrokových sazeb po exitu tak vyjadřuje obavy, že blížící se normalizace měnové politiky ČNB bude v situaci, kdy ostatní klíčové centrální banky v Evropě budou i nadále udržovat záporné úrokové sazby, vytvářet tlak na zhodnocování české koruny. Z pohledu budoucí normalizace měnové politiky tak nevidí příliš velký smysl v odložení exitu z kurzového závazku o 3 nebo 6 měsíců, když by se i v těchto scénářích ČNB nemusela v budoucnu vyhnout možnému přílivu spekulativního kapitálu, který by skrze posilování kurzu koruny zamezil následnému zvyšování úrokových sazeb.

V diskuzi ohledně dodržení tzv. tvrdého kurzového závazku dodává, že i když nebyl přítomen při hlasování bankovní rady v září 2016, kde bylo rozhodnuto o prodloužení tvrdého kurzového závazku do konce prvního čtvrtletí 2017, tak tento závazek bere jako závazek instituce a trvá na jeho dodržení.

M. Mora: Souhlasí s vyzněním měnověpolitického doporučení předloženého sekci měnovou včetně doporučení dodržet tvrdý kurzový závazek. Jedinou věcí, se kterou se zcela neztotožňuje, je, že celkové vyznění je na horizontu měnové politiky lehce proinflační. Vidí spíše krátkodobé proinflační faktory, ale vývoj na horizontu měnové politiky považuje spíše za protiinflační. Pokud by došlo k diskuzi ohledně zpřísnění měnové politiky skrze zvyšování úrokových sazeb, tak v současné době by neviděl prostor pro jejich zvýšení. Souhlasí s názorem, že v situaci, kdy bankovní rada vnímá v rozhodovacím procesu určité nejistoty, tak by se s exitem z kurzového závazku nemělo příliš spěchat, ale raději spíše počkat. Navrhuje vnímat růst inflace do horní poloviny tolerančního pásma více asymetricky, neboť pro centrální banku je jednodušší v současné době inflaci pomocí měnověpolitických nástrojů snižovat než bojovat s příliš nízkou inflací.

V otázce kredibility také zastává názor, že ČNB je jako instituce součástí českého veřejného systému, a neměla by tedy dlouhodobě působit navenek nesrozumitelně. Ale na druhou stranu je důležitým předpokladem pro odborné optimální provádění měnové politiky právě její nezávislost, takže by centrální banka neměla podléhat vnějším tlakům. Používání nestandardních nástrojů měnové politiky ve světě za posledních 10 let vedlo právě k veřejné kritice centrálních bank, což by mohlo být do budoucna velké riziko z pohledu oslabení jejich kredibility. Odložení exitu z kurzového závazku spojuje se snížením pravděpodobnosti, že by ČNB musela opět v budoucnu ke svým nestandardním nástrojům přistoupit.

J. Rusnok: Z pohledu hodnocení aktuální ekonomické situace nevidí významnější rizika. Také vývoj mezd za poslední čtvrtletí, který byl mírně nižší než předpokládá prognóza, nepředstavuje výrazné riziko. Připomíná, že ekonomika je v situaci tzv. plné zaměstnanosti, resp. dokonce i ještě dále, ekonomický růst se pohybuje poblíž své potenciální úrovně a prognóza vývoje růstu mezd je optimistická včetně prognózy vývoje mzdového objemu. Z pohledu současné situace

na trhu práce v situaci výrazného nedostatku pracovních sil předpokládá pokračující růst mezd i do budoucna. Tento vývoj však není pouze v ČR, ale rostoucí mzdový trend lze pozorovat také v okolních zemích (Slovensko, Polsko, Maďarsko), ve kterých probíhá poměrně výrazné tzv. mzdové dohánění západních zemí, které by si tak mělo udržet dlouhodobější charakter. Vývoj zejména veřejných investic byl slabší než předpoklady prognózy, avšak na horizontu prognózy dojde k opětovnému obnovení jejich růstu spolu s investicemi soukromými.

V návaznosti na diskusi ohledně časování exitu z kurzového závazku bilancuje přínosy jeho prodlužování, resp. náklady jeho přiblížení. Mezi přínosy oddálení exitu z kurzového závazku řadí především větší natlakování inflačního prostředí. Souhlasí také s názorem ohledně asymetrie vnímání inflace v české společnosti, která vykazuje tendence přehnaně inklinovat spíše k nízké inflaci. Je ale velmi nejisté, zda další natlakování inflace díky oddálení exitu z kurzového závazku by představovalo dostatečný přínos proti jeho nákladům. Jako největší náklad dalšího oddálení exitu z kurzového závazku považuje zejména reputační riziko ČNB v podobě nepochopení veřejností a snížení srozumitelnosti kroků centrální banky. Zastává názor, že oddálení exitu z kurzového závazku o několik měsíců by nepředstavovalo z makroekonomického pohledu významnější změnu, zatímco cena tohoto kroku v podobě zhoršení reputace by byla daleko vyšší. Na druhou stranu pokud by se na horizontu prognózy objevila určitá rizika, tak samotné oddálení exitu z kurzového závazku o několik měsíců by je samo o sobě nedokázalo eliminovat.

V. Benda: Upozorňuje na dlouhodobé tendence oddalování exitu z kurzového závazku, kdy rozhodnutí o umístění tzv. měkkého kurzového závazku do poloviny letošního roku bylo učiněno již před poměrně dlouhou dobou. Připomíná, že i v podkladu týkajícího se podmínek pro provedení exitu bylo uvedeno, že v okamžiku exitu z kurzového závazku nemusí být nutné inflace na cíli, ale je dostačující, že se inflaci blíží k cíli na horizontu měnové politiky. Následně inflace začala inflační cíl přestřelovat, ale vedou se diskuze, že je potřeba inflaci natlakovat ještě více, přičemž ukotvení měkkého kurzového závazku v polovině letošního roku se nemění. Z pohledu praktického provedení exitu na začátku druhého čtvrtletí po uplynutí tzv. tvrdého závazku, nebo jeho provedení na konci druhého čtvrtletí (viz tzv. měkký závazek), nevidí výrazněji rozdílné makroekonomické dopady.

M. Mora: Úspěšně provedený exit znamená co nejrychleji začít používat opět standardní měnověpolitický nástroj, tj. úrokovou sazbu. Vidí rizika v situaci, kdy ČNB ukončí kurzový závazek a následně bude úroková sazba další rok na nulové úrovni. V návaznosti na diskusi ohledně makroekonomického dopadu oddálení exitu o jedno čtvrtletí odkazuje na simulaci variantního exitu sekcí měnovou. Exit ve druhém čtvrtletí by tak z tohoto pohledu nezaručoval dostatečný prostor pro normalizaci měnové politiky. Oproti tomu exit provedený po uplynutí tzv. měkkého závazku v polovině roku již implikuje rostoucí trajektorii úrokových sazeb bezprostředně po ukončení kurzového závazku.

V návaznosti na diskusi ohledně kredibility ČNB je evidentní, že nestandardní nástroj v podobě udržování kurzového závazku má své náklady. Avšak právě proto, že už byla velká část reputačních nákladů zaplácena, by v tomto režimu navrhoval zůstat déle a zvýšit tak pravděpodobnost toho, že tento nástroj nebude nutné používat znovu, právě z důvodů jeho vysokých reputačních nákladů.

M. Hampl: Podstatu diskuse vidí právě v balancování krátkodobých a dlouhodobých nákladů a přínosů časování exitu z kurzového závazku, které jsou přirozeně viděny jednotlivými členy bankovní rady rozdílně a s jinými vahami.

Rozhodování ohledně ukončení kurzového závazku by z principu nemělo podléhat jakýmkoliv vnějším tlakům, včetně tlaků tržních, když ČNB je naopak v komfortní pozici tvůrce trhu.

Přikládá důležitost reputaci centrální banky a jejímu vnímání veřejností. Pokud má politická sféra tendenci se často vyjadřovat ke krokům centrální banky, nechť politická sféra přijme svou zodpovědnost za stanovení cílů centrální banky, jak je tomu například ve Velké Británii. Lze přitom očekávat, že vzhledem k cílům ostatních centrálních vyspělých zemí, které jsou v rámci cílování inflace totožné s 2% cílem ČNB, by se mnoho nezměnilo, pouze by se přesunula zodpovědnost za jeho stanovení mimo centrální banku, což by mohlo dané kritiky z řad politických představitelů následně od těchto mediálních útoků odradit. Avšak i to by samotnou ČNB nezbavilo role instituce, která je někdy přinucena přijímat i krátkodobě nepopulární kroky, které by ale v dlouhém období měly ekonomiku podpořit. Z pohledu situace po zavedení kurzového závazku v listopadu 2013 také ČNB komunikovala, že měnové uvolnění v situaci slabé poptávky pomůže k opětovnému růstu této poptávky včetně rostoucí zahraniční poptávky po českých vývozech a růstu zaměstnanosti. Většina dnešních kritiků ČNB právě v té době oponovala, že se naopak prohloubí útlum reálné ekonomiky, že vzroste míra úspor a poklesne míra investic i domácí poptávka. Skutečný vývoj naopak potvrdil, že makroekonomie a měnová politika fungují, snižování reálné úrokové míry podporuje růst poptávky. I z tohoto pohledu je tak diskutabilní brát dnešní kritiku měnové politiky ČNB od těchto komentátorů vážně.

V případě Švýcarska není potřeba vést diskuzi, zda by dosáhlo jiného makroekonomického výsledku časováním jejich exitu o několik čtvrtletí, problém nebyl v časování, ale v provedení celého exitového manévru. Nevidí naopak žádná reputační rizika v rámci provedení pozdějšího exitu ČNB okolo poloviny letošního roku, neboť právě k ní je ukotven dlouhodobě veřejně komunikovaný tzv. měkký kurzový závazek.

J. Rusnok: Navazuje na diskuzi ohledně vztahu pozdějšího exitu a tím nižší pravděpodobnosti navrácení se zpět do režimu nekonvenční měnové politiky. Zastává názor, že tyto scénáře lze vyhodnotit jen velmi obtížně, proto je otázkou, do jaké míry by tato pojistka ve formě oddálení exitu o několik měsíců byla v rámci měnověpolitických dopadů relevantní. Souhlasí s názorem, že příklad Švýcarska a ČNB lze jen velmi těžko srovnávat, když z jejich strany nebyl exit z kurzového závazku od samého počátku tohoto režimu vůbec komunikován.

T. Nidetzký: Připomíná, že ekonomické výsledky ukazují na to, že došlo ke splnění úkolu, se kterým se do daného režimu používání měnového kurzu jako nástroje měnové politiky na samém začátku vstupovalo. Z dnešního pohledu se tak ukazuje, že šlo o správné rozhodnutí. Zastává názor, že samotným exitem z kurzového závazku měnověpolitická debata nekončí, ale naopak začíná. Dále také sdílí reputační obavy, že čím déle se bude exit z kurzového závazku oddalovat, tím více se ČNB začne posouvat do popředí veřejné kritiky, což pak může při následném provedení exitu vypadat tak, že ČNB byla k tomuto rozhodnutí dotlačena zvenčí.

M. Hampl: Zastává názor, že rozhodování centrální banky by se mělo v první řadě pohybovat v měnověpolitické rovině, jak to v minulosti také bylo činěno. Proto i z pohledu historického makroekonomického vývoje můžeme dnes vyhodnotit minulá rozhodnutí bankovní rady ČNB jako správná.

III. Úkoly

Vypracovat BOX do 3.SZ týkající se průsaku změn měnového kurzu do cen.

IV. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy bankovní rada ČNB jednomyslně rozhodla ponechat úrokové sazby na stávající úrovni. Dvoutýdenní repo sazba zůstává na 0,05 %, diskontní sazba na 0,05 % a lombardní sazba na 0,25 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali Jiří Rusnok, Mojmír Hampl,

Vladimír Tomšík, Vojtěch Benda, Oldřich Dědek, Marek Mora a Tomáš Nidetzký. Bankovní rada také 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 koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Pro toto rozhodnutí hlasovali Jiří Rusnok, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Vojtěch Benda, Marek Mora a Tomáš Nidetzký. Oldřich Dědek se hlasování zdržel.

Zapsal: Martin Motl, sekce měnová