

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 4. května 2017

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 3. situační zprávy

M. Mora (v diskusi o nové podobě zprávy o inflaci – dále jen ZoI): Vyjadřuje pochvalu pro sekci měnovou (dále jen SM) za novou podobu situační zprávy (dále jen SZ), která je dle jeho názoru lépe čitelná.

V. Benda (v diskusi o nové podobě ZoI): Děkuje SM za předloženou zprávu, chválí její novou strukturu, přehlednost, čitelnost a lepší orientaci. Novou podobu ZoI tak vnímá jako posun velmi výrazně pozitivním směrem. Předpokládá, že díky nové podobě ZoI bude nyní tato zpráva více čtena i veřejností. Zároveň také děkuje za rozšíření BOXů, které oživují ZoI aktuálním pohledem nad rámec toho, co obsahují standardní kapitoly.

O. Dědek (v diskusi o nové podobě ZoI): V úvodu chválí a oceňuje novou podobu ZoI, včetně její zjevné pečlivosti i redakční úpravy. Přesto má několik námětů na zlepšení formulací a opravy překlepů. V této souvislosti zmiňuje formulaci na str. 16: „zahraniční kapitál přitékal především ve formě krátkodobých korunových depozit“. Rozumí, co tím chtěla SM říci, ale zároveň dodává, že těžko může zahraniční kapitál přitékat v českých korunách. Rovněž navrhuje více časově ukotvit formulaci týkající se voleb ve významných zemích eurozóny. Pro větší komfort čtenáře zároveň navrhuje zahrnout tabulku obsahující explicitní definice ukazatelů inflace používaných v ZoI, tedy vysvětlení korigované, celkové, jádrové a experimentální inflace.

T. Nidetzký (v diskusi o nové podobě ZoI): Děkuje za novou podobu ZoI. Pozitivně hodnotí nejen formu, ale i obsah. Konkrétně oceňuje zařazení úvodního shrnutí a personifikaci předmluvy, kde je vidět, že publikaci tvoří lidé. Dále pozitivně hodnotí zkrácení počtu stran ZoI ze 77 stran na 53. V souvislosti s tím by uvítal pokračování tohoto trendu, který by se mohl zastavit i na počtu 40-ti stran. Zároveň navrhuje zjednodušení některých formulací, viz např. na str. 5 a formulace: „ukončení kurzového závazku je prvním krokem ke zmírnění doposud velmi uvolněného nastavení měnových podmínek“. Navrhuje nahradit formulaci „zprísnění měnových podmínek“. V souvislosti s tím zmiňuje i vyznění stanoviska SAO FS, které navrhuje ponechat úrokové sazby beze změny, ale přitom navrhuje komunikaci očekávání jejich zvyšování. Připomíná, co je důvodem rekordního nárůstu úvěrů v prvním čtvrtletí, když z pohledu distribuce je tento růst úvěrů hnán mimo jiné komunikací obchodníků ve smyslu poslední šance pro dosažení lepších úvěrových podmínek. To následně vytváří distorze na trhu, přičemž tito poskytovatelé úvěrů využívají změn komunikace ČNB. I z tohoto důvodu tak navrhuje měnovou politiku komunikovat sice otevřeně, ale opatrně.

M. Hampl (v diskusi o nové podobě ZoI): Děkuje SM za novou podobu SZ, která je dle jeho názoru určitým osvěžením jak graficky, tak i co se týká textové podoby.

V. Tomšík v zastoupení (v diskusi o nové podobě ZoI): Vyjadřuje pochvalu za novou podobu SZ. Zároveň dává na zvážení, zda nepsat předmluvu ve jménu celé instituce jako takové, ne pouze jménem bankovní rady.

J. Rusnok (v diskusi o nové podobě ZoI): Připojuje se k pochvale SM v rámci předložení nové podoby ZoI, která je nad jeho očekávání. Dle jeho názoru nová podoba ZoI je nyní více srozumitelná, což je také jeden z úkolů činnosti centrální banky v rámci její komunikace.

Odpověď SM: Děkuje za pozitivní hodnocení nové podoby ZoI. Zároveň žádá o zaslání komentářů a námětů v termínu dle návrhu rozhodnutí bankovní rady, aby je SM byla schopna zapracovat. Co se týče definice jednotlivých komponent inflace, SM upozorňuje na jejich popis v glosáři pojmů. Dále reaguje na námět T. Nidetzkého, že rozsah ZoI 53 stran zahrnuje také glosář pojmů. Samotný text ZoI končí na str. 48, z toho 8 stran jsou BOXy, takže samotný standardní text má požadovaných 40 stran.

M. Mora (v diskusi o nové prognóze kurzu): Vnímá, že se česká ekonomika v současné době po ukončení kurzového závazku veze na určité kurzové vlně, kdy se očekává, že část finančních investorů spekulujících na posílení kurzu koruny své pozice bude chtít uzavřít, ale není jisté kdy, a jak se to stane. Zároveň je zde riziko, že při nereagování na tuto vlnu měnověpolitickými nástroji v podobě změny úrokových sazeb, pokud tento stav potrvá delší dobu, se může stát, že následně dojde k přestřelení inflačního cíle. To bude složité komunikovat. Ovšem předčasné zvýšení sazeb, pokud by kurzové vlna odezněla rychle, by byla chyba. Je názoru, že tato problematika není v SZ podrobněji rozpracována. Následně odkazuje na situaci, kterou ve svém stanovisku popisuje poradce J. Schwarz, kdy by měnový kurz neposiloval, jak SM uvádí ve svém základním scénáři prognózy. V této souvislosti, pokud by byl kurz, který pozorujeme po ukončení kurzového závazku ve své podstatě rovnovážný, tak by na tento vývoj ČNB reagovat měla. Vyjadřuje tak nejistotu ohledně určení situace, ve které se aktuálně nacházíme, a kdy dojde k nějaké korekci nebo k nějakému splasknutí kurzové finančně-spekulativní bubliny.

Dále se odkazuje na část SZ II.4.2, kde jsou popisována rizika signalizovaná prognózami ostatních subjektů, kde SM uvádí, že inflační očekávání jsou na 2 %, růst HDP zhruba stejný, ale zároveň analytici očekávají mírnější posílení kurzu a zároveň nižší sazby. Moc tomu nerozumí a chtěl slyšet hodnocení SM. V otázce komunikace se ztotožňuje s vyzněním stanoviska poradce J. Schwarze, že základní scénář je komunikačně výhodnější.

V. Benda (v diskusi o nové prognóze kurzu): Vyznění prognózy SM mu přijde logické. Připomíná mentální posun, kdy je třeba si zvyknout na měnový kurz jako na faktor, který již není pevně ukotven, který nyní může představovat nejistotu a měnit pohled na vývoj inflace. Dle jeho názoru největší nejistota nastavení budoucího vývoje úrokových sazeb spočívá v tom, že není jistota, jestli měnový kurz bude posilovat výrazně či méně.

O. Dědek (v diskusi o nové prognóze kurzu): Dle jeho názoru se také ke všem nejistotám ohledně vývoje měnového kurzu přidává i nejistota, jakými metodami je samotný kurz kvantifikován. V souvislosti s tím poukazuje na stanovisko poradce, že predikční model používá diferenciál virtuálních úrokových sazeb na základě úvahy, která v ekonomice v současné době vůbec neprobíhá. Proto také přivítal alternativní přístupy ke kvantifikaci fundamentální hodnoty kurzu. V rámci srovnání vývoje kurzu koruny a polského zlotého dodává, že polský zlotý v době kurzového závazku ČNB zůstal na stejné úrovni, možná i mírně oslabil. Následně pokládá otázku, jak by se asi vyvíjel kurz české koruny, kdyby kurzový závazek přijat nebyl? Zda by se kurz koruny vyvíjel podobně jako kurz polského zlotého, a zůstal by tedy na podobné úrovni, na jaké byl kurzový závazek zahájen. Následně ještě dodává, že v době kurzového závazku byl kurz koruny víceméně v rovnováze a vědomě se přešlo na jeho umělé oslabení. Podle jeho názoru tak fundamentální hodnota kurzu je zhruba na úrovni, kde se pohybovala před přijetím kurzového závazku. Stejný názor mají pravděpodobně i finanční trhy, které sázejí na to, že by měla koruna fundamentálně posilovat.

T. Nidetzký (v diskusi o nové prognóze kurzu): Zmiňuje formulaci ze SZ, že je lehce nižší prognóza inflace důsledkem silnějšího kurzu. V souvislosti s vyzněním stanoviska poradce J. Schwarze poznamenává, že zatím silnější kurz nepozorujeme. Dle jeho názoru je ještě velmi brzy na posouzení, zda měnový kurz nakonec opravdu výrazněji posílí, nebo se bude vyvíjet přibližně současným tempem.

V. Tomšík v zastoupení (v diskusi o nové prognóze kurzu): Domnívá se, že hlavní nejistotou aktuální prognózy je vývoj měnového kurzu. Prognózované posílení nominálního kurzu v horizontu jednoho roku považuje za nadhodnocené, a to i v situaci, kdy abstrahuje od hypotézy chybějící protistrany. Kurz v nominálním i reálném vyjádření na horizontu jednoho roku posiluje přibližně o 4 %, přitom předložená SZ předpokládá tempo rovnovážné reálné apreciace pouze na úrovni 1,5 %. Úrokový diferenciál dle pozorovaných úrokových sazeb (nikoliv stínových) kolem 100 bazických bodů také není faktorem, který by vysvětlil takto silnou apreciaci měnového kurzu. Stejně jako přebytek běžného účtu platební bilance na úrovni 1 % HDP, který by také neměl vést k tak výraznému posílení. V souvislosti s tím se táže na názor SM, zda by v případě nižší apreciace měnového kurzu následně navrhovala reakci v podobně rychlejšího a razantnějšího zvyšování úrokových sazeb. To by pak mělo rychlý dopad do reálné ekonomiky i bankovního sektoru, neboť úrokové sazby z hypotečních i jiných úvěrů jsou více ovlivňovány právě změnami sazeb oproti změnám měnového kurzu. To by následně také mohlo mít negativní dopady na zvýšení dluhové zátěže, splátek atd.

J. Rusnok (v diskusi o nové prognóze kurzu): Dle jeho názoru se ekonomika nachází ve stavu, kdy vývoj měnového kurzu je v současné době determinován naprosto dominantně kapitálovým účtem platební bilance, a nikoliv běžným účtem. Vnímá nejistotu, jak a kdy se tento stav bude vracet k dřívějšímu standardu, kde byl hlavním hybatelem kurzu především běžný účet platební bilance.

Odpověď SM: SM se odkazuje na graf popisující index reálných měnových podmínek, který je součástí BOXu 1. SM zastává názor, že po ukončení kurzového závazku by bylo žádoucí relativně rychle provést „normalizaci“ měnových podmínek, což je přesnější výraz než „zmírnění uvolněnosti“. Dle SM by se měnová politika po období výrazné uvolněnosti v rámci kurzového závazku měla nyní po jeho ukončení přesunout do neutrálního působení, momentálně ale není nutné mít měnovou politiku restriktivní. Takto bylo záměrně načasováno ukončení kurzového závazku, které bylo žádoucí provést v době, kdy bude možné relativně rychle „normalizaci“ měnových podmínek provést. Zároveň nebude jisté, skrze kterou složku měnových podmínek tato „normalizace“ měnových podmínek proběhne. Pro případ, že by měla proběhnout celá přes měnový kurz, bylo třeba mít více natlakovanou inflaci. Na druhou stranu, pokud by kurz neposílil nadměrně, tak zbude o to větší prostor pro zpřísnění měnových podmínek skrze zvýšení úrokových sazeb, aby bylo možné se odpoutat od jejich nulové dolní hranice. Návrat k používání standardního nástroje měnové politiky v podobě úrokových sazeb byl ostatně také jeden z primárních cílů zavedení kurzového závazku. Aktuální prognóza vyznívá tak, že k neutralizaci měnových podmínek dojde přes posun kurzu na mírně nadhodnocenou úroveň do restriktivní polohy. V případě úrokových sazeb se bude zmírňovat jejich uvolněné působení, ale setrvají i nadále pod svou rovnovážnou hodnotou.

V otázce nejistoty ohledně prognózy kurzu související s výraznou překoupeností trhu s korunou je obtížné stanovit, v jakém horizontu nastane odeznění tohoto faktoru. Problém tak není v rámci modelu, ale je to spíše o stanovení předpokladů, které v současné době není nikdo schopn odhadnout. Proto SM předkládá citlivostní scénáře nastiňující, jaký by mohl být budoucí alternativní vývoj dle různých předpokladů. Dle názoru SM je tak stávající podoba základního scénáře prognózy komunikačně vhodnější, když trajektorie sazeb nevyznívá moc „jestřábím“ dojem. Takto by naopak vyznívala, kdyby základním scénářem byl právě citlivostní scénář. To by mohlo trh překvapit a vytvořit očekávání výrazně vyššího úrokového diferenciálu, na které by kurz mohl reagovat posílením, což by zneplatnilo výhled rychle rostoucích sazeb. Na druhou stranu není žádoucí ani příliš „holubičí“ komunikace, která by mohla trh zmást zase na opačnou stranu. Aktuální výhled sazeb v základním scénáři tak SM při znalosti rizik považuje za z komunikačního pohledu vyvážený.

SM v otázce rovnovážné úrovně kurzu zastává názor, že v období před zavedením kurzového závazku nebyl kurz koruny v rovnováze, ale naopak byl mírně nadhodnocen v řádu 2,5 %.

Následné 5% oslabení kurzu posunulo měnový kurz na podhodnocenou úroveň pouze o přibližně 2,5 %. Část z toho navíc následně v mezidobí zkonsumoval inflační diferenciál. Optikou modelů odhadů rovnovážného kurzu BEER a FEER lze pozorovat, že někdy v závěru loňského roku byl kurz blízko rovnováže. Nicméně s tím, jak se obnovuje apreciační trend do budoucna, pokud by kurz setrval nominálně stabilní, tak se bude kurz od své rovnováhy vzdalovat na slabší stranu.

Dle názoru SM byly úvahy analytiků jednodušší ve stylu, kdy kurz byl před zavedením závazku ČNB na úrovni 25,80 CZK/EUR, pak byl uměle držen na slabší úrovni a následně po ukončení kurzového závazku kurz skočí opět na 25,80 CZK/EUR. U většiny analytiků tak pravděpodobně nehrál roli žádný sofistikovaný odhad rovnováhy včetně inflačního diferenciálu. Zároveň je v jejich případech zřejmě tendence extrapolovat předkrizový rychlý apreciační trend, u kterého SM předpokládá jeho obnovení, ale v podstatně pozvolnějším tempu než před světovou finanční krizí. Co se týče kurzu polského zlotého, SM zmiňuje názory polských kolegů, podle nichž je kurz polského zlotého fundamentálně dost podhodnocený. Kladou si otázku, z jakých důvodů právě neposiluje k rovnováze. SM zároveň odkazuje na workshop na téma odhadů rovnovážných měnových kurzů pořádaný SM v prosinci minulého roku za účasti zemí V4, který toto hodnocení vývoje polského zlotého potvrdil.

Odpoověď J. Schwarz (autor stanoviska): Potvrzuje názor SM a předpoklad, že došlo během období kurzového závazku k průsaku slabšího kurzu do nominálních veličin. Stejně jako SM tedy nezastává názor, že by mělo dojít ke skokovému posílení nominálního kurzu na úroveň, kde se nacházel před zavedením kurzového závazku.

V. Benda (v diskusi o modelovém nastavení rovnováhy): Odkazuje se na stanovisko poradce J. Schwarze a táže se na výši odhadované rovnovážné úrokové sazby.

T. Nidetzky (v diskusi o modelovém nastavení rovnováhy): Zmiňuje opět skokový růst úrokových sazeb ve tvaru „hokejky“. Táže se na názor SM, zda je to opět dáno určitým modelovým předpokladem, nebo zda SM očekává, že bude nárůst úrokových sazeb nakonec pozvolnější. Dle jeho názoru i z pohledu aktuálního vývoje měnového kurzu očekává, že úrokové sazby budou zvyšovány postupně, než takto skokově, jak uvádí modelová prognóza.

M. Hampl (v diskusi o modelovém nastavení rovnováhy): Poznává, že je nyní užitečné vrátit se ke dvěma tématům z minulosti, která zůstávají stále otevřená. Při pohledu na ekonomiku popsanou predikčním modelem g3 není zřejmé, co je to rovnovážný stav a za jakých okolností lze říci, že je ekonomika v rovnováze. Připomíná, že aktuální prognóza předpokládá uzavřenou mezeru výstupu na celém svém horizontu. Zároveň také předpokládá, že se ekonomika na celém horizontu ani vzdáleně nepřiblíží rovnovážné reálné úrokové sazbě, která je aktuálně nastavená na 1 %, přičemž reálné úrokové sazby jsou aktuálně ex ante i ex post záporné. V této souvislosti se táže, zda interní odhady a další práce autorů Hlédik, Vlček přináší větší světlo do této oblasti. Zastává názor, že celé vyznění prognózy takto působí velmi neintuitivně. Odpovědí na tuto otázku je dle SM očekávaný vývoj kurzu, který dostatečně zpřísní měnové podmínky. Na druhou stranu dodává, že očekávané posílení kurzu, které je dokonce větší oproti minulé prognóze, je opřeno o další velkou neznámou, která se jmenuje nepokrytá úroková parita. Vztah nepokryté úrokové parity je navíc nyní počítán z neexistujících virtuálních sazeb (stínová sazba 3M EURIBOR, neobchodovaný 3M PRIBOR). V této souvislosti se také odkazuje na názory, kdy vztah nepokryté úrokové parity v dnešním světě z regulatorních a dalších důvodů nefunguje a není možné s ní nadále pracovat. Táže se, jak tedy lze chápat danou rovnováhu a jak ji lze popsat, tj. při jaké výši úrokových sazeb a měnového kurzu by bylo této rovnováhy dosaženo. Dává na zvážení, zda není rozumnější očekávat, že kurz nebude posilovat tolik a že bude ČNB nucena zvyšovat úrokové sazby dříve a více? Dále se táže, zda nejistota, skrze kterou složku bude zpřísnování měnových podmínek

v budoucnu probíhat, není příliš vysoká? Dle jeho názoru je tato nejistota pro příští čtvrtletí velmi vysoká, což následně ztěžuje proces měnověpolitického rozhodování.

J. Rusnok (v diskusi o modelovém nastavení rovnováhy): Připojuje se k dotazu M. Hampla i ke stanovisku poradce J. Schwarze ohledně otázky střednědobých rovnovážných hodnot české ekonomiky a jejich konzistence.

Odpověď SM: K otázce rovnováhy SM poznamenává, že tím hlavním důvodem těchto diskrepancí je především vychýlení zahraniční od své dlouhodobé rovnováhy, zejména zahraniční měnová politika. To je hlavním důvodem, proč se v situaci, kdy je domácí inflace na cíli a ekonomika na úrovni potenciálního produktu, domácí úrokové sazby nedostávají v nominálním vyjádření na úroveň 3 %, resp. 1 % v reálném vyjádření. Lze říci, že zahraniční vývoj je zhruba ve své rovnováze z hlediska růstu zahraniční poptávky i z hlediska růstu PPI. Ovšem to, co je dominantně mimo ustálený stav, a co vyvolává diskutovanou kombinaci domácích měnových podmínek na prognóze, je nadále uvolněná měnová politika ECB včetně kvantitativního uvolňování zachyceného kvalitativně prostřednictvím konceptu zahraničních stínových úrokových sazeb. To je důvodem, proč se prognóza nedostane do rovnováhy domácích úrokových sazeb. Pokud by došlo ke zvýšení nominálních domácích sazeb 3 %, tak by asi nikdo nezpochyboval, že by kurz začal posilovat rychleji než v prognóze a doručil by nadměrné zpřísnění. Je tedy třeba hledat rovnováhu mezi potřebou domácí ekonomiky, která je již na své vlastní rovnováze, a tím, že zahraničí i nadále vytváří významnou brzdu pro zvyšování domácích úrokových sazeb. To je dle názoru SM aktuální základní dilema.

Následně citlivostní scénář ukazuje, že pokud bude dominovat překoupenost trhu a kurz bude posilovat pozvolněji, tak by bylo třeba zvyšovat sazby rychleji. Z toho pohledu vnímá SM trajektorii sazeb za základního scénáře jako určitou dolní hranici budoucích možností. Pokud bude kurz posilovat pozvolněji, tak bude možné zvyšovat úrokové sazby rychleji. V reakci na dotaz V. Tomšíka uvádí, že by tento krok nevnímala jako negativní šok pro reálnou ekonomiku ani pro finanční stabilitu. SM naopak zastává názor, že by to bylo pro potřeby finanční stability žádoucí, v souladu s vyzněním stanoviska samostatného odboru finanční stability (SAO FS).

SM také reaguje na úvahu M. Hampla, která byla vedena z pohledu domácí ekonomiky, pohledem na situaci zemí OECD. U nich je patrné, že při dosahování tempa růstu ekonomiky a inflace kolem 2 % reálné úrokové sazby dosahují v těchto zemích nulových hodnot. Přitom jejich odhadovaná rovnovážná úroveň je mezi 2 – 4 %. Z tohoto pohledu je tak složité být v rámci domácí ekonomiky s úrokovými sazbami v rovnováze, když vyspělé země světové ekonomiky jsou takto se svou měnovou politikou vychýleny.

V reakci na dotaz M. Hampla ohledně UIP podmínky SM uvádí, že si je této problematické části prognózy plně vědoma, a proto je efekt stínových zahraničních úrokových sazeb v modelu tlumen. Jak upozorňuje stanovisko poradce J. Schwarze, ze strany SM byl také záměrně ignorován nárůst likvidity v eurozóně daný posledním kolem LTRO, který by daný problém ještě zhoršil. V prognóze je tak nyní pracováno s určitým mixem tržní sazby 3M EURIBOR a její stínové trajektorie. Na druhou stranu však zůstává tento efekt nekonvenční měnové politiky ECB skrze kvantitativní uvolňování částečně v prognóze zapracován v rámci zachování konzistence s minulými prognózami. Z hlediska stanoviska poradce, pokud bychom začali se zvyšováním domácích sazeb, tak vzroste i diferenciál na vládních dluhopisech, který je tržní a kde arbitráž probíhá. Přetrvával by tak úrovnový posun vůči tomu, co lze pozorovat na stínových sazbách, ale směr vývoje by byl stejný. Kvalitativně to může vést k tomu, že vyšší sazby mohou vést k tlaku na posilování kurzu nebo k vytváření protistrany pro uzavírání spekulativních pozic. Dle názoru SM tento mechanismus kvalitativně platí, nejistota je však panuje o jeho síle.

SM připomíná, že UIP je robustní ve smyslu, kdy říká jen to, že ex ante se nedá vydělat na žádné ze dvou stran transakcí.

M. Hampl (v diskusi o modelovém nastavení rovnováhy): Poznamenává, že teoreticky podmínka UIP funguje, podle jeho názoru je ale otázkou, jak funguje na skutečném trhu.

Co se týká vysvětlení kvantifikace dlouhodobých rovnovážných úrovní, dle jeho názoru je výše uvedená odpověď přijatelná. Vidí nejistoty v rámci kvantifikace úrovně rovnovážné úrokové sazby. Dle jeho názoru je otázkou, pokud se mění celý svět, jestli tak nedochází k posunu rovnovážných úrovní i v české ekonomice.

Odpořed' SM: SM dodává, že na dané téma již proběhl interim seminář k projektu T. Hlédika a J. Vlčka, který navazoval na BOX z jedné z minulých SZ, který nebyl publikován s tím, že je na dané téma třeba vést další interní debatu. Původní závěry této práce se přibližně potvrzují, tj. odhad domácí reálné rovnovážné úrokové sazby se nachází těsně pod 1 %. Avšak na druhou stranu SM připouští, že i tak ohledně těchto odhadů panuje – i vzhledem k vývoji ve světě – značná míra nejistoty.

SM dále odkazuje na záložní snímek popisující odhady rovnovážného kurzu koruny dle metody Behavioural Equilibrium Exchange Rate (BEER) a Fundamental Equilibrium Exchange Rate (FEER). Aktuální výhled kurzu dle prognózy tak odpovídá rovnovážné trajektorii dle přístupu FEER. Naopak dle přístupu BEER se rovnovážná úroveň kurzu pohybuje na slabších hodnotách. Na základě průměru těchto dvou přístupů se prognóza kurzu může jevit jako mírně nadhodnocená. To lze také pozorovat v rámci rozkladu indexu reálných měnových podmínek, v němž kurzová složka na horizontu prognózy zpřisňuje měnové podmínky, zatímco úroková složka zůstává uvolněná.

M. Mora: Táže se na zdůvodnění a udržitelnost vývoje jádrové inflace, u které SM předpokládá stabilní růst 1% tempem. Domnívá se, že vysvětlení dává zčásti Box 3, kde je zmíněn zejména mzdový růst ve službách, ale i růst cen nových nemovitostí, u něhož se očekává, že bude pokračovat. U druhého vysvětlení považuje růst cen bytů v poslední době za extrémní a zpochybňuje předpoklad jeho pokračování. Argumenty podané SM jej dostatečně nepřesvědčily, proto se táže na bližší vysvětlení. Zároveň poznamenává, že na str. 10 je v SZ uvedena poznámka, že jádrová inflace zvolní na 2 %. Domnívá se, že se jedná o překlep a správná hodnota je 1 %.

Odpořed' SM: Žádá o upřesnění, kde je 1% hodnota jádrové inflace v textu SM zmíněna, protože se jádrová inflace relativně dlouhou dobu pohybovala stabilně lehce nad 1%. Aktuálně se však již jádrová inflace dokonce pohybuje na 2 %. Navrhuje, že SM hodnotu ověří, ale o překlep se v tomto případě nejedná.

M. Mora: Upřesňuje, že v grafu na str. 10 je jádrová inflace zobrazena růzovou barvou kolem 1 %.

Odpořed' SM: Uvádí na pravou míru, že graf zobrazuje příspěvky k celkové inflaci, v níž má jádrová inflace zhruba 50% váhu. Příspěvek 2% jádrové inflace k celkové CPI inflaci je tedy 1 %. Co se týká příspěvku imputovaného nájemného, SM poznamenává, že nezná prognózu vývoje cen nových nemovitostí kolegů ze SAO FS, ale očekává, že bez dalšího zpřisnění makroprudenční politiky a zvýšení nominálních úrokových sazeb bude růst cen nemovitostí pravděpodobně pokračovat. Tempo růstu nemusí být tak vysoké jako v současnosti, ale příspěvek imputovaného nájemného bude po další rok nebo dva vyšší, než jsme bývali zvyklí. SM dodává, že zahrnutím cen nových nemovitostí do imputovaného nájemného se zároveň posiluje vazba mezi měnovou politikou a finanční stabilitou. V současnosti je to dáno automaticky tím, že příspěvek imputovaného nájemného posouvá inflaci mírně nad cíl. Váha imputovaného nájemného ve spotřebním koši není dramatická, ale i tak se tím část finančně-stabilní úvahy dostala i do měnové úvahy.

M. Mora: V otázce prognózy vládních investice zmiňuje otázku aktuálního rizika pádu vlády ČR. Ptá se, zda plánovaná demise Sobotkovy vlády (oznámená dva dny před měnovým zasedáním) nemůže mít negativní dopad na tempo nabíhání vládních investic, potažmo souvisejících soukromých investic. Pád vlády by za normálních okolností nepřeceňoval, ale

v současné době, kdy se rozjíždějí investice vázané na čerpání strukturálních fondů EU, to dopad dle jeho názoru mít může. Personální obsazení ministerstva je v tomto kontextu důležité, protože ministr či náměstci v rámci chodu ministerstva vytvářejí tlak na realizaci investic. Ve chvíli, kdy dojde k určité politické agonii a vyhlásí se v podstatě předvolební politický boj, může tlak na včasné spouštění investic ustát. To by pak mohlo vést ke zpoždění náběhu vládních, potažmo soukromých investic (jak bylo v minulosti ukázáno) včetně dopadů na růst i kvantifikovaný fiskální impulz.

Odpověď SM: Potvrzuje, že riziko směrem dolů u investic skutečně je. Zároveň odkazuje na text SZ na str. 17, která byla psána ještě před oznámením o demisi vlády, kdy rizikem nastíněné fiskální prognózy je možný pomalejší rozjezd vládních investic. Pro doplnění odpovědi ohledně čerpání EU fondů prezentuje SM graf, který zobrazuje čerpání EU fondů v širším kontextu našeho regionu. Ukazuje se, že problémy s dočerpáním minulého období a s pomalým růstem v novém období mají v zásadě i Slovensko, Maďarsko, Polsko i Rumunsko. Určitou výjimkou je Pobaltí. Všechny tyto ekonomiky měly problém dodržet pravidlo N + 2 a dočerpat prostředky tak, aby propad minulé alokace byl v řádu několika málo procent. Z toho plyne, že byly až do samého začátku letošního roku víceméně zatíženy minulou agendou, a opětovný rozjezd investic v rámci nového programového období byl loni velice pomalý. Všechny centrální banky uvedených zemí čekají pozvolný návrat vládních investic k předchozím hladinám. Na naší straně ve prospěch toho návratu svědčí dvě věci, které jsou specificky české. Indikátor vládních zakázek signalizuje, že balík vypsanych zakázek je poměrně natlakován, i když si je SM vědoma toho, na co upozorňuje poradce ve svém stanovisku, tedy že část uvedeného balíku zakázek je odrazem snahy jich co nejvíce vypsát ještě před účinností nového zákona o veřejných zakázkách. Druhá věc – naše specifická EIA a výjimka na 10 nejvíce připravených infrastrukturních staveb – byla v aplikační rovině dotažena do té míry, že už byla vydána příslušná územní rozhodnutí a stavební povolení a začíná se od září stavět. Tomu odpovídá očekávaný vývoj vládních investic z pohledu SM ve druhé polovině letošního roku včetně implikace pro fiskální impulz.

M. Hampl (v diskusi o prognóze fiskální politiky): Považuje za neintuitivní, že prognóza očekává udržení velmi dobrého fiskálního výsledku z minulého roku, který byl dán do jisté míry i mimořádnými faktory. Prognóza navíc očekává, že tento pozitivní výsledek veřejných financí bude nejen udržen, ale je očekáván dokonce ještě vyšší přebytek veřejných financí. Z příložených tabulek dle jeho názoru vyplývá, že je to dáno zejména očekáváním vyšších příjmů. Táže se tedy, jaký je důvod přepokládat, že příznivý vývoj veřejných financí v minulém roce, který byl výrazně ovlivněn mimořádné vlivy (viz např. EU fondy), bude pokračovat i v budoucnu.

J. Rusnok (v diskusi o prognóze fiskální politiky): Připojuje se k otázce ohledně vývoje vládních financí, kde se obává, že je prognóza výhledu přebytku veřejných financí příliš optimistická. Táže se, jakou roli hraje v předpokladech fiskální prognózy čerpání finančních prostředků z EU. Očekává nižší příliv těchto prostředků, než v minulém období.

Odpověď SM: Vysvětluje, že se nejedná o pouhé triviální prodloužení trendu. Za zlepšením strukturálního i celkového schodku stojí vlivy, které je SM schopna kvantifikovat. Jedná se o působení zrychleného růstu ekonomiky, které sice není veliké, ale přináší dodatečný příspěvek v rámci cyklické složky veřejných financí. Je tam další mírný pokles nákladů na dluhovou službu, neboť efektivní úroková sazba má velmi dlouhou paměť. Přestože se už výnosy začaly otáčet, dluhová služba inkasuje předchozí období, kdy byl fiskál schopen emitovat dluhopisy se záporným výnosem v maturitách až do 5 let. Působí i další opatření vlády – mimo jiné další fáze EET a zvyšování spotřební daně na cigarety.

Pokud jde o EU fondy, ty jsou v metodice ESA 2010 z 85 % rozpočtově neutrální, protože pokud je čerpá domácí veřejný sektor, tak propad investic v loňském roce nevedl k 1:1 ke zlepšení

salda, ale byl z 85 % vykompenzován tím, že klesla strana výdajů i strana příjmů a totéž lze čekat i u EU složky v roce 2017 a 2018, kdy projekty mají oživit. Negativní příspěvek do fiskálu bude pouze v rozsahu domácího spolufinancování, což v prognóze zahrnuto je. Domácí složka vládních investic, která je ze 100 % fiskálně relevantní, pokud jde o saldo, také zrychlí. Loni tam bylo možné pozorovat nečekaně velké zpomalení, ale její zrychlení je zase řádově nižší, než v případě EU složky. Z pohledu SM tak EU fondy měly obrovský vliv na „cashové“ saldo. V meziročním srovnání za první 4 měsíce letošního roku je příjem státního rozpočtu v „cashovém“ vyjádření o 50 mld. Kč nižší než loni touto dobou. V rámci metodologii ESA se ale jedná o věci, od kterých se musí zcela abstrahovat. „Cashové“ saldo státního rozpočtu je sice nyní přibližně o 30 mld. Kč meziročně horší, ale v situaci výpadku EU fondů ve výši 50 mld. Kč. Po očištění se tedy jedná zatím o lepší výsledek, který by podporoval očekávání, že může dojít ke zlepšení salda.

M. Mora: V části diskuse týkající se trhu práce děkuje SM za dotažení BOXU 4 do současné podoby. Zároveň ho zajímá názor SM na zaměstnávání cizinců. V poznámce č. 29 na str. 40 SM zmiňuje, že jsou cizinci ve statistikách nedostatečně zachyceni, což by mohlo vysvětlit, proč není v aktuální fázi pozorovaný tlak na růst mezd. Dle jeho názoru může tuto hypotézu vysvětlit graf na str. 41, kde je posuzována produktivita práce v jednotlivých oborech, kde stavebnictví výrazně pokleslo. Vysvětlením může být, že při poklesu stavební výroby hrál roli také odliv cizinců, kteří ve statistikách nebyli zachyceni, přičemž v rámci stavebnictví je podíl této zahraniční pracovní síly vysoký. Následně tak může docházet v rámci výběrového šetření k chybné interpretaci, když nebyl zachycen odchod zahraničních zaměstnanců z tohoto odvětví, což následně automaticky implikuje pokles produktivity. V souvislosti s tím se konkrétně zajímá o dopady na pracovní sílu a růst mezd.

Odpověď SM: Potvrzuje, že je obtížné statisticky podchycovat zaměstnávání cizinců ve stavebnictví. Nezastává ale názor, že cizinci mají aktuálně příliš velký vliv na růst mezd. V současnosti je růst mezd nejvyšší v nejnižších příjmových skupinách, kde cizinci pracují, což je vidět z toho, že mediánová roste rychleji oproti průměrné mzdě. Tím se posouvá celá mzdová distribuce směrem nahoru. Takže předpoklad zkreslení statistik se nezdá být příliš validní. Zachycení cizinců je zároveň v klasických výběrových šetřeních pracovních sil problematické v tom, že se jedná o census, na který oni neodpovídají, protože jsou na ubytovnách a podobně. Tím je jejich statistika celkově špatně podchycena. Špatné zachycení v odvětvích s agenturními zaměstnanci by ale nemělo být přeceňováno. Výběrová šetření mají zlepšenou metodiku v tom smyslu, že zachycují zaměstnance bez ohledu na to, jestli je zaměstnává agentura, stavební nebo průmyslová firma.

M. Mora (v diskusi o dlouhodobém a potenciálním růstu): V rámci svého dotazu se odkazuje na str. 33, kde je zmíněno, že SM očekává tempo potenciálního růstu ve výši 2,5 %, což je nižší, než předpokládané dlouhodobé tempo růstu potenciálního produktu české ekonomiky. Táže se, jaké SM předpokládá dlouhodobé tempo růstu potenciálního produktu.

V. Benda (v diskusi o dlouhodobém a potenciálním růstu): Podobně jako M. Mora odkazuje na str. 33 a táže se, v čem je základní rozdíl mezi potenciálním a dlouhodobým růstem? Intuitivně přepokládá, že by tam měla být velká korelace.

Odpověď SM: Model předpokládá dlouhodobou rovnovážnou hodnotu růstu konstantně na úrovni 3 %. Potenciální růst je proměnlivý v čase a je aktuálně odhadován na úrovni 2,5 %, což není dramatický rozdíl. Dodává, že u odhadu rovnovážné hodnoty růstu panuje velká nejistota. Dále dodává, že na základě jiné metodologie se připravuje v SM výzkumný článek, který zhruba potvrzuje ta čísla, která zazněla.

M. Mora (v diskusi k BOXu 2 o průsaku kurzu do cen): Vznáší dotaz ohledně BOXu 2 týkající se průsaku změn kurzu do cenové hladiny v ČR v porovnávání s eurozónou. Zajímavé jsou z jeho pohledu především různé dopady pohybů kurzů do dovozních cen, kde je efekt u ČR výrazně menší než u eurozóny. Dodává, že následný přenos z dovozních cen do CPI inflace je také různý, protože se změny kurzu v CPI projevují minimálně. Zajímá ho vysvětlení, proč je rozdíl v dopadu do dovozních cen tak různý a proč je naopak průnik z dovozních cen do CPI tak rozdílný. Dále mu není jasný dopad do jednotlivých složek spotřebního koše. SM to popisuje jako neintuitivní dopad na neobchodovatelné statky, kde jsou zmíněny odívání, obuv, energie a paliva, které se mezi neobchodovatelné statky neřadí. I když BOX 2 považuje za zajímavý, v souhrnu se domnívá, že vznáší více otázek, než dává odpovědí. Z těchto důvodů tak navrhuje BOX 2 ze ZoI vypustit, dopracovat a publikovat později.

V. Benda (v diskusi k BOXu 2 o průsaku kurzu do cen): Navrhuje v rámci Grafu 1 u BOXu 2 přidat časové jednotky na horizontální osu x. Nelze rozlišit jednotky, zda se jedná o měsíce, dny nebo čtvrtletí. Dále navrhuje na str. 23 explicitně vysvětlit, co znamená asymetrická reakce cen na vývoj kurzu, kdy primární otázka byla, zda ceny reagují jinak na posílení než oslabení kurzu s tím, že závěry boxu říkají, že ne.

Odpověď SM: Kategorie obuv a odívání je určitý „outlier“ a výsledek je pro ni nelogický. Nejedná se samozřejmě o neobchodovatelné odvětví, u kterého by mohlo platit vysvětlení zmíněné v textu.

J. Rusnok (v diskusi k BOXu 2 o průsaku kurzu do cen): Poznává, že chování obchodních řetězců v ČR je jiné než v Německu nebo Polsku z důvodu velikosti trhu, což zásadně ovlivňuje ceny. To dle jeho názoru z části vysvětluje odhadnutou anomálii.

Odpověď SM: Dodává, že při pohledu na jednotlivé složky CPI jsou odhadované dopady kurzového šoku méně robustní. Jednak je rozdíl mezi skupinami obchodovatelného a neobchodovatelného zboží, jednak každý segment má rozdílné vlastnosti a klíčovou roli hrají různé faktory. Jako příklad uvádí segment zdravotnictví a segment textil, obuv a odívání. V Grafu 1 je rozdíl ten, že v případě ČR je počítáno s celkovým indexem dovozu, zatímco v případě eurozóny je tento údaj zkrácen obchodováním členským zemí eurozóny navzájem. V tomto smyslu tak nejsou výsledky úplně porovnatelné. Dále odkazuje na předchozí studie IMF, které odhadují průsak měnového kurzu do cen na úrovni kolem 1.

SM poznamenává, že BOX byl reakcí na poptávku členů bankovní rady vzešlou na minulém měnovém zasedání. Takto rychle bylo možné sepsat pouze to, co bylo k dispozici již z minulosti. Odbor výzkumu nicméně organizuje skupinu lidí, kteří se tématu budou v rámci SM věnovat. Vyznění BOX tak není nutné považovat za definitivní, spíše jde o shrnutí toho, co již říkala dosavadní evidence.

M. Mora (v diskusi k BOXu 2 o průsaku kurzu do cen): Děkuje za odpovědi a shrnuje, že BOX přináší zajímavé závěry, ale stále vyvolává více otázek než odpovědí. Rozhodnutí, zda BOX zachovat, nechává na SM, minimálně by však doplnil předchozí odpovědi SM.

Odpověď SM: Poznává, že časová jednotka bude na ose explicitně zmíněna, přičemž se jedná o čtvrtletí, protože to je simulace na základě čtvrtletního strukturálního modelu.

V reakci na dotaz V. Benda SM připomíná, že poslední věta předposledního odstavce končí slovy: ceny tak zpravidla reagují obdobně na posílení i oslabení kurzu. Zároveň ale upozorňuje, že tento závěr vyplývá z testu pouze na jednom cenovém okruhu. Takže je to předběžný výsledek, kterému se v rámci pracovní skupiny SM bude také věnovat.

V. Benda: Vyjadřuje obavy ohledně předpokládaného očekávaného oživení vývozu v průběhu roku 2017 za předpokladu posílení kurzu koruny. Argumentuje přitom výrazným zpomalením vývozu v roce 2016, které nastalo navzdory stabilnímu vývoji měnového kurzu při stabilním vývoji vnějšího ekonomického vývoje. V souvislosti s predikcí vývozu dále zmiňuje komentář na str. 14, kde jsou komentovány údaje o registracích automobilů. Ptá se, jak moc lze tento

indikátor brát jako předstihový ukazatel a zda spíše nejde o pouze koincidenční ukazatel relevantní pro české vývozy.

Odpověď SM: Ukazatel nových registrací lze považovat spíše za koincidenční, než předstihový ukazatel. Nicméně naznačuje, že už na začátku letošního roku se vývoz začal blížit k vyšší dynamice. Co se týče růstu vývozu, v predikci je předpokládán rovněž zlepšující se vývoj zahraniční poptávky. Dopad silnějšího kurzu je expertně tlumen z důvodu kurzového zajištění vývozců, přesto v modelu způsobuje mírné provlnění predikované řady vývozu. Navíc předstihové ukazatele typu PMI a objemu nových zakázek v Německu vyznívají pozitivně, což odráží i index asociace exportérů, který také naznačuje akceleraci vývozu.

V. Benda: Odkazuje se na Graf III.2.5 na str. 34, popisující saldo spotřebitelské důvěry a úmysl spořit. Dle jeho názoru není jasné, jak daný graf lze vnímat. Zda se jedná o cyklickou záležitost, kdy rostou průměrné mzdy a zaměstnanost, což následně umožňuje lidem při daném sklonu k úsporám více spořit. Nebo to je naopak reakce na to, že roste nejistota ohledně výše budoucích příjmů, takže lidé více spoří právě z důvodu, že vidí budoucnost více pesimisticky. Nebo to lze vnímat z pohledu HML efektu či intertemporální substituce, kdy lidé vyhlazují svoji spotřebu z důvodu například pohybu směnných relací, resp. pohybu dovozních cen?

Odpověď SM: Dodává, že z grafu není zřejmé, jestli zvýšení indikátoru znamená zvýšení či snížení úmyslu spořit. Obecně platí, že v okamžiku, kdy domácnosti předpokládají pokles nezaměstnanosti, vidí zlepšování finanční situace, tak se po nějaké době objeví i růst úmyslu spořit. Jinými slovy, když finanční situaci vnímají jako dobrou, tak dochází ke spoření finančních přebytků.

V. Benda: Doplnuje, že se tedy jedná o efekt, kdy pokud se domácnostem daří lépe, spoří více. Takže se tedy nejedná o HML efekt.

Odpověď SM: V souvislosti s tím SM poznamenává, že během let 2012/2013 existovaly obavy, že úmysl spořit je odrazem určitého obezřetnostního motivu vedoucího k odkládání spotřeby. Nyní lze však situaci dle názoru SM interpretovat jako rozdílnou, kdy v rámci rostoucích příjmů dochází v absolutní hodnotě k navýšení míry úspor. Zároveň připomíná, že daný indikátor odráží pouze subjektivní vnímání, ne tvrdá data o tom, co domácnosti skutečně dělají.

J. Rusnok: Zpochybňuje vypovídací schopnost ukazatele průměru vnímání dané situace. Podle jeho názoru záleží zejména na příjmových skupinách zúčastněných ve výběrovém šetření, neboť jednotlivé skupiny se chovají odlišně. V současnosti lze pozorovat vyšší nárůst příjmů u nízkopříjmových skupin oproti skupinám se středními či vysokými příjmy. Nízkopříjmové skupiny doposud neměly z čeho spořit, ale v současnosti možná někteří z nich mají mírný nadbytek, a proto mluví o tom, že by začaly spořit.

Odpověď SM: V souvislosti s tím SM doplňuje, že vysokopříjmové skupiny navíc nejsou dostatečně v těchto šetřeních zachyceny z důvodu nízkého počtu odpovídajících respondentů.

M. Mora (v diskusi o propočtu ztráty centrální banky): Oponuje stanovisku poradce J. Schwarze, ve kterém argumentuje, že centrální banka má nekonečný investiční horizont. Zastává názor, v z důvodu závazku ČR vstoupit do eurozóny je investiční horizont ČNB naopak omezený. To se týká jak skladby portfolia, tak jeho durace. V tomto smyslu není srovnání s Norskem, Švýcarskem a Izraelem úplně relevantní.

O. Dědek (v diskusi o propočtu ztráty centrální banky): Analýza ve stanovisku poradce uvádí, že pro účely propočtu ztráty centrální banky je počítáno s vývojem kurzu dle prognózy. V souvislosti s tím dodává, že prognóza kurzu je pouze pro horizont měnově politické transmise, oproti tomu analýza má horizont 12 let. Táže se, jaká trajektorie kurzu byla v rámci této analýzy využita? Dále mu není jasné, co vede k tak výraznému zlomu, kdy kumulovaná ztráta dokonverguje přibližně k úrovni 500 mld. Kč během 12-ti let, aby se následně ztráta začala opět snižovat. Je důvodem zlom v trendovém posilování kurzu koruny?

Odpověď J. Schwarz (autor stanoviska): Na vzdáleném výhledu kurzu za horizontem prognózy je zachován předpoklad tempa reálné konvergence v podobě posilování kurzu 1,5% tempem, které bude s očekávaným vstupem ČR do eurozóny v horizontu 20-ti let postupně zpomalovat. Klesat bude i vliv apreciacie kurzu na hospodářský růst. Navíc pozitivně působí efekt rostoucích výnosů zahraničních vládních dluhopisů vedoucí k vyššímu zhodnocení nakoupených aktiv.

O. Dědek: Ztotožňuje se se stanoviskem SAO FS, který dle jeho názoru oprávněně upozorňuje na rizika příliš uvolněné měnové politiky. Nicméně se táže, na jaké úrovni by úrokové sazby musely být, aby měnová politika přispívala k ochlazení trhu, na kterém hypoteční úvěry rostou 25% tempem a ceny nemovitostí 11% tempem. Dle jeho názoru by bylo žádoucí větší zapojení měnové politiky ve smyslu řešení tohoto problému. Zároveň se táže, zda by takovéto vyšší zapojení měnové politiky nenarušilo měnověpolitické úvahy v podobě dopadu na měnový kurz, inflaci apod.

Odpověď SAO FS (Libor Holub): Domnívá se, že nárůst úrokových sazeb by měl být pozvolný, aby nevedl k nárůstu rizik z reálné ekonomiky z titulu vysokých úrokových sazeb. Poznává, že stanovisko SAO FS je velice podobné stanovisku SM. Rozdílný pohled je pouze v otázce komunikace, kdy SAO FS by navrhovalo zvýšení úrokových sazeb ve druhé polovině letošního roku komunikovat více otevřeně. Na druhou stranu SAO FS sdílí nejistoty a rizika SM týkající se vývoje měnového kurzu.

T. Nidetzký: Je překvapen skokovým nárůstem efektivního ukazatele cen průmyslových výrobců v eurozóně z 2,1% na 3,8 %. Žádá SM o vysvětlení, co je za tímto významným posunem oproti minulé prognóze.

Odpověď SM: Nárůst zahraničního PPI je zčásti už dán pozorováním v datech. Otázkou je, do jaké míry analytici nedocenili předchozí zvýšení cen ropy a průsak tohoto zvýšení do výrobních cen a do jaké míry se jedná o nárůst neropné složky PPI, která je svou povahou setrvačnější a fundamentálnější. Vzhledem k tomu, že výhledy CF pro PPI na historii byly velmi nepřesné, SM se dle svých modelů snaží tyto přebírané výhledy expertně upravovat.

T. Nidetzký: V návaznosti na diskusi k počátečním podmínkám i s odkazem na dotaz M. Hampla týkající se popisu modelové rovnováhy ekonomiky se táže, zda a případně do jaké míry došlo k manuálním úpravám prognostického modelu SM v době od rozhodnutí o ukončení kurzového závazku.

Odpověď SM: Kromě tlumení efektu stínových zahraničních úrokových sazeb 3M EURIBOR byl upraven také předpoklad o dopadu posílení kurzu do vývozu s ohledem na to, že pozorované kurzové zajištění na straně vývozců je v současnosti vyšší, než obvykle. Jiné větší zásahy do modelu prováděny nebyly.

V. Benda (v diskusi o BOXu 1): Odkazuje se na BOX 1, který hodnotí vývoj kurzového závazku za uplynulých 3,5 let. Vyznění tohoto BOXu považuje za věcné a vyvážené. Zároveň se ale obává o čitelnost Grafu 3 pro běžného čtenáře. Dává na zvážení, zda daný graf více nezjednoduší. Na druhou stranu dodává, že Graf 3 v aktuální podobě dobře ilustruje, jak se vyvíjel vztah mezi prognózou, tvrdým kurzovým závazkem a měkkým kurzovým závazkem.

M. Hampl (v diskusi o BOXu 1): Upozorňuje na BOX 1 a Graf 1 na str. 3, popisující vývoj kurz koruny vůči euru a výši devizových intervencí ČNB. Z jeho pohledu není jasné, jaké hodnoty jsou v grafu vyneseny světle modrou barvou. V případě výše devizových intervencí předpokládá, že je v grafu vyobrazen pouze leden a únor, když březen zatím ještě oficiálně nebyl zveřejněn. Ale přitom již lze v grafu pozorovat mírné posílení kurzu v měsíci dubnu.

Odpověď SM: Modrý sloupec bude v příštím týdnu doplněn do zveřejněné ZOI po vydání dat za březen. Zdánlivá optická nekonzistence je dána pravděpodobně měřítkem daného grafu, ale SM daný graf ještě pro jistotu ověří.

M. Hampl: Odkazuje na str. 15 a formulaci: zlepšení bilance zboží a služeb vedlo k rekordnímu přebytku běžného účtu, přičemž v poměru k HDP dosáhl 1,1 % HDP. Následně se text odkazuje na Tabulku II.2.3, kde jsou ale uvedeny absolutní čísla, nikoliv poměrová čísla k HDP, což považuje za matoucí.

Odpověď SM: Údaje o schodku budou sjednoceny a uvedeny ve stejných jednotkách.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

M. Mora: Za největší nejistotu aktuálně považuje kurzový vývoj. Odhad budoucího ekonomického vývoje vnímá oproti SM méně optimisticky. V tomto směru zmiňuje otázku udržitelnosti pozorovaného růstu jádrové inflace. Nejistotu vidí v otázce míry dlouhodobé udržitelnosti cenových tlaků v rámci kategorie restaurace a pohostinství odrážejících zavedení elektronické evidence tržeb (dále EET), a také příspěvku růstu cen nových nemovitostí v rámci imputovaného nájemného.

Riziko vývoje hospodářského růstu vidí v souvislosti s uvažovaným podáním demise premiérem vlády ČR a jejími možnými budoucími dopady na vývoj vládních, resp. celkových investic. Případný pád vlády ČR by mohl narušit dosavadní práci ministerstev a zpomalit proces čerpání EU fondů s negativním dopadem do dynamiky vládních i soukromých investic.

V případě vývoje v zahraničí vnímá negativně především rizika v podobě možného přijetí protekcionistických zahraničně-obchodních opatření vládou USA, což by obecně vedlo ke zhoršení ekonomického sentimentu ve světové ekonomice. V rámci Evropy to mohou aktuálně být rizika výsledků francouzských prezidentských voleb. Potřeba Evropy mít silnou francouzskou vládu nemusí být dle jeho názoru v případě vítězství ani jednoho ze dvou zbývajících prezidentských kandidátů naplněna. Celkové hodnocení možného budoucího ekonomického vývoje v zahraničí tak vnímá oproti SM mírně pesimističtěji.

V případě měnového kurzu vnímá největší riziko. Aktuálně po ukončení kurzového závazku se kurz koruny ustálil na úrovních poblíž původního kurzového závazku. To je dle jeho názoru částečně odrazem finančně spekulativní bubliny, přičemž lze těžko odhadovat, kdy tato bublina v podobě výrazné překoupenosti trhu s korunou může prasknout. Největší riziko tak vidí především v délce trvání této bubliny. Pokud by tato situace na trhu s korunou přetrvávala delší dobu a ČNB by na tento vývoj nereagovala svým nástrojem v podobě zvýšení úrokových sazeb, mohlo by to mít v budoucnu za následek výraznější přestřelení inflačního cíle, nebo i dokonce horní hranice tolerančního pásma cíle. Celkově souhlasí s vyzněním měnověpolitického doporučení SM, které navrhuje nyní úrokové sazby nezvyšovat a tyto kroky v podobě budoucího zpřísnění měnové politiky prozatím pouze komunikovat.

V. Benda: Domnívá se, že s ukončením závazku se ČNB rozhodla vrátit k určitému „normálu“ měnové politiky, kde klíčovými nástroji jsou úrokové sazby a jejich změny. Dodává, že dle jeho názoru se již měnová politika ČNB v daném stavu nachází. Měnový kurz již v současné situaci po ukončení kurzového závazku není „neměnnou konstantou“, ale stává se nyní běžnou nejistotou prognózy a faktorem, který ovlivňuje nastavení úrokových sazeb.

V rámci rizik týkajících se vývoje kurzu vnímá nejistotu nejen u tempa případné apreciacie, ale i u úrovně jeho rovnovážné hodnoty. Zastává názor, že současný vývoj potvrzuje komunikaci ČNB během období zavedení kurzového závazku, že se kurz koruny po ukončení kurzového závazku nevrátí na nadhodnocenou úroveň z období před zavedením kurzového závazku. Domnívá se, že rovnovážná úroveň kurzu je v současnosti vyšší než ta, kterou odhadují různé

metody odhadu rovnovážného kurzu, takže za pozorovanou neposilující hodnotou kurzu nestojí pouze překoupenost trhu. Uvolnění měnových podmínek, které tato aktuálně oslabená úroveň kurzu dodává, tak může být nižší, než předpokládá SM. To implikuje, že vývoj kurzu v podobě velmi mírného posílení spíše odpovídá citlivostnímu scénáři, ovšem i pozvolněji posilující kurz může dodat výraznější zpřísnění měnových podmínek a tím pádem menší potřebu růstu úrokových sazeb. Trajektorie úrokových sazeb by dle jeho názoru tedy spíše odpovídala základnímu scénáři. Osobně by uvítal vývoj v podobě menšího zpřísnění měnových podmínek přes měnový kurz, neboť tak by byl větší prostor pro zpřísnění měnových podmínek použitím úrokových sazeb. Domnívá se, že by to byl příznivější vývoj i z pohledu finanční stability, protože zpřísnění měnové politiky pomocí kurzové složky nemá vliv na úrokové sazby hypotečních úvěrů a poptávku po nich. Ke zpřísnění měnové politiky by ale doporučoval přistupovat s určitou opatrností. Navrhuje komunikovat potřebu zvyšování sazeb, která sice není iminentní, ale z pohledu aktuální prognózy je nevyhnutelná. Zároveň navrhuje posun v komunikaci trajektorie úrokových sazeb od módu v době během používání kurzového závazku, kdy zveřejňovaná trajektorie sazeb sloužila pouze ke komunikaci výsledků modelu, ke komunikaci toho, k čemu se přiklání členové bankovní rady a do jaké míry jsou ztotožnění se základním scénářem prognózy. Zpřísnění měnových podmínek není dáno jen fyzickým zvyšováním sazeb, ale i tím, že trh bude přesvědčen, že za rok budou úrokové sazby výše, což povede ke zvýšení sklonu výnosové křivky. Navrhuje tedy úrokové sazby nezvyšovat v nejbližším čtvrtletí, ale současně navrhuje razantněji komunikovat, že za rok sazby budou znatelně výše, než jsou dnes. Tím by došlo k dodání potřebného zpřísnění měnových podmínek, aniž by muselo dojít k samotnému zvýšení krátkodobých úrokových sazeb.

M. Hampl: Za největší nejistotou považuje budoucí kurzový vývoj a jeho způsob, kterým bude determinovat měnové podmínky v interakci se změnou úrokových sazeb. Ve velmi nejistém prostředí tak navrhuje v dalších měnověpolitických krocích postupovat velmi opatrně a rozvážně. V tomto směru se tak naprosto ztotožňuje s měnověpolitickým doporučením SM.

V otázkách komunikace a vazbě na finanční stabilitu skrze vývoj cen nemovitostí navrhuje společně s novou podobou Zprávy o inflaci (dále ZoI) začít zveřejňovat i experimentální index inflace, který byl dosud prezentován pouze v interní verzi zprávy. Dává také na zvažení, zda nezačít publikovat i trajektorii budoucího vývoje kurzu, což by mělo také váhu pro formování očekávání trhu.

V diskusi o srovnání vývoje kurzu polského zlotého a kurzu koruny dodává, že kurz koruny byl před zavedením kurzového závazku dle odhadů SM nadhodnocen. Zavedením kurzového závazku došlo k posunu nominálních veličin, což bylo i smyslem toho kroku, a proto je logické očekávat, že se kurz skokově nevrátí na úroveň před zavedením kurzového závazku. Zároveň dodává, že kurz polského zlotého poměrně výrazně spontánně oslabil – během období používání kurzového závazku ČNB o zhruba 3 %, do konce loňského roku o 6 % a za období od naší nejdlejší hospodářské recese od roku 2011 do dnes o více než 10 %. Kurz polského zlotého tak za celé období uvolňoval měnové podmínky polské ekonomiky.

O. Dědek: Ztotožňuje se s vyzněním SZ a doporučením SM, že v současné době není třeba měnit nastavení měnové politiky. Zvažuje tři základní faktory ovlivňující měnové úvahy. Za prvé inflace začíná oživovat vlivem jak jednorázových faktorů, tak i zřejmých fundamentálních vlivů (růst dovozních cen, ekonomika poblíž potenciálu, převis poptávky na trhu práce). Na druhé straně vidí potřebu obezřetnosti při zvyšování sazeb, kdy vnější prostředí je stále v uvolněném módu (záporné úrokové sazby a kvantitativní uvolňování ECB). Rychlejší snaha k normalizaci měnové politiky by tak mohla vést k určitému přestřelení. Za druhé, představa, že po ukončení kurzového závazku se zpřísnění měnových podmínek bude odehrávat prostřednictvím měnového kurzu, se zatím nepotvrzuje. Za nejistotu tak považuje aktuální

křehkou rovnováhu na devizovém trhu odrážející výraznou překoupenost koruny. A za třetí připomíná i oblast finanční stability, pro kterou by bylo žádoucí již určité zpřísnění v podobě zvýšení úrokových sazeb. Zastává nicméně názor, že aktuální vývoj zatím nevyžaduje žádnou měnověpolitickou akci.

Na zvážení dává, zda začít v ZoI zveřejňovat krátkodobou prognózu kurzu, která je na aktuální čtvrtletí nastavená na úrovni 26,50 CZK/EUR, což by mohlo pomoci ve formování očekávání trhu v souladu s předpokladem prognózy ČNB.

V reakci na měnověpolitické úvahy SM vyslovuje otázku, zda část problémů v rámci interpretace měnověpolitických závěrů některých simulací modelu není způsobena bodovým vymezením inflačního cíle na úrovni 2 %. Kolem tohoto cíle je toleranční pásmo vzdáleno 1 procentní bod, avšak vývoj inflace není prognostickým modelem interpretován tak, že jakákoliv inflace v tomto pásmu je žádoucí. Prognostický model tak doporučuje reakci měnové politiky prostřednictvím úrokových sazeb při každé odchylce inflace od cíle. To v některých případech vede k těžko akceptovatelným důsledkům, viz citlivostní scénář mírnějšího posilování kurzu koruny. Trajektorie úrokových sazeb jde v tomto scénáři nejdříve prudce nahoru v rámci kompenzace chybějícího posílení kurzu, ale následně, jakmile kurz koruny posílí, dochází k prudkému pohybu úrokových sazeb směrem dolů. Takový průběh trajektorie úrokových sazeb je pro veřejnost velmi obtížně vysvětlitelný. Následně odkazuje na další scénář SM v podobě pozdní reakce měnové politiky při ponechání úrokových sazeb poblíž nulových hodnot a setrvání kurzu poblíž stávajících slabších hodnot. Při tomto scénáři inflace zůstává v tolerančním pásmu poblíž jeho horní hranice, z čehož by také nemělo vyplývat žádné větší znepokojení.

V rámci debaty ohledně fundamentální hodnoty kurzu mu chybí pohled používaný například EK při hodnocení makroekonomických nerovnováh. V tomto pohledu je kurz nadhodnocený / podhodnocený tehdy, kdy tato nesladěnost začne měnit exportními podíly vytvářející ztráty cenové konkurenceschopnosti apod. Scoreboard indikátory by podle něj pomohly i při pohledu na trh práce, kde se rozevírá mezera mezi produktivitou práce a růstem mezd. Např. v ukazateli ULC scoreboard má strop 12 %, v ČR je to hodnota 3 %. Naproti tomu u růstu nemovitostí je strop 6 %, zatímco ČR vykazuje 11 %. Dává tak na zvážení, zda do SZ nezakomponovat v rámci „poevropštění“ i tento pohled, který by mohl přispět k lepší orientaci v rámci mezinárodního srovnání při vyhodnocování makroekonomických nerovnováh.

T. Nidetzký: Je přesvědčen, že aktuální data i prognóza potvrzují, že inflace je udržitelná zejména i díky příznivému vývoji na trhu práce, viz zvyšující se zaměstnanost a tlak na růst mezd vedoucí k robustnímu růstu spotřeby. Nesdílí optimismus ohledně vývoje tvorby hrubého fixního kapitálu v oblasti vládních investic. Avšak není názoru, že by to byl zásadní problém. Investice v budoucnu porostou, nejisté je pouze jejich načasování.

Za největší neznámou považuje vývoj kurzu. Nedoporučuje zasahovat do aktuálně příznivé situace na devizovém trhu, který po ukončení kurzového závazku spíše pozitivně překvapil. Vnímá, že měnová politika bezprostředně po ukončení kurzového závazku stále ještě není v normálním módu, v němž by úrokové sazby měly být v rozumném pásmu, který následně umožní s nimi pracovat oběma směry. Pro vysvětlení aktuální měnověpolitické situace bezprostředně po ukončení kurzového závazku použil paralelu s horolezcem, který právě zdolal vrchol, avšak čeká ho ještě sestup do základního tábora. Zvyšování úrokových sazeb by tak v dnešní situaci považoval za předčasné, v tomto ohledu také podporuje doporučení SM. Na závěr ale dodává, že je třeba se již připravovat na diskuzi ohledně časování zvyšování úrokových sazeb.

J. Rusnok: Aktuální měnové zasedání je první od ukončení kurzového závazku, které proběhlo před necelým měsícem. Připomíná dřívější diskuze o přechodném období, které může být poměrně dlouhé a plné nejistot. Byl by nerad, kdyby členové bankovní rady podléhali

momentálnímu stavu, a zdůrazňuje, že je třeba se na problematiku nastavení měnové politiky dívat v širším horizontu. Vývoj kurzu považuje za nejistý, i když je v současné době stabilní, což však může být i náhoda. Doporučuje tedy vyčkat se zásadnějšími kroky v souladu s doporučením SM. Dodává, že důležité je jemné ladění včetně komunikace, a to především v současném období, kdy kroky a rozhodnutí nejsou jednoznačné a jasné. Pokračoval by tedy v nastaveném módu a nezveřejňoval by indikace pohybu kurzu, to by považoval za předčasné. Možnému neintuitivně rychlému zvyšování sazeb v prognóze rozumí, protože se dosud nedostavilo očekávané zpřísnění měnových podmínek přes měnový kurz. Ve vývoji kurzu, kterým zatím nevykazuje známky posilování, však nevidí žádný výrazný problém. Jeho vývoj chápe spíše jako výraz určité stability ekonomiky, její robustnosti. Zároveň tento vývoj potvrzuje očekávání ČNB, což zvyšuje její autoritu. Dodává, že vývoj do určitého „normálního“ stavu měnové politiky ČNB může být delší i z důvodu pokračující extrémně uvolněné měnové politiky ECB.

Stanovisko SAO FS považuje také za vyvážené a logické. Prudké zvýšení sazeb by z pohledu finanční stability také nepovažoval za žádoucí – domnívá se, že by na jedné straně došlo ke zpomalení růstu nových hypoték, na druhé straně by to představovalo riziko v podobě horší schopnosti splácení stávajících hypoték.

V závěru poznamenává, že v současné době nevidí potřebu nastavení měnové politiky měnit. V rámci nastavení měnové politiky nepovažuje rozdíl mezi aktuální hladinou kurzu kolem 26,7 CZK/EUR a předpokládanou modelovou úrovní kurzu 26,5 CZK/EUR pro aktuální čtvrtletí za národohospodářsky významný, i když optikou prognostického modelu tento rozdíl má výraznější implikace. Vývoj kurzu po ukončení kurzového závazku považuje spíše za posun k vyváženosti rizik, než za posun k silně proinflačním rizikům. Zároveň upozorňuje na protiinflační rizika, když v aktuálních datech vidí určité zpomalení dynamiky cen navzdory tlakům z domácí ekonomiky. Za velmi nejisté považuje především vnější cenové impulzy.

T. Holub (ředitel SM): K návrhu O. Dědka poznamenává, že v SM také proběhla diskuse týkající se zveřejnění krátkodobé prognózy kurzu. Na jednu stranu panoval názor, že zveřejnění prognózy na aktuální čtvrtletí, která je nastavena na hodnotu 26,50 CZK/EUR při aktuální úrovni kurzu kolem 26,70 CZK/EUR, není nic citlivého. Na druhé straně však v rámci SM převážil názor, že trajektorie kurzu by se měla začít opět zveřejňovat až najednou pro celý prognostický horizont, a ne postupně po jednotlivých čtvrtletích. Proto nedoporučuje předpokládaný vývoj kurzu pro aktuální čtvrtletí zveřejňovat. Zároveň poznamenává, že implicitně lze z textu vyčíst, že kurz je slabší, než to, co prognóza předpokládá. Míra transparence je tedy podle něj odpovídající.

V diskusi ohledně zveřejňování experimentálního indexu inflace zastává názor počkat s jeho zveřejněním až do příští ZoI. Mezikrok konceptu owner occupied housing (dále OOH) po metodických změnách bude již nadbytečný, neboť CPI je již blízko OOH ve své složce imputovaného nájemného. Od příští ZoI tak již daný graf v SZ bude vypadat přehledněji, protože již nebude obsahovat časovou řadu popisující CPI-OOH.

V rámci diskuse ohledně scoreboardů poznamenává, že indikátory jsou v rámci evropské agendy ze strany SM monitorovány. ČR se však prozatím nikdy nezařadila mezi země, které by vyžadovaly podrobnější přezkum. Jediným problematickým indikátorem je růst cen nemovitostí, který se týká spíše makroprudenční politiky. Tento typ indikátorů, sloužící k jiným hospodářsko-politickým účelům, by do ZoI nezařazoval. Navíc některé indikátory nejsou přizpůsobené konvergujícím ekonomikám. Například před krizí se mohl na první pohled jevit problematicky vývoj reálného kurzu, který sledoval dlouhodobý apreciační trend. Ten byl ale z pohledu SM rovnovážný, oproti tomu scoreboard, který není evidentně přizpůsobený konvergujícím ekonomikám, indikoval jeho nadměrné posílení. V současnosti se sice tento indikátor nejeví jako rizikový, zejména vlivem změny ve vývoji reálného kurzu po období

světové finanční krize. Avšak spolu s obnovením reálné konvergence se tento problém signalizace zdánlivého nadhodnocení kurzu může opět objevit. Z výše zmíněných důvodů tak nevidí žádný přínos tyto ukazatele do ZoI zařazovat.

J. Rusnok: V navazující diskusi o scoreboardech souhlasí s názorem ředitelem SM T. Holuba, aby se tyto indikátory do ZoI nezahrnovaly. Navíc argumentuje zúžením celého dokumentu ZoI ve smyslu počtu stran. Zastává také názor, že ZoI má své specifické určení. Dává na zvážení, že tyto indikátory by mohly být spíše zařazeny do analýz pro interní účely. Dále se obává odezvy v médiích, která by mohla porovnávat ČR s jinými zeměmi v neporovnatelných indikátorech.

T. Holub (ředitel SM): V diskusi ohledně scoreboardu poznamenává, že tento typ ukazatelů by mohl být zařazen spíše do dokumentu Analýzy sladění, což je na rozdíl od ZoI více „evropsky“ orientovaná zpráva v oblasti měnové politiky.

L. Holub (zástupce ředitele SAO FS): Opakuje stanovisko, že SAO FS považuje za žádoucí, aby došlo ke zpřísnění měnových podmínek ve druhé polovině letošního roku. Zvyšování úrokových sazeb by nicméně nemělo být razantní a nemělo by tak vést ke zvýšení kreditního rizika. Dodává opět, že se stanovisko SAO FS výrazněji neliší od stanoviska SM.

K. Bauer (ředitel SBO): Dodává, že stanovisko SBO je ve shodě s měnověpolitickým doporučením SM, ve kterém je stanovisko SBO zahrnuto. Potvrzuje, že SBO vnímá aktuální rovnováhu na devizovém trhu jako křehkou, s větší tendencí k oslabení kurzu koruny. Dodává, že v den měnového zasedání bankovní rady se na devizovém trhu ani na trhu s deriváty včetně implikovaných sazeb nic dramatického neděje. Je také názoru, že agresivní indikace brzkého zvyšování úrokových sazeb by mohla působit opačným směrem a spíše „uměle“ prodloužit rovnováhu na trhu. Tato indikace by totiž mohla dodat naději, že se tam něco dalšího stane a aktuální křehký stav by mohl vydržet po ještě delší dobu. Navrhuje tedy do komunikace a očekávání trhů zasahovat co nejméně.

J. Rusnok: V rámci diskuse ohledně stanovení inflačního cíle a tolerančního pásma dodává, že tento režim vnímá vždy flexibilně a stejné vnímání dokládají i kroky ČNB za posledních 10 a více let. Poznamenává, že v minulosti v případě určitých fundamentálních důvodů pro to, aby byla inflace pod / nad cílem včetně nad / pod střelení celého tolerančního pásma cíle, ČNB rovněž nezasahovala a přesto neztratila svoji kredibilitu. Dodává, že jako obecný cíl měnové politiky vnímá především vyrovnávání výkyvů hospodářského a finančního cyklu. To by mělo do systému přinášet větší stabilitu, než by měl vývoj sám a měnová politika by neměla tento vývoj ještě více rozkmitat. Závěrem dodává, že ve stanovení bodového cíle a tolerančního pásma tak nevidí nic problematického.

T. Holub (ředitel SM): K diskusi ohledně stanovení tolerančního pásma inflačního cíle potvrzuje, že oficiálně je stanoven inflační bodový cíl, kolem kterého je toleranční pásmo. To se používá ex post pro odečet toho, jak daleko byla inflace od cíle, která se vlivem různých šoků od tohoto cíle odchyluje. Dodává, že by bylo problematické vnést do modelu prvek cílování pásma, protože to by právě přineslo nelinearitu, která by ve svém výsledku vypadala ještě daleko více neintuitivně. Jako příklad uvádí situaci, kdy by prognózovaná inflace byla na 2,9 % a měnová politika by nereagovala; po mírném překročení inflace na 3,1 % by ale sazby musely reagovat výrazně. V tom pokládá linearitu modelu za výhodnou, protože umožňuje reagovat na nové informace postupně. Dodává, že modelová trajektorie sazeb samozřejmě není něco, co musí bankovní rada přesně i včetně dočasných provlhnutí následovat. Většinou je

reakce měnové politiky postupnější, než naznačují prognózy. Diskusi shrnuje tým, že se domnívá, že aktuálně používaný režim je dobře zavedený a dobře funguje.

M. Hampl: V rámci aktuálního posouzení měnověpolitické situace doplňuje paralelu s horolezcem T. Nidetzkého a dodává, že problémem je, že na cestách jsme byli dlouho a základní tábor se mezitím někam přesunul a my nevíme ani to, kde je základní tábor ostatních výprav. Proto je aktuální cesta stále velmi riskantní. Navíc nastala mlha a nevíme, jak je dlouhá cesta do základního tábora, protože původní GPS určení nemusí fungovat. Proto i v reakci na předchozí diskuse připomíná z pohledu aktuálního vývoje nutnost zachovat opatrnost v rámci nadcházejících měnověpolitických kroků. V návrhu časování opětovného zveřejňování trajektorie prognózy kurzu, která je sama o sobě komunikační nástroj a může výrazněji ovlivnit situaci na trhu, proto navrhuje použít tento komunikační nástroj až v situaci potřeby komunikačního jemného ladění.

Dále připomíná, že pokud by v následující ZoI došlo ke zveřejnění trajektorie kurzu spolu s diskutovaným zveřejněním alternativního indexu spotřebitelských cen více zohledňujícího růst cen nemovitostí, tak by tato komunikační kombinace mohla na trhu působit příliš „jestřábím“ dojmem. Na základě výše zmíněných názorů by proto také se zveřejňováním trajektorie měnového kurzu nespěchal.

V rámci předešlé diskuse o bodovém inflačním cíli a tolerančním pásmu souhlasí s tím, že tento režim poskytuje dostatečnou flexibilitu, což je dáno i ex ante výjimkami z plnění cíle uplatňovanými na primární dopady změn nepřímých daní, které jsou dopředu známé. Navíc lze vždy také udělat ex post výjimku, pokud je vhodná a užitečná pro stabilizaci ekonomiky. To bylo zřejmé například při pozitivním nabídkovém šoku v podobě nedávného prudkého propadu světových cen energetických komodit, kdy na tento šok ČNB nereagovala a žádný problém v tom nebyl. Současné nastavení režimu cílování inflace tak podle jeho názoru poskytuje dostatek flexibility.

J. Rusnok: Souhlasí s poznámkou M. Hampla, že obnovení zveřejňování trajektorie kurzu se může objevit v budoucnu opět jako vhodný komunikační nástroj. Poznamenává ale, že jakmile se k tomuto kroku ČNB jednou rozhodne, nelze toto rozhodnutí pak již zpětně měnit. Takové změny komunikace by naopak mohly přinést i případné nežádoucí dopady.

V. Benda: Upřesňuje svou předchozí připomínku týkající se úrovně rovnovážného kurzu, která je dle jeho názoru výše než úroveň aktuálního tržního kurzu. V souvislosti s tím upozorňuje na vývoj českého exportu, který v posledních čtvrtletích zpomalil výrazněji, než by odpovídalo zpomalení zahraniční poptávky. Jako další faktor zmiňuje vývoj regionálních měn, kdy například v případě polského zlotého je úrokový diferenciál vyšší než u české koruny a přesto došlo v jeho případě k oslabování. Obava z případného výrazného posunu devizového kurzu a jeho dopadu na inflační tlaky je tak dle jeho názoru přehnaná. Aktuální rovnováha na devizovém trhu je tak z tohoto pohledu možná stabilnější než předpokládá SM a SBO. Zároveň dochází k přeceňování překoupení trhu s korunou, které je výsledkem špatného rozhodnutí účastníků finančního trhu, kteří špatně vyhodnotili rovnovážný kurz.

S odkazem na MPD vidí částečně problém komunikovat, že hlavní nejistotou budoucího vývoje zůstává vývoj měnového kurzu. Nejistotou kurz vždy bude, prognózovat ho je velmi složité. Ale nejistotu budoucího vývoje kurzu vidí rovnocenně jako další zmíněné nejistoty, například: nová administrativa USA a její dopad na světovou ekonomiku; vývoj měnové politiky ECB a nejistota ohledně jejího budoucího nastavení; fiskální vývoj a vládní investice. Z těchto důvodů tak navrhuje komunikačně zmírnit důraz na vývoj měnového kurzu jako hlavní determinanty měnověpolitického rozhodování a nastavení úrokových sazeb. Kurzový vývoj navrhuje řadit pouze jako jednu z nejistot. V případě opakujícího se zařazování vývoje kurzu jako hlavní

nejistoty měnověpolitického rozhodování z toho může implicitně vyplynout, že ČNB cílí měnový kurz, který následně určuje výši inflace.

V rámci diskuse ohledně stanovení bodového cíle a tolerančního pásma inflačního cíle zastává názor, že je tento cíl vnímán veřejností asymetricky. Veškerá inflace pod 2 % je vnímána jako malá nebo nulová, zatímco inflace nad 2 % je vnímána jako zrychlení inflačních tlaků snižující reálné příjmy a úspory. Navrhuje opatrnost ohledně relativizace prognózy. Nejistoty je možné zmínit pro první čtvrtletí po ukončení závazku, ale v určitém okamžiku je třeba poukázat na výhled trajektorie úrokových sazeb. Tímto tak začít s předstihem a ovlivňovat očekávání, což povede k větší ukotvenosti inflačních očekávání a eliminaci rizik pro finanční stabilitu, takže by ani nemuselo dojít k prudkému zvyšování úrokových sazeb.

Ohledně zveřejňování trajektorie devizového kurzu dodává, že pro přechodné období bezprostředně po ukončení kurzového závazku je žádoucí nechat měnový kurz usadit, na druhou stranu to nelze neustále odkládat. Velmi těžko se tak komunikuje trajektorie úrokových sazeb v situaci, kdy trajektorie měnového kurzu zůstává veřejnosti stále neznámá. Z těchto důvodů dává na zvážení, zda opět nezačít trajektorii měnového kurzu zveřejňovat.

M. Mora: Za největší nejistotu stále považuje vývoj měnového kurzu. V souvislosti s tím rozlišuje i řadu nejistot na normální a abnormální. Normální nejistoty souvisí s tím, jestli se podařilo kurzovým závazkem docílit toho, že je jeho rovnovážná úroveň vyšší, než byla před zavedením kurzového závazku. Dále proč koruna reaguje tak citlivě na vývoj finančního účtu platební bilance, zatímco polský zlotý reaguje především na vývoj běžného účtu platební bilance. Pokládá otázku, zda tedy hrají v polské ekonomice reálné ekonomické faktory větší roli než v ČR. Abnormální nejistoty vidí ve finančně-spekulativní bublině odrážející obrovský nárůst devizových rezerv a kdy a jakým způsobem tento spekulativní kapitál jednou opět odejde. Tento stav nepovažuje za normální situaci.

V návaznosti na diskusi ohledně časování opětovného zveřejňování trajektorie měnového kurzu dodává, že osobně netrvá na jeho zveřejňování v nejbližším období.

III. Úkoly

Zpracovat dílčí návrhy změn textu do aktuální nové podoby ZoI. Do příští ZoI zpracovat graf experimentální inflace již bez CPI-OOH.

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, Vojtěch Benda, Oldřich Dědek, Marek Mora a Tomáš Nidetzký.

Zapsal: Martin Motl, sekce měnová