

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 29. června 2017

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 4. situační zprávy

M. Mora: Dotazuje se sekce měnové (dále SM) na dopad hospodářského oživení v zahraničí do domácí inflace, který je popsán za začátku Situační zprávy (dále SZ). Žádá o vysvětlení, proč vyšší než očekávaná zahraniční poptávka má vést k nižší inflaci, což považuje za velice neintuitivní. [odkazuje přitom na text na str. 1 SZ „*Za mírným snížením výhledu v ročním horizontu stojí zejména vliv nižší pozorované inflace spolu s vyšším výhledem zahraniční poptávky*“].

Odpověď SM: Poznává, že text je založen na parciální úvaze a nejedná se tedy o úvahu všeobecné rovnováhy, kde by rychlejší zahraničí růst vedl k růstu zahraniční inflace a sazeb. Kombinovaný dopad by byl jiný, protože vyšší zahraniční sazby by tlačily na oslabení kurzu koruny a na vyšší sazby v české ekonomice apod. Parciálně ale rychlejší růst zahraničního HDP (za předpokladu nezměněných ostatních veličin) vede v modelu k vyšším vývozům, zvýšení bilance na běžném účtu a následnému posílení kurzu. Protože posilující kurz má protiinflační efekt přes dovozní ceny, dokáže převážit nad tím, že zároveň poroste rychleji domácí ekonomika, což vede následně k vyšším mzdám a inflačním tlakům. Tyto dva efekty jdou proti sobě, ale efekt kurzu je silnější, což je specifický rys malé otevřené ekonomiky.

Dále poznává, že při tvorbě prognózy může dojít k expertní úpravě produktivity práce, což bude působit pozitivně na růst mezd a tlumit uvedený neintuitivní efekt.

M. Mora (v diskuzi o dopadu zahraničního oživení do domácí inflace): Poznává, že tomuto vysvětlení rozumí, ale argumentace mu přijde zvláštní. Implikuje totiž, že pokud efektivní eurozóna poroste výrazně pomaleji, než prognóza očekávala, efekt bude proinflační.

Odpověď SM: Opakuje, že se jedná o parciální úvahu - ve chvíli, kdy by ECB na snížení růstu začala reagovat nižšími sazbami a koruna by začala posilovat, efekt by byl jiný. Proto je v GRIPu zahraničí sloučeno do jednoho bodu, kde jsou jednotlivé vlivy zapracovány konzistentně. Protože představa, že se jenom zvýší či sníží HDP v zahraničí a nic jiného se nestane, je těžko představitelná. Kdežto když na šok zareagují zahraniční ceny, křížový kurz a EURIBOR, scénář dopadne intuitivním způsobem.

M. Mora: Žádá dále o upřesnění argumentace textu pod GRIPem (Box 1), kde by očekával, že vyšší zahraniční PPI bude proinflační faktor [*„Vliv zahraničních veličin v podobě rychlejšího růstu zahraničních výrobních cen a vyššího ekonomického růstu působí ve směru výraznějšího posílení měnového kurzu koruny“* (str. 4)].

O. Dědek (v diskuzi o Boxu 1): Pokládá také dotaz na poslední odstavec v Boxu 1, kde se píše: *„Vliv zahraničních veličin v podobě rychlejšího růstu zahraničních výrobních cen a vyššího ekonomického růstu...“* (str. 4). Ptá se, zda text pojednává o vlivu zahraničního či domácího růstu. Pokud by se jednalo o zahraniční růst, bylo by neintuitivní, proč by tento efekt měl působit ve směru výrazného posílení měnového kurzu koruny.

Odpověď SM: Co se týče vyššího zahraničního PPI a jeho dopadu na českou inflaci, platí zde opět parciální úvaha: rostou-li zahraniční ceny rychleji než domácí, znamená to, že ČR získává cenovou konkurenční výhodu. Ekonomika si tudíž může dovolit o něco silnější nominální kurz. Ale efekty se většinou kombinují dohromady, takže pokud na vývoj reaguje zahraniční měnová politika smysluplným konzistentním způsobem, tyto efekty mohou mizet.

V této souvislosti poznamenává, že SM připravuje v rámci nové verze modelu blok zahraničních veličin, který ošetří, aby tyto vztahy byly konzistentní, a možná pak i parciálně budou odezvy vypadat intuitivněji.

Dále dodává, že je také rozdíl mezi tím, když se změní pozorovaný PPI (nečekaný šok) nebo se mění očekávání CF na období např. na rok dopředu. Kurz je totiž nejvíce vpředhledící veličina, která reaguje a víceméně tlumí dopady vychýlení výhledu PPI od předchozího předpokladu.

M. Mora (v diskuzi k Boxu 1): Ujišťuje se, zda vnímá správně to, že za normálních okolností by body v GRIPu měly být v kvadrantech 1 a 3 a že jen velmi výjimečně, jestli vůbec někdy, se objeví nějaký bod v kvadrantu 2 a 4.

Odpověď SM: Standardní poptávkové nebo nabídkové faktory mají tendenci umisťovat body do prvního nebo třetího kvadrantu (proinflační rizika a vyšší sazby nebo protiinflační rizika a nižší sazby). Výjimkou jsou zahraniční sazby, na které domácí měnová politika reaguje téměř jedna ku jedné, čímž vyhlazuje jejich dopad do domácí inflace. V tom případě pak bod leží poblíž vertikální osy (a nad, nebo pod horizontální osou), protože dopad do inflace je domácí měnovou politikou vykompenzován z důvodu preemptivní reakce, aby nedošlo přes pohyb kurzu k vytlačení inflace mimo prognózu resp. mimo cíl. Mimo první a třetí kvadrant mohou body ležet také při změnách nepřímých daní, které ČNB zpravidla výjimkuje. Tyto změny tak zvýší inflaci, ale sazby na ně

nereagují. Jinými slovy, kdyby byl do GRIPu zapracován balíček zvyšování DPH nebo spotřebních daní, bude bod vychýlen mimo průsečík, ale s dopadem pouze do inflace, nikoli do sazeb. V některých případech mohou jít sazby dokonce dolů. Zvýšení DPH představuje fiskální restriktci, takže pokud ČNB reaguje spíše na sekundární dopady, může jít se sazbami níže. Intuice je ale správná, že dominantně by body měly být v 1. a 3. kvadrantu

M. Mora: Ptá se, proč v základním scénáři kurz posiluje nejprve výrazněji a postupně míra apreciacie polevuje (tj. proč je křivka vývoje kurzu konvexní a ne například lineární). Uvádí, že rychlost apreciacie zásadně ovlivňuje zpříšňování měnových podmínek mezi kurzovou a úrokovou složkou.

Odpověď SM: Základní scénář nepracuje explicitně s překoupeností trhu, pracuje ale s kvantitativním uvolňováním ECB. Vzhledem k tomu, že normalizace sazeb ČNB začne daleko před ECB, kurz koruny se dostane na mírně nadhodnocenou úroveň. Překoupenost trhu ale působí v citlivostních scénářích jako brzda proti tomuto posílení, takže pohyb kurzu se přibližuje k lineární trajektorii.

M. Mora (v diskuzi o trajektorii kurzu): Táže se, zda se tedy dá očekávat, že pozdější exit by zvýšil pravděpodobnost lineárního vývoje.

Odpověď SM (v diskuzi o trajektorii kurzu): *Teoreticky ano a také zvyšování sazeb by nastalo později. Dále doplňuje, že překoupenost trhu je zohledňována v prognóze tak, že se krátkodobý předpoklad kurzu nastaví expertně podle toho, kde se kurz aktuálně nachází nebo kam míří. Modelové mechanismy (úrokový diferenciál zohledňující QE apod.) začnou působit až v dalším čtvrtletí prognózy.*

M. Mora: Pokládá otázky týkající se nekonzistence očekávání trhu s tím, co komunikuje ČNB. Trh očekává zhruba stejný růst HDP, mírně nižší inflaci, ale výrazně slabší kurz a výrazně nižší sazby (nebo alespoň očekává zvyšování sazeb později, než ČNB komunikuje). Ptá se, zda se jedná o chybu v komunikaci ČNB nebo zda nejde o nic nového. Dále se ptá na to, do jaké míry komunikovat očekávaný vývoj úrokových sazeb v souladu s prognózou (čímž naráží na stanovisko samostatného odboru finanční stability (dále SAO FS), které doporučuje, aby se tento výhled nekomunikoval vůbec). Otázkou je, zda má smysl výhled sazeb vůbec komunikovat, když trh trajektorii asi vůbec nevnímá. Tuto hypotézu ilustruje tím, že v první polovině června někteří

členové BR pouze opakovali vyjádření ze 3. SZ (očekávané zvýšení sazeb ve 3. čtvrtletí) a trh tato vyjádření vnímal jako novou informaci, na jejímž základě posílil kurz. Tím trh zároveň nutnost zvýšení sazeb snížil.

J. Rusnok: Připojuje se k otázce ohledně výhledu kurzu, kde vidí dramatický rozdíl mezi tržním očekáváním a hodnotami v prognóze.

Odpoověď SM: Analytici ve svém výhledu zřejmě zohledňují chybějící protistranu, ale ČNB naopak explicitně říká, že prognóza bere v potaz úrokový diferenciál, kvantitativní uvolňování ECB a reálnou rovnovážnou apreciaci. Chybějící protistrana není zohledněna (není možné ji kvantifikovat), a proto je bilance rizik asymetrická z důvodu kurzového výhledu. Nesoulad výhledu sazeb pramení z vyjádření některých členů BR (sazby se budou zvyšovat spíše pozvolna a pomaleji v závěru letošního roku). Inflační očekávání jsou na 3letém horizontu zcela bez příběhu v rámci důvěry v inflační cíl. Na ročním horizontu se i v minulosti objevovaly zjevné nekonzistence mezi tím, jaký je kurzový výhled, výhled sazeb a výhled reálné ekonomiky včetně mezd. Na to bylo v některých dřívějších analýzách poukazováno. Pokud jde o měnové podmínky, analytici sledují spíše komunikaci ČNB (jednotlivých členů BR) a počítají hlasy pro rychlejší nebo pomalejší zvyšování sazeb, než že by naslouchali konzistentnímu makro příběhu.

V. Benda: Děkuje za prezentaci SZ. Ohledně výhledu sazeb ECB připomíná projev M. Draghiho v Sintře v Portugalsku, který trh vnímá jako signál posunu k méně akomodativní politice a k určitému pozdějšímu, byť pomalejšímu zpříšňování. Připomíná, že zasedání ECB bude 20. července a mohlo by přinést náznaky toho, jakými kroky se ECB bude ubírat. Domnívá se tedy, že kladný úrokový diferenciál vůči eurozóně nemusí být tak výrazný a mohl by mít příznivé implikace pro zpříšňování měnové politiky ČNB přes úrokové sazby.

J. Rusnok: Poznamenává, že v Sintře byl a říká, že byl, spolu s ostatními účastníky, překvapen, kde se vzala tržní interpretace slov M. Draghiho (o tom, že se blíží tapering nebo exit z nekonvenční měnové politiky ECB). Vyjádření se totiž nelišilo od minulých vystoupení. Dodává, že v komunitě centrálních bankéřů přetrvává dilema – na jednu stranu se objevují signály, které by normalizaci měnové podporovaly. Na druhou stranu se centrální banky obávají příliš brzké normalizace. Vyslovuje hypotézu vytvořenou na základě atmosféry mezi centrálními bankéři, že ECB se raději očitne za krívkou, než aby začala měnovou politiku utahovat příliš brzy. Na směřování ECB k exitu by tedy nespolehal.

V. Benda: Poznamenává, že ho i jeho poradkyni Danu Hájkovou zaujal text o ropě na str. 12. Ptá se, jaké implikace pro výhled cen ropy má nižší break-even cena ropy z alternativních zdrojů. Vznáší hypotézu, že by cena mohla být po delší období uzamčena v nižším pásmu a působila by tak protiinflačně nebo neutrálně.

Odpověď SM: Výhledy cen ropy jsou hodně vzadhledící a dle zkušenosti SM je poptávka ve 2. pololetí vyšší než v 1. pololetí, což může vést ke snížení zásob a vyššímu tlaku na růst cen. Cena ropy na rok 2018 je předpokládána na úrovni 56 USD/barel, což nevyvrací tezi o koridoru cen. Zároveň se nabízí paralela s fotovoltaickými panely, které také začaly jako nákladná technologie, ale pokles jejich nákladů výrazně překvapil. U alternativních zdrojů ropy (břidlice a ropné písky v USA a Kanadě) může dojít k podobnému vývoji – break-even cena začala kolem 60 USD/barel a nyní může být i 30 – 40 USD/barel.

V. Benda: Dotazuje se na zpětné hodnocení vývoje a struktury vývozu ve druhé polovině 2016, jehož pokles se jeví jako krátkodobý, což naznačuje vývoj v prvním čtvrtletí 2017. Ptá se na názor, co pokles způsobilo a zda má tato zkušenost implikace pro budoucí vývoj exportu ve vztahu k přehodnocení zahraniční poptávky.

Odpověď SM: Domnívá se, že pokles vývozu souvisí s globálním vývojem, kdy došlo k přerušení vazby mezi objemem zahraničního obchodu a globálním HDP. Tato vazba se pravděpodobně v současnosti obnovuje, takže pokles českého vývozu nebyl dán pouze vývojem evropského automobilového trhu, ale obecnějším fenoménem. To potvrzuje i hodnocení plnění minulé prognózy, na kterém SM pracuje, a ukazuje na pokles otevřenosti české ekonomiky v tomto směru. Dodává, že na začátku roku růst zahraniční poptávky zrychlil a navíc se vrací do normálu elasticita vývozu vůči zahraniční poptávce, což prognóza předpokládala (i když ne v tak výrazné míře).

V. Benda: Ptá se na míru participace na trhu práce, která je diskutována na str. 20, kde ale její hodnota není explicitně uvedena.

Odpověď SM: Uvádí, že míra participace dosahuje 76,1 % a postupně se blíží (vysoké) německé hodnotě.

V. Benda: Konstatuje, že ho zaujalo, že pokračuje sbližování tržních sazeb implikovaných z FRA kontraktů s trajektorií úrokových sazeb v prognóze (str. 9 SZ). To bere jako kladný signál, že do budoucna by publikovaná trajektorie sazeb mohla být začít vnímána jako vodítko pro tržní očekávání.

Odpověď SM: Tento vývoj je vítán, protože SM by si přála, aby se trajektorie stala sice podmíněným, ale smysluplným vodítkem pro tržní očekávání. Také se zdá, že očekávání analytiků se začínají posouvat blíže k prognóze. Analytici sice očekávají zvýšení sazeb později oproti prognóze, datum prvního zvýšení se ale už soustředí do zbytku letošního roku. Původně si nedokázali představit, že by ČNB zvedla sazby ještě letos a nyní už se začínají blížit.

V. Benda: Děkuje za stanovisko SAO FS, které je z pozice SAO FS pochopitelné, a je rád, že bylo explicitně vyjádřeno (poměrně razantní zpřísnění měnové politiky ve smyslu „leaning against the wind“). Dává podnět k otevření debaty a diskuze o propojení nástrojů měnové politiky a finanční stability, především z pohledu analytického aparátu. V této souvislosti zmiňuje Taylorovo pravidlo, které je prezentováno ve stanovisku a navrhuje zjistit, zda by šlo zahrnout do jádrového modelu, případně poté zjistit transmisní mechanismy měnové politiky do finanční stability. Co se týče doporučení, je překvapen, že SAO FS na jednu stranu doporučuje zvyšovat sazby, na druhou stranu nedoporučuje komunikovat záměr postupného zvyšování sazeb, obzvláště ne formou, která by mohla být interpretována jako závazek. To vnímá trochu jako problém. Pokud ČNB chce být transparentní a chce trh připravovat na to, že úrokové sazby porostou v důsledku zpřísnění měnové politiky, je otázkou, jak jinak to provést, než upozorněním na to, že sazby porostou. V jiném případě nastane měnověpolitické překvapení.

Odpověď SAO FS: Co se týče zmíněného Taylorova pravidla, cílem bylo podívat se, na jaké úrovni sazeb pravidlo ukazuje za určitých předpokladů. Do budoucna chce SAO FS pracovat na rozvíjení modelů a na přidání vazby na měnovou politiku. Dosavadní výsledky ukazují, že měnověpolitická sazba by měla být vyšší a na vyšší úrovni v této chvíli mohla být. Otázkou je, jak se to váže na záměr nekomunikovat postupné zvyšování sazeb. To souvisí s širokou diskuzí o vazbě mezi kurzovou a úrokovou složkou. Vzhledem k tomu, že není možné odhadnout reakci kurzové složky na zvýšení složky úrokové, SAO FS zastává názor, že by se závazek o postupném zvyšování sazeb neměl komunikovat, poněvadž až reakce trhu umožní situaci vyhodnotit a rozhodnout, zda ve

zvyšování sazeb pokračovat. Ve stanovisku se proto píše, že se jako méně riziková taktika jeví zvýšit sazby a počkat na reakci kurzové složky.

V. Benda: Souhlasí se zveřejňováním GRIPu, ale až po zahájení zveřejňování trajektorie měnového kurzu. Důvodem je mj. i to, že GRIP není konzistentní s verbálním hodnocením inflačních rizik, které vyznívá proinflačně, zatímco v GRIPu je jeden bod, který míří pod, a ostatní body jsou v průsečíku os.

V. Benda: Ohledně ukončení post-exitového mandátu pro sekci bankovních obchodů (dále SBO) – domnívá se, že SM není v souladu se SBO a vyjádření není konzistentní – na jednu stranu chtít mandát zrušit a na druhou stranu říci, že by mohl být problém s plněním tohoto opatření.

Odpověď SM: Nevnímá to jako rozpor, navrhuje nechat diskuzi do uzavřené debaty.

M. Hampl: Pokládá otázku, proč je pozorovaný růst HDP neintuitivně nízký. Při pohledu na ekonomiku, trh práce, sentiment a trh rezidenčního bydlení by očekával růst nad 6 % (situace připomíná roky 2005 nebo 2006). Nicméně růst HDP se stále pohybuje kolem 3 – 4 %. Růst výběru daní se přitom pohybuje na vyšších hodnotách – výběr DPH vzrostl meziročně o 9,2 %, daň z příjmu právnických osob o 8 %, daň z příjmu fyzických osob o 12 %. Pokud se výrazně nezměnily elasticity mezi výběrem daní a HDP, výběr daní by implikoval růst v průměru asi o 7 %. I kdyby část vyššího výběru daní byla dána tím, že díky daňovým změnám přešla část ekonomiky z šedé zóny do legální, muselo by to být v růstu HDP být vidět. Ptá se tedy, zda SM nemá pro nízký růst HDP vysvětlení, nebo se dají očekávat revize dat na minulosti a třeba očekávat vyšší data v budoucnu.

J. Rusnok: Připojuje se k dotazu. Pokládá za zvláštní, že vývoj se naplňuje optimisticky, ekonomika je evidentně na potenciálu, možná mírně nad ním, což nikdy není jisté. Jisté ale je, že se nachází v dobrém období a kondici a dobře využívá své výrobní faktory. Nezaměstnanost není žádná a intuitivně by se daly očekávat revize HDP výrazně směrem nahoru.

Odpověď SM: U DPH nelze vyloučit efekt whiteningu (přechod ze šedé do „bílé“ ekonomiky), např. kvůli kontrolnímu hlášení. Nicméně v odhadech by měl být rozsah šedé ekonomiky v HDP započten. Přechod ze šedé ekonomiky do legální by tedy v úrovni HDP neměl být teoreticky vidět. Mohou ale být samozřejmě pochybnosti o tom, zda ČSÚ rozsah šedé ekonomiky odhaduje správně.

Co se týče silného růstu výběrů daní z příjmu, ten je v souladu s tím, že trh práce je ve výborné kondici. Balík mezd a platů roste výrazným tempem, což je vidět ve výběru sociálního a zdravotního pojištění; dokonce i v přímých daních nebo v daních z příjmu právnických osob jsou vidět velké přírůstky. Takže tam není nic, co by neodpovídalo makroekonomickým základům a ani reálný růst HDP 2,9 % není tak špatné číslo, když se vezme do úvahy, že zahrnuje negativní příspěvek vládních investic, který se sice zmírňuje, ale za první kvartál tam ještě byl. V návaznosti na zpomalení konvergenčního procesu po krizi se navíc snížilo potenciální tempo růstu ze 4 % na 3 %. Takže ekonomika se pohybuje zřejmě někde mírně nad svým potenciálem a roste přitom potenciálním tempem. Hodnota růstu tedy SM nepřijde záhadně nízká.

M. Hampl: Číslo 2,9 % tedy SM měnová pokládá za krásné. Malá čísla nám po krizi přijdou jako krásná.

Odpověď SM: Mezikvartální růst byl ale silný, při jeho pokračování by ekonomika rostla nad potenciálním tempem.

V. Tomšík: Děkuje za kvalitní přípravu popisu a prezentaci aktuálního stavu a dále zejména za přípravu 3. SZ, jejíž prognóza se velmi dobře naplňuje (nevzpomíná si na tak dobré plnění prognózy). Připomíná, že u GRIPu byla SM často nucena rozšiřovat rozsah os, zatímco v současné situaci je třeba graf zvětšit.

V. Tomšík: Poukazuje na to, že prognóza je velmi optimistická z pohledu HDP; u růstu mezd je dokonce jedna z neoptimističtější na tomto trhu. Zároveň dodává, že negativní překvapení přichází především u soukromé spotřeby, která má v HDP nejvyšší podíl. Ptá se, zda SM očekává akceleraci spotřeby a pokud ano, zda inflační tlaky z domácí ekonomiky převáží nejistotu pramenící z vnějšího prostředí. Obává se totiž, že zvyšování sazeb (které SM navrhuje komunikovat) může být při vnějším šoku zvráceno a sazby by se vrátily k nule, což nikdo nechce. Ptá se tedy, odkud se budou generovat udržitelné inflační tlaky z domácí ekonomiky, protože u soukromé spotřeby vidět nejsou – přestože HDP a mzdy rostou rychleji, soukromá spotřeba zaostává.

Odpověď SM: U spotřeby je výrazná datová nejistota. V nominálním vyjádření byl růst spotřeby silný, ale ČSU použil překvapivě vysoký růst deflátoru spotřeby, takže v reálném vyjádření byl růst spotřeby mírně nižší než očekávaný. Není jasné, proč deflátor spotřeby rostl o tolik rychleji, než CPI. Takže pokud dojde k revizi, mohla by být směrem nahoru. K robustnosti inflačního výhledu

s ohledem na nulovou spodní hranici sazeb souhlasí, že se jedná o risk management úvahu, která stále platí. Současná situace nicméně není o zpřísnování úrokové složky, ale o její normalizaci. Jak ukazují grafy v prezentaci – měřeno reálnou úrokovou sazbou z klientských obchodů (depozita a úvěry) – uvolněnost úrokové složky je nejvyšší za poslední tři roky. Reálné sazby jsou kvůli víceméně stabilním nominálním sazbám a rostoucí inflaci v reálném vyjádření na velmi nízkých hodnotách. Manévr tedy není co nejvíce zpřísnit úrokovou složku, ale o postupném zmírnění extrémní uvolněnosti.

M. Hampl: Pokládá otázku na vývoj konceptu NAIRU (non-accelerating inflation rate of unemployment), na její úroveň a zda u ní nedošlo ke strukturální změně. Uvádí, že obecná míra nezaměstnanosti se přibližuje shora 3 %, což mu připomíná časy z roku 1997, tj. před první velkou recesí v době samostatné ČR. Tehdy měla ČR ve srovnání se všemi okolními zeměmi nejnižší nezaměstnanost. I když se změnila metodika výpočtu míry nezaměstnanosti, současná situace je podobná té z roku 1997 a je překvapivé, že nejsou pozorovány silnější inflační tlaky.

Odpověď SM: Domnívá se, že úroveň NAIRU klesá, což lze vysvětlit zvýšením nabídky práce (nabídka práce nikdy nebyla na takovýchto hodnotách), a tedy proto je česká ekonomika schopná relativně neinflačně růst při tak nízkých hodnotách míry nezaměstnanosti. Z větší části se jedná o strukturální vývoj, není ale zřejmé, do jaké míry za nárůstem nabídky práce stojí cyklické faktory.

J. Rusnok (v diskuzi o NAIRU): Zmiňuje debatu o vývoji participace na trhu práce v Evropě ve srovnání s USA. V Evropě participace roste, byť mnohem pomaleji než v ČR a ne úplně homogenně. V Americe se participace spíše snižovala, resp. stagnuje. Na rozdíl od ČR je ale zajímavé, že v západní Evropě nerostou mzdy.

SM (v diskuzi o NAIRU): Domnívá se, že koncept NAIRU v ČR funguje, i když vztah nezaměstnanost – růst mezd může být oslabený (což by vysvětlilo, proč mzdy nerostou rychleji než 5,5% tempem). Naproti tomu v Evropě mzdová Phillipsova křivka nefunguje, což je hádanka. Například v Německu, které má rekordně nízkou nezaměstnanost, mzdy rostou nominálně o 2,5% (tj., v reálném vyjádření téměř stagnují). U Německa by měl být růst mezd o to silnější, že reálný kurz je podhodnocený a vůči hlavním obchodním partnerům zafixovaný, takže vyrovnávací mechanismy by měly fungovat přes cenový a mzdový růst.

V. Benda (v diskuzi o NAIRU): Zmiňuje studii IMF (Staff Discussion Notes No. 14/3), která ukazuje, že se Phillipsovy křivky ve vyspělých zemích zploštily, takže reakce měnové politiky

musí být výraznější, pokud chce prostřednictvím změny v zaměstnanosti dosáhnout změny mzdové inflace. Jedním z vysvětlení je struktura ekonomiky a globalizace, kdy si firmy konkurují s výrobci v jiných částech světa. V případě tlaku na růst mezd se tento růst mezd neodráží v růstu cen produktů, ale dochází k outsourcingu do jiné oblasti. Zároveň záleží na podílu přidané hodnoty a výši marže. Což je problém i českého průmyslu a střední Evropy, kde růst mezd naráží na to, že se v případě vyššího růstu mzdových nákladů část zakázek přesune do jiných zemí.

SM (v diskuzi o NAIRU): Dodává, že tento argument ale neobstojí u Německa s 8% přebytkem běžného účtu.

M. Hampl: Ptá se, zda SM sleduje probíhající celosvětovou debatu o nefunkčnosti nekryté úrokové parity (UIP). Poukazuje na to, že ČNB s UIP podmínkou v modelu pracuje, i když se mu zdá, že empiricky po roce 2008 nefunguje ani krytá úroková parita (CIP). Vzhledem k velkému množství textů, které se vztahům věnují, ho zajímá, zda se změnilo uvažování SM o úrokových diferenciacích a dopadech rozdílného nastavení měnových podmínek doma ve srovnání se zahraničím na vývoj kurzu.

Odpověď SM: Model uvažuje, že relativní pozice měnové politiky ČNB vs politiky ECB vede k pohybu kurzu intuitivním směrem: pokud ČNB začne normalizaci dříve, koruna bude posilovat; pokud se zvýšení sazeb odloží na období alespoň částečné normalizace politiky ECB, trhy budou vnímat simultánní normalizaci, což bude mít relativně neutrální dopady na kurz. Tento vztah funguje za předpokladu, že se najdou investoři, kteří půjdou za úrokovým diferenciacím a nenarazí na kreditní či institucionální omezení (která během krize narostla). Dalším důvodem horšího fungování UIP může být překoupenost trhu s korunou, která povede k tomu, že kladný diferenciál sice naláká investory, ti ale poslouží jako protistrana pro uzavření stávajících pozic, a efekt na kurz nebude tak silný. UIP vztah je robustní v tom, že se jedná o arbitrážní podmínku, tedy že investor nemůže vydělat ex ante. Problémem při modelování vztahu mohou být nekonvenční opatření měnové politiky (zachycená stínovými sazbami) a rizikové prémie, které se špatně zachycují. Analýza by tedy byla lepší, kdyby tyto proměnné byly známy s vyšší jistotou. Mezinárodní literatura většinou ukazuje, že empiricky vztah neplatí; to, že ten vztah ale funguje ex ante, nelze empirickým modelem dokázat.

Co se týče bezrizikové kryté arbitráže, ta po krizi poměrně dlouho nefungovala, což vedlo k možnosti následujícího bezrizikového obchodu se syntetickým kladným výnosem: půjčka v eurech

za záporný úrok, konverze na spotu do koruny, na forwardu konverze zpět do eur. Existence tohoto obchodu je nepřímým důkazem, že trh nemusí být efektivní a diferenciály mohou existovat právě kvůli kreditním limitům atd.

SBO (v diskuzi o UIP): Poznámává (což na prezentaci minulé SZ již zmiňoval), že tyto tržní diskrepance nejsou záležitostí pouze českého trhu, ale i jiných segmentů trhu. Od komerčních bank má SBO informace, že na provedení arbitrážního obchodu s výnosem 20 b.p. obchodníci nedostanou dostatečný kapitál. Takže i kvůli regulaci tyto obchody nejsou časté a není tlak na vyrovnání diskrepancí.

M. Hampl (v diskuzi o UIP): Komentuje, že rozvahy centrálních bank se změnilы jedním směrem, zatímco limity a technická, regulatorní a kapitálová omezení šla druhým směrem.

SM (v diskuzi o UIP): Dodává, že UIP přesto v hlavách SM i BR funguje. Kdyby nefungovala, BR by na stávajícím zasedání odhlasovala to, co navrhuje SAO FS (zvýšení sazeb o 50 b.b.) a neobávala by se přitom, že kurz výrazně posílí.

O. Dědek: Poukazuje na interpretační problém GRIPu, který může u veřejnosti nastat. Nachází-li se všechny body na průsečíku os, inflační rizika jsou vůči prognóze nulová, což ale nemusí nutně znamenat, že sazby budou ponechány na stávající úrovni. Jinými slovy, když jsou body v průsečíku, prognóza očekává zvyšování sazeb a ČNB současně komunikuje, že vůči prognóze nevidí inflační rizika.

Odpověď SM: V Boxu 1 SZ není naznačeno, jak by text vypadal v případě zveřejňování GRIPu. Samozřejmě se někdy může stát, že GRIP ukazuje na neutrální bilanci rizik, ale ČNB celkově rizika vyhodnotí proinflačně nebo protiinflačně, protože existuje ještě něco nad rámec GRIPu, co v celkové bilanci převládá. Tato informace by byla v textu nadále rozvedena.

Nyní jsou například všechny body GRIPu v průsečíku os („terč Kateřiny Emmons“), tzn. GRIP ukazuje na neutrální bilanci rizik. To, co z pohledu SM vytváří mírně proinflační bilanci, je úvaha, že simulace, která stojí za GRIPem, obsahuje rychlé posilování kurzu, které nemusí situaci překoupeného trhu a chybějící protistrany v takové rychlosti umožnit. Po zohlednění této dodatečné úvahy se tak bilance rizik posouvá mírně směrem k proinflačním rizikům.

Dále je třeba si uvědomit, že GRIP je jen jedním z řady komunikačních nástrojů. Trh už před ní vidí prohlášení bankovní rady, kde se diskutují jednotlivá rizika i jejich bilance. GRIP se standardně zveřejňoval s minutes, kde je rovněž velmi podrobná diskuse bilance rizik, takže

s vysvětlením by neměl být problém. Stejně tak lze vysvětlit to, že když je graf takto blízko naplňování prognózy a součástí prognózy je zvyšování sazeb, tak to zvýšení sazeb, pokud přijde, není překvapivé. Naopak je to o tom, že prognóza se velmi dobře naplňuje, součástí prognózy je postupná normalizace úrokových sazeb, ČNB k ní udělala první krok a samozřejmě další vývoj v procesu bude záviset na tom, jestli se prognóza bude naplňovat i nadále, nebo přijdou nějaká další rizika. Komunikačně tedy s GRIPem není problém, na druhou stranu jeho publikace bude mít smysl až po zveřejnění prognózy kurzu a navíc graf nyní vypadá „ploše“.

O. Dědek: Pokládá otázku ohledně použití efektivních ukazatelů eurozóny (HDP, CPI, PPI), které váží jednotlivé veličiny podle významu zemí pro ČR. Táže se, zda se efektivní ukazatele používají i pro výpočet reálného rovnovážného kurzu koruny, nebo zda se při výpočtech uvažují běžné ukazatele eurozóny.

Odpověď SM: Efektivní ukazatele váží jednotlivé veličiny podílem země na celkovém vývozu ČR. Váhy zemí se přitom aktualizují v čase. V jádrovém predikčním modelu jsou domácí ceny samozřejmě porovnávány s efektivními cenami v eurozóně. Nicméně satelitní modely rovnovážných kurzů (BEER, FEER) zatím pracují s ukazateli pro eurozónu jako celek. Motivací je jednoduchost interpretace, protože se modeluje kurz koruny vůči euru a ne vůči váženému kurzu. Nicméně je možné vypracovat citlivostní analýzu s efektivními ukazateli.

J. Rusnok (v diskusi o efektivních ukazatelích): Poznává, že intuitivně se dá předpokládat, že efektivní eurozóna roste rychleji než celková eurozóna (kvůli vyšší váze Německa, Slovenska, tedy dynamičtějších zemí).

O. Dědek: Poukazuje na možnou nekonzistenci tabulky na straně 15 (1,1% přebytek státního rozpočtu v roce 2018) s návrhem plánovaného schodku vládního rozpočtu na rok 2018 (50 mld.). Ptá se, zda předpoklad přebytku pracuje s návrhem státního rozpočtu a zda se neopakuje situace, kdy návrh rozpočtu neříká nic o tom, jaký bude konečný výsledek. Zároveň uznává, že obě veličiny jsou nesrovnatelné (státní vs vládní rozpočet), ale dodává, že překmit je zajímavý.

Odpověď SM: Konstatuje, že SM je optimističtější v predikci fiskálu oproti návrhu státního rozpočtu. V posledních letech je cashové plnění státního rozpočtu málo reprezentativní (dokonce ještě méně, než kdy předtím), protože je ovlivněno koncem a začátkem minulého a nového programového období EU fondů. Ty ovlivňují investiční aktivitu vládního sektoru, která se jinak

zaznamenává v cashovém a jinak v akruálním pohledu. Vloni byly velké cashové přebytky státního rozpočtu, což bylo dáno tím, že dobehly platby z Evropské komise za minulé období v situaci, kdy se neinvestovalo, a teď v roce 2017 a 2018 se rozběhla investiční aktivita, za kterou ovšem peníze dostaneme až v letech následujících, takže tam bude nedostatek hotových prostředků ze strany profinancování fondů. Samo MF je si toho samozřejmě vědomo, proto součástí rozpočtové dokumentace je na jedné straně návrh státního rozpočtu s deficitem 50 mld. Pro příští rok je to ale, překlopeno do akruální metodiky soustavy veřejných rozpočtů, konzistentní s konvergenčním programem očekávaným přebytkem soustavy veřejných rozpočtů v příštím roce v rozsahu necelého 0,5 % HDP. Takže v tomto pohledu je pohled MF kvalitativně podobný. Jsou tam přebytky, byť menší, a saldo SR není možno k tomu bezprostředně stáhnout. Týká se to těchto velkých vlivů toků mezi EU a ČR, které loni významným způsobem ovlivnily hospodaření SR.

O. Dědek: Žádá o vysvětlení pojmu demonetizace v Indii, který je uveden na str. 12.

Odpověď SM: V Indii zrušili 85 % bankovek, které tvořily oběživo. Oficiálním motivem bylo omezení šedé ekonomiky, korupce atd. Dle konspiračních teorií chtěl premiér Modi omezit svým konkurentům přístup k penězům. Vede se debata, jaký efekt bude demonetizace mít.

J. Rusnok: Děkuje za SZ a prognózu ze 3. SZ, která se mimořádně úspěšně naplňuje. Konstatuje, že se potvrdila výrazná citlivost české ekonomiky na vývoj v efektivní eurozóně. Dokládá to tím, že v efektivní eurozóně došlo k mírně lepšímu než očekávanému vývoji, což mělo na českou ekonomiku okamžitě viditelný dopad. Pro vývoj v ČR je tedy velmi důležité, co se v eurozóně bude dít.

J. Rusnok: Pokládá otázku ohledně vývoje mixu měnových podmínek v citlivostním scénáři. Ptá se, jak interpretovat vývoj sazeb, kde nejprve dochází ke zvýšení sazeb a poté k jejich snížení (pokles modrých sloupečků v indexu měnových podmínek k nule a poté jejich mírné zvýšení, neboli zpřísnění úrokové složky měnových podmínek následované uvolněním).

Odpověď SM: Základní scénář vývoje měnových podmínek ukazuje, že úroková složka zůstane hodně uvolněná, protože inflace setrvá nad 2 % a sazby se zvýší až ve třetím čtvrtletí, dále zůstanou stabilní a začnou růst až ve druhé polovině roku 2018, přičemž zpřísnění měnových podmínek doručí kurz, který dle prognózy výrazně posílí (u sazeb tedy k výraznému zpřísnění docházet

nemusí). Naproti tomu ve scénáři s mírnějším posilováním kurzu nedochází k tak výraznému zpřísnění měnových podmínek přes kurz, takže červené sloupečky klesají do záporných hodnot pomaleji. O to více musí klesnout sloupečky modré, což je vidět na rozdílovém grafu, kde je kurz uvolněnější oproti základnímu scénáři a sazby jsou naopak přísnější. Následně se scénář navrácí do základního příběhu: úrokové podmínky jsou na konci lehce uvolněné, protože se inflace vrací tam, kde byla, zatímco kurzová složka se vrací také do úrovně ze základního scénáře. RMCI index je tedy celkově nejprve uvolněnější, než by měl být, poté přísnější a nakonec se vrací do úrovně ze základního scénáře.

Dodává, že vývoj sazeb v alternativním scénáři není monotónní, což není v praxi žádoucí. Je to způsobeno tím, že u sazeb dochází nejdříve ke zpřísnění, což vede k apreciaci kurzu. Ta je pozdějším poklesem sazeb naopak později tlumena. Z tohoto pohledu je intuitivnější druhá subvarianta, kdy kurz sice neposiluje tak výrazně jako v základním scénáři, ale sazby jdou nahoru obezřetněji a víceméně plynule. Tam zmiňovaný efekt (růst / pokles sazeb) nevzniká. I tak je, tam ale zmírňování uvolněnosti úrokové složky podstatně rychlejší než v základním scénáři s tím, že kurz se začne posouvat na přísnější úroveň později.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

M. Mora: Poznává k projevu M. Draghiho v Sintře (diskutován během otevřeného jednání), že rád slyší, že není sám, kdo nerozumí jeho interpretaci ze strany finančních trhů. Text projevu, ale i další vyjádření ECB, pečlivě přečetl a je rád, že i pan guvernér (který na setkání byl) pochopil vystoupení prezidenta Draghiho tak, že se ECB prozatím k normalizaci nebo zpřísnění měnové politiky nechystá.

Klade si otázku, do jaké míry je robustní pozorované oživení v zahraničí. Na jednu stranu jsou patrné známky oživení, na druhou stranu lze identifikovat řadu rizik: těžká předvídatelnost chování USA (týkající se budoucí obchodní politiky), průběh brexitu, zvýšené napětí na Středním východě. Nálada uvnitř eurozóny je smíšená a M. Mora nezastává příliš optimistický názor. Na jedné straně se makroekonomická situace zdá být příznivá, na druhé straně způsob implementace bankovní unie nevyznívá optimisticky (jako příklad uvádí záchranu dvou bank v Itálii během posledního víkendu). Možná i z těchto důvodů nevládne optimismus ani v Německu, kde výrazně neroste

spotřeba ani HDP. To může vysvětlovat, proč je růst domácí spotřeby nízký – i český národ je relativně skeptický a čeká na to, jakým směrem se vše vyvine.

Hlavním tématem, o kterém chce hovořit, je, jakým způsobem má probíhat návrat k normálním měnověpolitickým podmínkám a jakým způsobem mixovat kurzovou a úrokovou složku měnových podmínek. Rizika plynoucí z nedávné komunikace některých členů BR proti rychlému posilování kurzu nevnímá jako podstatná. Dle jeho názoru SM v části 5 měnověpolitického doporučení (MPD) přeceňuje účinek slovních intervencí, protože ve stejné době oslabil forint i zlotý, takže oslabení kurzu koruny lze vysvětlit regionálním sentimentem a nikoliv vyjádřeními členů BR. I kdyby tato vyjádření měla efekt, problém popsáný v měnověpolitickém doporučení lze považovat za „luxusní“ v tom smyslu, že pokud by jediným problémem bylo, jak dostatečně rychle zvyšovat měnověpolitické sazby, tak by tato situace byla velice komfortní. V této situaci však ČNB ještě není a tudíž tyto úvahy M. Mora považuje za sice zajímavé, avšak nikoliv přesvědčivé. Ve svém rozhodování zvažuje rizika dosažení/nedosažení cenové stability, ale zároveň vnímá riziko finanční stability. Je pro něj tedy přijatelné, pokud by došlo ke zpřísnění podmínek pro finanční stabilitu za situace, že by byl inflační cíl jemně přestřelován o pár měsíců (naráží tím na scénář z části 5 MPD, kde se popisuje „riziko z prodlení“ při zpřísnování měnové politiky: při slabší než očekávané apreciaci by mohlo být zvyšování sazeb příliš pomalé).

M. Mora: Pokládá přítomnému řediteli SBO K. Bauerovi otázku ohledně rizika plynoucího z tzv. překoupenosti koruny. Zvyšuje se pravděpodobnost tohoto rizika s delším horizontem od exitu nebo se naopak snižuje?

K. Bauer (ředitel SBO): Očekával by, že rizika spíše rostou. Jestli jsou na trhu otevřené nezajištěné pozice, náklady na jejich udržování jsou stále kladné. Tvrdými daty však SBO nedisponuje.

M. Mora: Ředitele SM T. Holuba se dotazuje, jak komunikovat budoucí vývoj úrokové sazby. Ve stanovisku SAO FS se doporučuje nezavazovat se ke zvyšování sazeb, ale BR se nikdy takto nezavazovala. Je otázka, co SA OFS tímto doporučením vlastně myslela?

L. Holub (zástupce ředitele SAO FS, dodává ke stanovisku SAO FS): Domnívá se, že v minulosti zvyšování sazeb nebylo interpretováno jako závazek, SAO FS se ale obává, aby aktuální komunikace nevyzněla jako závazek.

T. Holub (ředitel SM, reaguje na dotaz M. Mory): SM se ve svém měnověpolitickém doporučení cítila svázána výroky tří členů bankovní rady, které vyzněly tak, že se zvýšení úrokových sazeb odkládá. Možná je trh interpretoval příliš silně. ČNB se čtyři roky cíleně snažila držet jednotnou komunikaci, a to velmi důsledně. Nyní se posouvá do situace, kdy jednota komunikace může být někdy kontraproduktivní nebo svazující v tom, že trh může nedávná vyjádření interpretovat: „tři členové bankovní rady řekli, že se zvyšování sazeb odsouvá, na jednání není přítomen T. Nidetzký, tři včetně guvernéra jsou majorita, sazby se tedy nezvýší“. Kdyby došlo k růstu sazeb, bylo by to pro trh překvapení a o to více by hrozila skoková reakce kurzu. Je zřejmé, že načasování jednotlivých vyjádření nebylo zamýšlené, každý člen bankovní rady může říci, jak to cítí, ale spolu s ředitelem odboru komunikace M. Zemanem by si BR a SM měly do budoucna hlídat, že komunikace bude méně jednotná, než do této chvíle. Nebezpečí bylo, kdyby se ČNB uzamkla v pozicích, které se zpětně ukáží jako ne zcela optimální po sestavě nové prognózy, analýz atd.

J. Rusnok (v diskuzi o jednotě v komunikaci): Navrhuje zůstat v komunikaci autentický a otevřený, nenutil by se do konstrukce umělé nejednoty, což by se v budoucnu mohlo vymstít. Takovéto situace normálně přicházejí.

M. Hampl (v diskuzi o jednotě v komunikaci): Zarazilo ho vyjádření T. Holuba ve smyslu, že SM se cítila svázána při tvorbě měnověpolitického doporučení tím, co veřejně říkali členové bankovní rady. SM se tím nemá cítit svázána, nikdy to tak bankovní rada nevnímala a nikdy tomu tak nebylo. SM je vlastníkem měnověpolitického doporučení a bankovní rada je vlastníkem rozhodnutí. SM má svobodu a nezávislost navrhnout to, co považujete za vhodné. Pokud by SM navrhovala to, co bankovní rada řekla, tak se ČNB dostane do stavu neřešitelných nerovnováh a nikdy nebude schopna dobře rozhodovat. Dodává, že pokud se vrátí nejednota v komunikaci, kdy členové bankovní rady volně vyjadřují své názory na nastavení měnových podmínek, je to podle něj návrat k normálu a není to problém.

V. Benda: Stávající fázi hospodářského cyklu domácí ekonomiky i eurozóny již nelze nazývat oživením, ale růstovou fází. Oživení chápe jako období, které přichází po recesi, naproti tomu česká ekonomika roste poměrně svižně už delší dobu. Také ekonomika eurozóny roste už několik let a její růst dokonce zrychluje.

Co se týče prognózy, je pro něj důležité to, co v ní bylo řečeno. Pro bilanci rizik vnímá jako důležitý argument i vývoj jádrové inflace, která je nad prognózou, byť za její úrovní je částečně vliv EET.

Nicméně vývoj jádrové inflace vnímá jako další argument pro to, že bilance rizik je o něco více proinflační oproti hodnocení SM. Připomíná nezpochybnitelná fakta – silnější růst ekonomiky a viditelné signály zpřísnování situace na trhu práce (Beveridgeova křivka, vyšší růst mezd, rekordně nízká nezaměstnanost).

Dále připomíná, že když se BR rozhodovala pro exit, bylo řečeno, že exit je jedině možný v okamžiku, kdy bude jistota, že v dohledné době bude možné začít zvyšovat úrokové sazby a normalizovat měnovou politiku. Považoval by za nešťastné, kdyby BR řekla „teď jsme udělali exit a sazby necháme být a počkáme na vývoj ekonomiky“, protože to by znevěrohodnilo exit. Jestliže se více než dostatečně naplňuje prognóza, a nikdo se proti prognóze zásadně nevyhranil, mělo by se dle prognózy postupovat dál. S prognózou je konzistentní růst úrokových sazeb už ve 3. čtvrtletí. Není zastáncem překotného zvyšování sazeb. Určitě je dobré sledovat další data, avšak konzistentní s prognózou a ekonomickým vývojem je komunikovat, že krok zvýšení úrokových sazeb se blíží. Starost ohledně vývoje kurzu mu přijde přehnaná, připomíná, že během kurzového závazku byl průsak do cenových okruhů pomalejší oproti očekáváním. Případný průsak posilování devizového kurzu, který vnímá jako asymetrický, nemusí přinést tak silné protiinflační tlaky, a proto vidí prostor pro další zpřísnění měnové politiky.

Na závěr navrhuje být obezřetný, sledovat data, na druhou stranu nevidí důvod nepokračovat v rétorice, kterou naznačuje prognóza, tzn. komunikovat, že zvyšování úrokových sazeb se blíží, a že to pravděpodobně nebude na konci letošního nebo začátku příštího roku, ale že toto může nastat mnohem dříve. Obává se, aby ČNB nezůstala „behind the curve“ a pak nebyla nucena v důsledku silné kumulace inflačních tlaků reagovat výrazně razantněji a prudčeji, což by jistě přivítal SAO FS, ale určitě by to nebylo dobré z hlediska transparency a komunikace měnové politiky.

M. Hampl: Konstatuje, že BR čelí řadě nejistot, kde jedna z největších je spojená s kurzem a s jeho budoucím vývojem. Když vidí, jak je kurzový vývoj po exitu klidný, má pocit, že příliv kapitálu před ukončením závazku sehrál sebestabilizující roli. Dodává, že vývoj kurzu je mnohem klidnější a méně volatilní, než BR čekala, což vytváří snazší prostředí pro měnovou politiku oproti očekáváním na začátku roku. Očekával, že dojde k pozdějšímu opuštění kurzového závazku s více natlakovanou ekonomikou, což by umožnilo rychlejší růst úrokových sazeb. Dubnovým exitem byla vytvořena přestávka, v níž lze o načasování růstu sazeb více debatovat. Makroekonomická situace nicméně pomalu, ale jistě, volá po růstu úrokových sazeb. To zřejmě nepříjde hned, ale „je

to blízko“ (David, M., 1987). Připomíná, že ČNB naposledy zvýšila úrokové sazby téměř před 10 lety.

Silně vnímá celosvětový strach používat úrokové sazby, strach z toho, že kdo to udělá nejdříve, bude mít „first mover disadvantage“. Tento strach nechápe, protože úrokové sazby jsou standardním nástrojem a smyslem kurzového závazku byl návrat nominálních veličin zpět k normálu. Dodává, že úrokové sazby jsou nejen nástrojem měnové politiky, ale i nástrojem makroprudenční politiky. Tyto oblasti nevidí jako striktně oddělené nebo dokonce vzájemně se vylučující. Naopak je vnímá jako komplementární, vzájemně se doplňující a podporující, obzvláště v současnosti, kdy jsou diskutována rizika na trhu rezidenčního bydlení. Jedním z klíčových nástrojů, který může vést k ochlazení tohoto trhu, je růst ceny úvěrů. Tyto úvahy by byly zesíleny při pohledu na index CPI obohacený o ceny nemovitostí.

Domnívá se, že část strachu z návratu růstu úrokových sazeb může ubrat to, že v současnosti arbitráže nefungují tak, jak fungovaly v minulosti. Poukazuje přitom na (ne)možnost arbitráží během kurzového závazku, kterou zmiňoval ředitel SM T. Holub na otevřeném jednání (nejen, že nefunguje arbitráž prostřednictvím nekryté úrokové parity, ale že dokonce nefunguje ani arbitráž kryté úrokové parity). Připomíná, že vztah kryté úrokové parity přitom Paul Krugman kdysi označil za „fyzikální zákon ekonomie“, empiricky však nemusí fungovat z řady technických důvodů. Z toho pro něj vyplývá, že prostředí je klidnější (nejen z hlediska kurzu), a že úvahy o rizicích, které by budoucí růst úrokových sazeb měl na vývoj kurzu, jsou méně relevantní dnes a v tomto světě po krizi, než byly v minulosti. Souhlasí s vyzněním prognózy, co se týče prvního nárůstu úrokových sazeb, třetí čtvrtletí rozhodne.

Tím se vrací k otázce komunikace. Připomíná, že ČNB nadále publikuje vějířový graf a očekávanou trajektorii vývoje úrokových sazeb. Když byl tiskem dotázán na budoucí vývoj sazeb, odkázal se na vyznění prognózy a na to, co si každý může přečíst na webové stránce, tj. že třetí čtvrtletí je nejpravděpodobnější okamžik, kdy by úrokové sazby měly růst. Domnívá se, že na tomto přístupu nemusí nyní nic měnit.

O. Dědek: Shledává, že v situační zprávě se často vyskytují výrazy jako „mírně nižší“, „lehce vyšší“, neboli prognóza se velmi dobře naplňuje, což je způsobeno mimo jiné i tím, že minulá prognóza byla vytvořena nedávno. Ekonomický vývoj hodnotí v souladu s prognózou, a to včetně kurzu. Omlouvá se M. Hamplovi za to, že někdy v minulosti na jednání BR ironizoval jeho termín

„sametový exit“. Ukázalo se, že tento termín měl něco do sebe, otázkou ale je, zda to byla náhoda, nebo to M. Hampl měl dobře dopředu promyšlené.

Dodává, že součástí prognózy je trajektorie úrokových sazeb, která odráží příběh, že ekonomika je na svém potenciálu, rostou mzdy a navrací se inflační tlaky ze zahraničí. Vyznění situační zprávy chápe tak, že současný vývoj vyvolává potřebu zpřísnění měnové politiky, se kterým však není nutné spěchat a existuje prostor pro počkání na nová data.

Vyvolává otázku, do jaké míry je rozhodování BR duální – měnová politika na straně jedné, finanční stabilita na straně druhé, přičemž mezi těmito dvěma mandáty je intelektuální „čínská zeď“. Připomíná, že v návrhu komunikace po měnovém zasedání není ani slovo o tom, že ČNB vede masivní mediální kampaň proti riziku hypoteční bubliny, že proti tomuto vývoji ČNB varuje a používá makroprudenční nástroje, které má k dispozici. Navrhuje, aby ČNB do této kampaně zapojila i argument, že úrokové sazby porostou. Dodává, že v současné době se BR navíc nachází v komfortní situaci, kdy zvyšování sazeb nevyvolává vnitřní konflikt s finanční stabilitou – SM chce do budoucna zvýšit úrokové sazby, finanční stabilita také. Jediný rozdíl vidí v tom, že v případě finanční stability se nacházíme „behind the curve“, tj. sazby by z finančně-stabilizačního pohledu měly být dávno vyšší, z pohledu měnové stability je možná času více. Současná situace tak může být ukázkovým případem, jak více propojit finanční a cenovou stabilitu. BR by měla být syntetickým místem, kde se tyto dva pohledy setkávají a vyhodnocují.

Je mu sympatický pohled finanční stability. Pokud by si měl vybrat, zda zpřísnovat dříve nebo později, nebál by se komunikovat i o tom, že hypoteční bublina ČNB leží na srdci a je ochotna zapojit i měnovou politiku. Tato debata se na BR nevede, což považuje za chybu. Za omezující faktor považuje prudší reakci kurzu. Neboli jaké je riziko, že k mírnému zvýšení úrokových sazeb by došlo v situaci, kdy ECB je stále v uvolněném módu, Dánsko, Švédsko, Švýcarsko mají záporné úrokové sazby? Je případné zvýšení úrokových sazeb „priced-in“, tj. zakomponováno do uvažování finančních trhů a reakce by následovat nemusela? Za zásadní riziko pro kredibilitu ČNB považuje to, kdyby případné zvýšení sazeb v této situaci vyvolalo přílišnou reakci měnového kurzu.

Za zajímavé považuje kvantitativní aproximaci překoupenosti trhu v materiálech předložených BR na jednání. Došlo ke snížení korunových účtů nerezidentů a držby vládních korunových dluhopisů nerezidenty o zhruba 40 mld. Kč. Současně ale ještě zbývá cca 400 mld. Kč. Pokládá otázku, zda je to vhodná aproximace překoupenosti trhu, resp. jeho postupného snižování.

K. Bauer (k překoupenosti trhu): Není si jist, zda držba korunových dluhopisů nerezidenty je dobrý ukazatel pro posuzování velikosti otevřené pozice. Zahraniční držba dluhopisů byla většinou realizována přes krytou investici, takže investor s touto investicí zachází jako s eurovým instrumentem, nesoucím kladný zisk skrze forwardy a zajištění.

V. Tomšík: Je rád, že se naplňuje prognóza, a že dochází k uzavírání mezery výstupu. Při těchto ekonomických parametrech by očekával významné inflační tlaky, nicméně prognóza ukazuje pohyb inflace v letošním roce i na horizontu měnové politiky v tolerančním pásmu s velkou rezervou vůči hornímu, 3% okraji pásma. V příštím roce se inflace vrací ke středu tolerančního pásma, ke dvěma procentům. Tento vývoj je podmíněn měnovou politikou. Současný kurz odpovídá prognóze, možná ne zcela odpovídají úrokové sazby, u kterých se ve třetím čtvrtletí očekává jejich zvyšování. Pokud by přijal hypotézu, že cílování inflace je „automat“, navrhl by sazby zvýšit ve třetím čtvrtletí. Podotýká ale, že ČNB nikdy netvrdila, že by měla být „automat“. K cílování inflace patří zohledňování rizik a nejistot. Rozhodují nositelé hospodářské politiky, kteří mají dlouhodobě institucionální paměť ve smyslu, co se může stát v situaci, kdy překvapí šok. Šoky přitom mohou být jak z domácí ekonomiky, tak z vnějšího prostředí.

Klade si otázku, co ČNB může ovlivnit. Může ovlivnit domácí ekonomické prostředí, a pak chce mít jistotu, že domácí ekonomické prostředí bude generovat dostatečné inflační tlaky v případě, kdy by přišel vnější šok. Vnější šoky mohou přijít – například není jisté, jaký signál přijde z ECB, z cen ropy, které jsou dlouhodobě nízké, a uvažuje se o tom, že by jejich break-even point mohl být ještě níže. Klade si otázku, zda ČNB bude mít dostatečný manévrovací prostor pro reakci v situaci, když přijde nějaký šok.

Připomíná, že když BR diskutovala vstup do kurzového závazku a následně i výstup z něj, probírala se intenzita inflačních tlaků a s tím související potřeba zpřísnění měnových podmínek. Pokud by byl první krok v souladu s prognózou učiněn ve třetím čtvrtletí, ČNB se od nulových sazeb vzdálí pouze 25 bazických bodů. Otázkou tedy je - pokud přijde šok, bude na ni měnová politika schopna reagovat? 25 bazických bodů je velmi málo. Historická zkušenost ukazuje, že ECB přikročila k předčasnému zpřísnění měnové politiky v roce 2010, a tedy mnohem více můžeme ztratit, pokud bychom chtěli být „on the curve“, kdybychom jen slepě naplňovali prognózu, a neměli dostatečné „buffery“. Není jednoduché říci, co se stane s kurzem v případě, když přijde šok. Je mnohem jistější

vyčkat. Ne na nová data, ale skutečně vyčkat a mít jistotu o natlakování domácí ekonomiky (zejména inflačních tlaků) a o existenci prostoru a poté, třeba každých šest týdnů včetně malých situačních zpráv, postupně zvyšovat úrokové sazby. Nemá strach, že by ČNB byla hodně „behind the curve“, v ČR jsou velmi dobře ukotvená inflační očekávání. Je dobře být dopředu hledící, ale na druhou stranu existuje limit nulových úrokových sazeb. Když ČNB nešla v posledních čtyřech letech do záporných úrokových sazeb, obává se, že nebude velká ochota snížit sazby do záporu v případě, kdyby se v budoucnu dostavily šoky.

Komunikaci považuje za velmi důležitou. V návrhu prohlášení a prezentace na tiskovou konferenci se netradičně objevila věta „trhu, buď připravený, že už budeme zvyšovat“. Dotyčný slide je o rizicích, nejistotě, ale tato věta jde mnohem dál. Za nežádoucí považuje to, kdyby trh v reakci na komunikaci ČNB doručil zpřísnění měnových podmínek před samotným zvýšením úrokových sazeb. Tím by se ČNB vůbec neodpoutala od nulových úrokových sazeb. Je pro velmi opatrnou vpředhledící komunikaci ČNB, stačí publikovat prognózu. Nejprve natlakovat inflaci a teprve poté zvyšovat sazby, a tím skutečně vést trh a vzdálit se od nulových úrokových sazeb. To by byla mnohem komfortnější situace – byly by inflační tlaky, lze jít úrokovými sazbami rychleji nahoru, a nehrozí, že zpřísnění za ČNB doručí trh. Není to o strachu zvyšovat úrokové sazby, ale o limitech měnové politiky. Při zvyšování sazeb žádný limit není, ale snižování je limitováno nulou.

Pokračuje v diskuzi z otevřeného jednání, zda se lze spoléhat na doporučení modelu ČNB, resp. na krytou a nekrytou úrokovou paritu, případně na to, že dluhopisový trh je natolik mělký, že není možné rychle vyprodat státní dluhopisy, které zahraniční investoři nakoupili. Není si jist tím, zda v případě masivního odchodu těchto investorů nedojde k výraznému tržnímu pohybu. To samé platí pro vývoj kurzu, resp. pro platnost pokryté a nepokryté úrokové parity. Pro pár bazických bodů nebude zahraniční investor riskovat ztrátu, protože má nové regulatorní limity, kapitálové požadavky, má nepřekračovat „leverage ratio“. Lze mít diskuzi o tom, při jakých úrovních se hypotézy začínají naplňovat, ale je lepší mít větší jistotu, že tržní vývoj bude pod kontrolou. Tato jistota nastane v situaci, kdy ČNB bude více vzdálena od nulových úrokových sazeb. Do této situace se ale nelze dostat tím, že se nyní budou zvyšovat sazby, ale teprve poté, co budou inflační tlaky opravdu natlakované. Dodává, že takovéto tlaky v současné chvíli nevidí.

Vyjadřuje se k diskuzi o slučování měnové a makroprudenční politiky. Je rád, že O. Dědek navrhuje syntetičnost bankovní rady. Z tohoto důvodu byl zaveden makroprudenční panel, dlouhodobě tato diskuze běží, diskutuje se na měnověpolitickém jednání, SAO FS si je vědom

toho, že úrokové sazby mohou naplňovat nejen cíl cenové stability, ale i finanční stability. Finanční stabilita je natolik nezávislá, že i když V. Tomšík má na nastavení úrokových sazeb jiný pohled, finanční stabilita přichází s návrhem na zvýšení sazeb na 0,5 %. Úrokové sazby jsou ale natolik hrubý nástroj, že může ekonomiku vrátit zpět k nízkým růstům HDP, může vést k návratu deflačních tlaků. Je dobře, že se měnová politika synchronizuje s finanční stabilitou, ale není to důvod pro uspěchání rozhodnutí.

M. Hampl (v reakci na V. Tomšíka): Poznává, že budoucí nárůst sazeb nemusí znamenat jen jedno zvýšení, může se jednat o sérii zvýšení, koneckonců stávající prognóza počítá s tím, že to nebude jen jedno zvýšení. Tím by se řešila tři dobra: měnověpolitické, finančněstabilní a ještě by se měnová politika odlepila od nulové spodní hranice úrokových sazeb. Dodává, že V. Tomšík prezentuje mainstreamový pohled, v minulosti ale ČNB slušelo, že dělala věci někdy trochu jinak a trochu dříve než ostatní. Dnes zvýšení sazeb asi není na pořadu dne, v budoucnu ale ano.

J. Rusnok: Děkuje za proběhlou debatu a je za ní rád. Současné dilema cítí podobně jako V. Tomšík. Pokud by to vulgarizoval – kdyby bylo na něm, již dnes by zvýšil sazby na 0,25 %. Spatřuje mnoho důvodů pro takovéto rozhodnutí, přičemž nejmenším důvodem jsou proinflační tlaky. Domnívá se, že se všichni chtějí dostat do normálnější situace, a to je přitom ČNB ve velkém předstihu před ostatními centrálními bankami, ECB nevyjímaje. Situaci v ekonomice nevnímá jako přehřátou, ale pozoruje signály zahřívání. Vidí několik faktorů, které svědčí pro další mírné zpřísnění měnových podmínek, které by mělo pozitivní dopad na cíle finanční stability. V této souvislosti souhlasí se SAO FS, jehož stanovisku rozumí. Bankovní rada je syntetické místo, kde se tyto role ČNB sbíhají a je nutno o nich rozhodovat. Upozorňuje ale, že tyto role nelze směšovat - tyto různé politiky mají různé úkoly, zadání a cíle a nelze je míchat dohromady. Zároveň mezi nimi bude vždy interakce. V ekonomice cítí atmosféru na zvýšení sazeb.

Domnívá se, že pokud bude ECB „behind the curve“, dopadne to tak, že letos eurozóna přestřelí veškerá očekávání, což může do jisté míry pokračovat i v příštím roce, a mezitím výrazně naroste napětí na finančních trzích. ECB bude muset nakonec doručit určité zpřísnění, tapering, a normalizaci sazeb (v jejich případě směrem k nule), a v tu chvíli mohou propuknout různé finančněstabilní problémy související s přeceněním aktiv některých zemí, s rizikovými expozicemi některých finančních skupin (viz jednání ESRB); navíc přijdou nové mezinárodní

standardy účetního výkaznictví (IFRS). D. Trump bude muset splnit část svých slibů, brexit bude ve své akutní fázi a přijdou negativní signály, které mohou ukončit oživení, které je uměle vyvoláno příliš expanzivní měnovou politikou. Česká ekonomika může být vystavena takovýmto vnějším šokům, a proto ČNB potřebuje prostor pro měnovou politiku, aby na tyto šoky mohla reagovat. Cítí tedy potřebu tento prostor vytvořit; naopak méně shledává proinflačnost domácí situace, kde tlaky sice jsou, ale nejsou silné.

Co se týče komunikace ČNB, vidí ji jako citlivou; domnívá se, že by neměla být explicitní, aby nevyvolala pocit závazku. Navrhuje ale potvrzovat prognózu a bude rád, když se ČNB relativně brzy dostane ke zvýšení sazeb.

K mandátu SBO – navrhuje zrušit kurzové okénko a zachovat mandát SBO, včetně zachování účasti zástupce SBO na jednání BR.

M. Hampl (v reakci na J. Rusnoka): Není si jist příliš expanzivním působením měnových politik, které po roce 2008 byly expanzivní v situaci, kdy to bylo zapotřebí. Dnešní diskuze je o tom, jestli je expanzivní měnová politika nadále zapotřebí.

T. Holub (v diskusi o interakci měnové politiky a finanční stability): K finanční stabilitě – SM se snažila v měnověpolitickém doporučení říci, že SM je poslední, která by doporučovala aktivní „leaning against the wind“. Když ale před dlouhou dobou probíhaly debaty o vztahu měnové a makroprudenční politiky, SM zastávala názor, že by se měla minimálně dodržovat zásada „don't blow with the wind, if not needed“. Měnověpoliticky z hlediska dosahování cenové stability nulové sazby již nejsou nutné, a o to více nyní může ČNB minimálně přihlédnout k aspektům finanční stability. SM nenavrhuje aktivní „leaning“, který by zhoršoval plnění primárního mandátu cenové stability, pouze říká, že pokud se nyní začne se zvyšováním úrokových sazeb, obě politiky se dostanou do komplementarity, což by měl být podpůrný argument při zvýšení úrokových sazeb.

M. Hampl (v diskusi o interakci měnové politiky a finanční stability): Souhlasí s tím, co říkal O. Dědek – ano, bankovní rada je ten agregátní orgán, který musí obě dvě politiky v jednom místě sloučit, tomu se BR nevyhne a je to její odpovědnost ze zákona. Dodává, že je rád, že bankovní rada přijala jeho návrh, aby se SAO FS účastnil měnových zasedání bankovní rady.

M. Mora (v diskusi o GRIPu): Nevadilo by mu zveřejnění GRIPu jako první krok ke zveřejňování prognózy kurzu, ale zmiňuje malou informační hodnotu plynoucí z GRIPu ze 4. SZ, když nebude

v srpnu zveřejněna kurzová trajektorie. Pokud bude mít GRIP z 6. SZ vypovídací schopnost, klidně bude pro jeho publikování.

M. Hampl (v diskuzi o GRIPu): GRIP by nedoporučoval nyní publikovat. Pokud má sloužit jako nástroj, který pomáhá v komunikaci, tak zejména v prvním zveřejnění po takové době by skutečně měl pomáhat něco vysvětlit a ne zatemnit. Obává se, že publikace by spíše vytvářela nové otázky, než že by pomáhala nějaké otázky odpovědět. Takže nyní ne, ale podporuje jeho návrat. A také podporuje na některém z příštích zasedání návrat diskuze o zveřejňování trajektorie budoucího vývoje kurzu, čímž by se návrat do normálu dokončil z hlediska komunikace.

V. Tomšík (v diskuzi o GRIPu): GRIP navrhuje nepublikovat, protože může vyvolat dotaz „Tak nám ukažte, jakou máte prognózovanou trajektorii kurzu“.

J. Rusnok (v diskuzi o GRIPu): Doporučuje rozhodně zatím publikaci odložit.

M. Mora (ohledně mandátu SBO): Navrhuje zachovat mandát SBO s ohledem na letní prázdniny (mělčí a málo likvidní trh) a nevidí důvod na mandátu něco měnit. Navrhuje vrátit se k této otázce v srpnu.

M. Hampl (ohledně mandátu SBO): Návrat do běžného režimu podporuje, není jasné, zda by zástupce SBO byl na měnověpolitickém zasedání BR naposledy.

V. Tomšík (ohledně mandátu SBO): Navrhuje zrušit kurzové okénko, ale nerušit mandát SBO.

J. Rusnok (ohledně mandátu SBO): Navrhuje zrušit kurzové okénko, zachovat mandát SBO včetně účasti na jednání.

T. Holub (ohledně mandátu SBO): Ohledně mandátu SBO necítí velký nesoulad. Ukončení mandátu SBO by byl symbolickým krokem ve smyslu, že je ČNB dostatečně daleko od exitu, aby si mohla dovolit prodloužit reakční dobu z řádu minut na řád hodin nebo dní. Kdyby nastal kurzový výkyv, reakce ČNB podle standardních procedur dva dny poté měnověpoliticky nevádí.

M. Hampl (ohledně mandátu SBO): Je to symbolické jen pro ČNB, vnější pozorovatelé tuto změnu neuvidí.

K. Bauer (ohledně mandátu SBO): SBO cítí potřebu upozornit na rizika plynoucí ze zrušení mandátu, a to zejména v létě. Hrozí menší pružnost a větší viditelnost naší přítomnosti na trhu v situaci nižší likvidity.

III. Úkoly

Nebyly zadány.

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, Mojmir Hampl, Vladimír Tomšík, Vojtěch Benda, Oldřich Dědek a Marek Mora.

Zapsal: Tomáš Adam, sekce měnová