

## **Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 3. srpna 2017**

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

### **I. Diskuze navazující na prezentaci 5. situační zprávy**

**V. Benda:** Děkuje sekci měnové (dále také SM) za zajímavé boxy, dále za stanoviska poradce V. Bárty a Samostatného odboru finanční stability (dále také SAOFS). Za největší dilemma považuje to, jak se postavit k prognóze měnovému kurzu. ČNB má modelovou prognózu kurzu, kterou nechce publikovat. Protože této modelové prognóze ČNB příliš nevěří, hledá důvody, proč odložit její publikování. Vedle toho byl předložen citlivostní scénář, který není zcela kompatibilní s modelovým aparátem, avšak lze mu věřit více. Výsledkem je, že v Situační zprávě (dále také SZ), resp. Zprávě o inflaci je informace zamlžená, a to zejména v tzv. úrokové větě. Znění této věty je průměrem mezi základním scénářem a citlivostním scénářem. Souhlasí s návrhem poradce doplnit úrokovou větu o stabilitu sazeb do poloviny roku 2018. To by mu přišlo konzistentní s dosavadním přístupem k popisu prognózy úrokových sazeb. Dále navrhuje komunikovat, že důvodem pro nezveřejňování číselné prognózy kurzu je, že ČNB momentálně neumí dobře prognózovat kurz z důvodu působení dočasných faktorů, které zamlžují fundamentální faktory. Jakmile tyto dočasné faktory vyprchají, ČNB se vrátí k publikování prognózy kurzu. Analytici i novináři se na toto budou ptát.

**T. Nidetzký** (v diskuzi o úrokové větě a komunikaci ČNB): Co se týče úrokové věty, rozlišuje mezi tím, co ukazuje model a mezi tím, jak ČNB reaguje svým rozhodnutím.

**V. Tomšík** (v diskuzi o úrokové větě a komunikaci ČNB): Nyní je to poprvé, co si ČNB bude trochu s trhem hrát na schovávanou. SM říká, že je zapotřebí doručit zpřísnění měnové politiky, ale na druhou stranu to nebude jednoduché vykomunikovat na trhu, neboť ČNB bude zveřejňovat pouze jeden předpoklad prognózy, a to zvýšení měnověpolitických úrokových sazeb o 20 bazických bodů, přičemž další zvyšování sazeb přichází až s velkým odstupem. Toto bude obtížné vykomunikovat před analytiky, kteří rozumí modelu ČNB, úrokovému diferenciatu a nepokryté úrokové paritě. Během následujících dvou let česká ekonomika obdrží mnoho dalších šoků, takže výhled na dva roky dopředu není dnes příliš relevantní. Neodchyluje se ČNB znatelně od transparency, když SM říká, že je jí milejší citlivostní scénář pomalejšího posilování kurzu než základní scénář? Je to poprvé, co hypotéza překoupenosti je v základním scénáři (pro aktuální čtvrtletí)? Klade si otázku, když je SM schopna tuto hypotézu zohlednit v prvním čtvrtletí základního scénáře, když je schopna dát tuto hypotézu do citlivostního scénáře, proč pak citlivostní scénář není nejpravděpodobnější vývoj? Je pro SM problém publikovat citlivostní scénář pozvolnějšího posilování kurzu? Pokud se ČNB rozhodne publikovat prognózu nominálního kurzu, bude stále jedinou centrální banku, která je takto otevřená?

*Odpověď SM (v diskuzi o úrokové větě a komunikaci ČNB): Úroková věta je prakticky stejná jako v předchozí prognóze. Jedinou technickou změnou je prodloužení horizontu do roku 2019. Zatímco v minulé prognóze byla věta „S prognózou je konzistentní nárůst domácích tržních úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí letošního roku a poté i v průběhu příštího roku.“, prodloužením horizontu*

*do roku 2019 došlo k úpravě konce této věty na „a poté i v průběhu dalších dvou let“. Ani v minulé prognóze ČNB explicitně neříkala, že s prognózou je konzistentní nárůst ve třetím čtvrtletí, pak stabilita sazeb čtyři čtvrtletí a pak dvě čtvrtletí růst sazeb. SM se snaží úrokovou věta nenatahovat na čtyři řádky z důvodu použitelnosti v komunikaci. ČNB zveřejňuje celou trajektorii úrokových sazeb v grafu, z excelu lze odečíst konkrétní hodnoty, nevidí v tomto problém.*

**V. Tomšík** (v diskuzi o úrokové větě a komunikaci ČNB): Oproti minulé prognóze je ale ČNB v jiné situaci, zvýšení sazeb přiláká pozornost.

*Odpoověď SM (v diskuzi o úrokové větě a komunikaci ČNB): V nedávné komunikaci se bankovní rada v zásadě přihlásila k úrokové větě z minulé prognózy, SM tedy nepředpokládá, že by to vyvolalo zmatení. SM nevidí potřebu do komunikace základního scénáře dostat citlivostní scénář – v textu je popisován samostatně základní scénář, rizika a nejistoty jsou popsány v jiné kapitole. Lze být v úrokové větě konkrétnější. Veřejnost se pak ale může ptát, proč je popis trajektorie sazeb jiný než v minulé prognóze, když trajektorie je úplně stejná. Chce tím ČNB něco sdělit? Má ČNB větší jistotu, že sazby budou čtyři čtvrtletí stabilní? Některý ze zvědavých novinářů se možná na dnešní tiskové konferenci zeptá, jestli úrokovou větu mají chápat jako začátek cyklu plynulého zvyšování sazeb. Na to lze odpovědět tak, že prognóza toto úplně nenaznačuje. V detailnějším textu SZ/ZoI se píše, že až zhruba do poloviny příštího roku bude fungovat silná brzda velmi uvolněné měnové politiky Evropské centrální banky (dále také ECB), a proto plynulý cyklus návratu k normální úrovni úrokových sazeb začíná až od druhé poloviny roku 2018. SM doporučuje komunikaci v tomto duchu, doprovázenou disclaimerem, že tento výhled úrokových sazeb je podmíněn vývojem všech klíčových veličin včetně kurzu. U kurzu je přitom riziko vychýlené ve směru pomalejšího posilování. Pokud bude přetrvávat překoupenost trhu, bude větší prostor plynule normalizovat sazby. Tyto věty jsou v návrhu prohlášení bankovní rady. Navrhovaná komunikace není plně transparentní, neboť toho by bylo možno dosáhnout jen obnovením publikování trajektorie kurzu. Tržní účastníci by si pak řekli, že pokud kurz posílí rychle, nebude žádné další zvyšování sazeb, pokud posílí méně, může být další zvýšení. V takovéto hypotetické situaci by šlo zveřejnit i citlivostní scénář. Dokud ale nebude zveřejněna trajektorie kurzu v základním scénáři, nemá smysl veřejnosti popisovat ekonomický vývoj v situaci, kdyby kurz posiloval pomaleji oproti základnímu scénáři. SM by přišlo příliš odvážné testovat trh, kolik snese „hawkish“ signálů – pokud by ČNB zvýšila sazby, ukázala rychle posilující kurz v prognóze a měla box s alternativním indexem spotřebitelských cen, který by hypoteticky ukazoval potřebu rychlejšího zpříšňování měnových podmínek, tak by ČNB sama mohla poslat kurz na silnější hodnoty. Trh by si řekl, že když ČNB čeká apreciaci, nemá cenu uzavírat pozice na 26,00 nebo 25,80 CZK/EUR, je lepší počkat na 25,00 CZK/EUR. Tím by ČNB sama vypínala funkčnost překoupenosti trhu, což není v jejím zájmu. Pokud vývoj umožní plynuleji zvyšovat sazby, bude to příjemné z hlediska odpoutání od nulové spodní hranice úrokových sazeb, bude možné se zabývat dalšími měnověpolitickými úvahami včetně zveřejňování trajektorie kurzu a někdy do budoucna i možností obnovení odprodejů výnosů z rezerv. Čím pozvolněji se bude kurz posouvat na silné hodnoty, tím rychleji se ČNB bude moci vracet k těmto debatám, tím rychleji se měnová politika vrátí k normálu, i když to bude asi „new normal“. Součástí tohoto „new normal“ určitě nejsou nulové sazby, je zřejmé, jakým směrem je nutné se vydat, i když není zřejmý finální bod cesty. SM je sympatické citát ve stanovisku poradce, že každá cesta začíná prvním krokem. ČNB ví, v jakém směru tento krok udělat. Co se týče zapracování překoupenosti trhu do prognózy, krátkodobá prognóza na první čtvrtletí překoupenost zohledňovala i v minulých prognózách. Na další čtvrtletí v prognóze ale již není zohledněna, protože lze těžko říci, zda překoupenost bude fungovat jedno, dvě či tři další čtvrtletí, jestli vyvolá výkyv nahoru a dolů. Tuto argumentaci ČNB celou dobu*

*používá v komunikaci s analytiky. Citlivostní scénář není fundamentální zohlednění chybějící protistrany, je v něm pouze fixována hodnota 25,8 CZK/EUR na konci roku. Dle Sekce bankovních obchodů (dále také SBO) jsou na těchto hladinách možná nastaveny příkazy na vybírání zisku, protože to je předintervenční hladina. Za citlivostním scénářem není žádný fundamentální příběh v logice nepokryté úrokové parity. ČNB by v případě rozhodnutí publikovat číselnou trajektorii kurzu byla nadále jedinou na světě.*

**M. Mora:** Základní příběh je vcelku jasný, Česká republika se zahřívá nejen meteorologicky, ale i ekonomicky a zdá se, že na rozdíl od meteorologů a klimatologů ČNB zhruba ví, co by měla dělat. Děkuje SM za kvalitně zpracovanou SZ a Měnověpolitické doporučení (dále také MPD). Materiály nepřinášejí žádná dramatická překvapení a poskytují mu dobré vodítko pro rozhodování. Dotazuje se SM, odkud je přebírán výhled spotřebitelských cen v eurozóně a s jakými předpoklady o vývoji měnové politiky ECB pracují tyto výhledy.

*Odpoověď SM: Spotřebitelské ceny v eurozóně se na minulosti přebírají od ECB, budoucí výhled z Consensus Forecasts (CF). Každoroční analýza SM ukazuje, že CF je nejlepším (resp. nejméně špatným) odhadem. Neprokázalo se, že by jeden respondent CF byl systematicky lepší v odhadech budoucího vývoje než je průměrný odhad CF.*

**M. Mora:** Navrhuje upravit formulaci věty v textu Situační zprávy (resp. v textu Zprávy o inflaci) vysvětlující posilování kurzu koruny [odkazuje přitom na text na str. 8 SZ „I v dalších čtvrtletích bude kurz zpevňovat, mimo jiné ve spojitosti s pokračující reálnou konvergencí české ekonomiky k zemím eurozóny.“], spočívající ve vypuštění slovního spojení „mimo jiné“ a sloučení s další větou, uvádějící jako další důvody kladný úrokový diferenciál vůči eurozóně a pokračující nákupy aktiv ze strany ECB. V SZ je podle něj příliš často použito slovo „svižně“.

*Odpoověď SM: SM odladí text tak, aby bylo zřejmé, že reálná rovnovážná apreciacie je jeden ze tří klíčových faktorů. SM omezí výskyt slova „svižně“.*

**M. Mora:** Dále se ptá, zda-li prognózovaný vývoj reálných kurzů uvedený v tabulce klíčových makroekonomických indikátorů v SZ je v souladu s dlouhodobým modelovým předpokladem, kterým je reálná rovnovážná apreciacie kurzu ve výši 1,5 % ročně. V tabulce uvedené kurzy, ať již deflované spotřebitelskými či výrobními cenami, dosahují nižších hodnot apreciacie.

*Odpoověď SM: Rovnovážná apreciacie ve výši 1,5% ročně je dlouhodobý předpoklad prognózy, pokud by ostatní proměnné včetně zahraničních byly v ustáleném stavu. Skutečný vývoj může okolo této hodnoty kolísat s poměrně velkou amplitudou. Trajektorie kurzu je hyperbola, krátkodobě bude podle prognózy kurz posilovat rychleji, než je rovnovážné tempo, a to vlivem výrazně uvolněné měnové politiky ECB při souběžné normalizaci domácích sazeb, na delším konci je posilování pomalejší. K rovnovážným tempům se reálná apreciacie dostává až za horizontem prognózy, tj. za rokem 2019. Hlavním důvodem je, že na horizontu prognózy není ustálený úrokový diferenciál.*

**M. Mora:** Zaráží ho, že využití výrobních kapacit v průmyslu zůstává na hodnotách 84 %, a to v situaci zvětšování kladné produkční mezery. Podobné číslo bylo i v předchozích SZ, má tento indikátor vůbec nějakou vypovídací hodnotu?

*Odpoověď SM: SM nepovažuje využití výrobních kapacit v průmyslu za významný indikátor. Na tento ukazatel je nutno nahlížet v nadhledu mnoha let, nikoliv pouze na poslední číslo. Současně platí, že se mění objem kapacit, takže využití kapacit nikdy nevzroste až k 90 %. Současná hodnota je na horní hranici, na podobných hodnotách bylo využití kapacit v roce 2008. Lepší ukazatel*

*cyklické pozice je graf III.2.10 Bariéry růstu v průmyslu, kde je vidět trvale se snižující vliv bariéry „Chybějící poptávka“ a naopak narůstající vliv bariéry „Nedostatek zaměstnanců“.*

**M. Mora:** Líbí se mu boxy, jsou dobře napsané a jsou zajímavé. U boxu 2 k vývoji na trhu domácích státních dluhopisů by čekal větší rozvinutí úvah ohledně možného budoucího vývoje a z nich vyplývající měnověpolitické závěry, nad druhou stranu chápe, že se jedná o citlivé téma.

**T. Nidetzký** (v diskuzi k boxům): Oba boxy považuje za zajímavé. Při čtení boxu 2 měl pocit, zda se nepouští do kritiky Ministerstva financí. Nebylo by lepší využít tento box k vysvětlení, že ČNB na obranu kurzového závazku netiskla peníze? Protože je ČNB netiskla, investoři je nemohli „zavřít do skříně“ a museli hledat na trhu jejich umístění, a to i se zápornou sazbou. Popsané investiční strategie Ministerstva financí v něm vyvolávají dojem, že dělá „kvazitransování“, což může vyvolávat distorzi na trhu. Upřednostnil by více faktického popisu a méně kritiky Ministerstva financí. V boxu 1 (Experimentální cenový index se zahrnutím cen starších nemovitostí) nenašel vzkaz, který by ČNB chtěla čtenářům vyslat. Je to složité a komplexní téma, ale dává na zvážení, zda v tomto boxu neumístit odkaz na nedávno publikovanou Research and Policy Note od M. Hampla a poradce T. Havránka *“Should Inflation Measures Used by Central Banks Incorporate House Prices? The Czech National Bank’s Approach”*.

*Odpoověď SM* (v diskuzi k boxům): *Zatímco M. Mora má k boxu 2 připomínky, že obsahuje málo závěrů, T. Nidetzký má naopak pocit, že text SZ jde příliš do přílišné kritiky Ministerstva financí. SM se snažila držet text tohoto boxu ve faktografické rovině. ČNB normativně nekomentuje strategii správy státního dluhu Ministerstva financí. Interně lze říci, že velký objem emitovaných krátkých cenných papírů, který relativně krátkozrace těžil ze záporných výnosů, může nyní rozkolísávat jak dluhopisový, tak devizový trh. Jakmile cenné papíry zmaturují, investoři se budou rozhodovat, zda investici „rolovat“ jiným instrumentem či nikoliv. Do textu Zprávy o inflaci by SM toto nedávala. Do boxu k cenám nemovitostí SM vloží odkaz na zmíněnou Research and Policy Note.*

**J. Rusnok** (v diskuzi k boxům): Text boxu 2 je vyvážený, pravdivý, neobsahuje žádné citlivé informace.

**M. Mora:** V zásadě souhlasí s měnověpolitickým doporučením SM, souhlasí s návrhem zatím nezveřejňovat prognózu kurzu. Zaujala ho příloha MPD, která se věnovala tomuto tématu, a dává na zvážení, zda by nebylo vhodné mít fundamentálnější debatu o tom, zda vůbec zveřejňovat prognózu kurzu, resp. v jaké podobě. Možná ale toto bylo již v ČNB diskutováno dříve, před začátkem jeho funkčního období, pak by tato debata byla zbytečná.

*Odpoověď SM:* *Pokud bude poptávka od více členů bankovní rady, lze zahájit fundamentální debatu o tom, zda a proč zveřejňovat trajektorii kurzu. SM měla v minulosti pozitivní zkušenost s publikováním prognózy kurzu. Nastávaly sebestabilizační mechanismy – když kurz posílil rychleji, než prognózovala ČNB, trh chápal, že sazby půjdou nahoru pomaleji. To vedlo k poklesu krátkodobých i dlouhodobých výnosů, což automaticky snižovalo atraktivitu koruny, aniž by došlo ke změně měnověpolitických sazeb, a to oslabovalo tlaky na další posílení kurzu. Trh chápal podmíněnost prognózované trajektorie kurzu, nebral ho jako závazek. Přínos publikování kurzu byl i v tom, že se ČNB vyhýbala problémům jen částečné transparency v komunikaci prognózy. SM je pro obnovení publikování trajektorie kurzu, avšak nikoliv zbytečně brzy, aby si ČNB tímto krokem sama nevytvořila víc problémů než užítku.*

**J. Rusnok:** Až nastane čas, ČNB obnoví publikování trajektorie kurzu.

**M. Mora:** Ptá se na důvody rozdílu v doporučeném nastavení diskontní a lombardní sazby v MPD a ve stanovisku poradce. Je to jen technikalie?

*Odpověď SM: SM nevidí důvod postupovat symetricky vůči tomu, jak byly tyto sazby snižovány při poklesu na technickou nulu. Tehdejší postup nebyl výsledkem nějaké sofistikované úvahy, ČNB byla tehdy „vtěsnána do rohu ringu“ a snažila se nějak využít malými pohyby zbylý prostor. Směrem nahoru není ČNB omezena spodní nulovou mezí, může se tedy nyní chovat jinak. U diskontní sazby se SM shoduje s SBO na tom, že by ji nezvyšovala. Co nejrychleji by se tak obnovil rozdíl mezi diskontní a repo sazbou. U lombardní sazby jde spíše o to, jaký chceme vyslat signál.*

*Odpověď SBO: V roce 2012 ČNB zkoušela snížit lombardní sazbu rychleji, a tím vyslat signál, že spread mezi repo sazbou a lombardní sazbou byl snížen. To tehdy příliš nefungovalo. Nepovažuje lombardní sazbu za zásadní sazbu. Za důležité považuje obnovení co největšího rozdílu mezi diskontní a repo sazbou tak, aby se repo sazba znovu stala klíčovou měnověpolitickou sazbou. Pravděpodobně bude stačit rozdíl 20 b.b. S tím, jak se zvýšila bilance bankovního sektoru, tak si asi každá banka dá pozor na to, aby tento rozdíl nezmeškala. SBO by nechala diskont na 0,05 % do doby, než repo vzroste na 1,25 %, a poté navrhuje koridor jednoho p.b. na obě strany.*

*Odpověď SM: Je otázka, zda ve vztahu „new normal“ jít zpět na rozsah  $\pm$  jeden procentní bod, který ČNB stejně nikdy reálně nevyužívala. Není „new normal“ třeba  $\pm 0,50$  b.b.? Světové centrální banky nastavily takto užší koridory v první fázi krize, ještě předtím, než sazby poklesly na nulu, když se snažily udržet tržní sazby v blízkosti měnověpolitické sazby. V prvním kroku by bylo vhodné symetrizovat koridor, pak ho rozšířit na 50 b.b., pak je možné se bavit o případném dalším rozšiřování.*

*Odpověď SBO: Čím je širší koridor, tím jsou banky více motivovány k tomu, aby dobře řídily svoji likviditu.*

**V. Benda:** Proč je v kapitole II.3 Srovnání s minulou prognózou odstavec ke kurzu, proč SM píše, že kurz koruny posílí oproti minulé prognóze do konce letošního roku o něco méně? Neměl by tento text být pouze v SZ, nikoliv ve Zprávě o inflaci (tj. neměl by být modře), když ČNB nezveřejňuje trajektorii kurzu?

*Odpověď SM: Může nastat situace, kdy jediným důvodem pro změnu prognózy inflace bude slabší kurz. Pak by se ČNB dostávala do problému, když by říkala veřejnosti, že se mění prognóza inflace, ale nemohla by říci proč. SM nevdá verbální srovnání prognózy kurzu s minulou prognózou. V kapitole II.4.2 Rizika signalizovaná prognózami ostatních subjektů se dokonce uvádí, že ČNB v ročním horizontu očekává silnější kurz než je průměr šetření IOFT. Trh tak bude vědět, že prognóza ČNB v ročním horizontu je silnější než 25,60 CZK/EUR. Veřejnosti je verbálně poskytnuto hodně informací, pouze nejsou ukázány v grafu, který by během 30 vteřin vyvolal titulky na agenturním zpravodajství typu: „ČNB očekává za rok kurz 24,90 CZK/EUR“. Kdo si chce trajektorii kurzu zrekonstruovat, je toho schopen na základě poskytnutých informací.*

**M. Mora:** Dává na zvážení, zda pokračovat v zasílání denních mailů o kurzu. Tyto maily byly informativní do doby ukončení kurzového závazku 6. dubna.

*Odpověď SBO: Denní maily o kurzu souvisí s nadále platným mandátem SBO, v jehož rámci SBO informuje o denním vývoji. Kdyby SBO hypoteticky intervenovala, objevila by se v mailu tato informace. Nebrání se tomu přestat s rozesíláním tohoto mailu, jde o totožnou informaci, jako je v denní zprávě o vývoji kurzu, měnových operací a finančních trhů.*

*Odpověď SM: SM v měnověpolitickém doporučení intervenční mandát neřešila, protože byla domluva mandát ponechat přes prázdniny.*

**M. Mora:** Ptá se SM, z jakého důvodu očekává růst produktivity práce, který by měl tlumit inflační tlaky plynoucí ze mzdového růstu.

**T. Nidetzky:** Přidává se k dotazu M. Mory.

*Odpověď SM: V prognóze se předpokládá dlouhodobé udržitelné tempo ekonomického růstu ve výši 3 %. V delším období tento růst musí plynout z růstu produktivity práce, protože ani demografický ani jiný vývoj nedávají prostor pro zvyšování pracovní síly. Kapitál mírně přispívá, avšak dominantní složka dlouhodobého růstu je produktivita práce (v modelu efektivita práce). Chybějící volná pracovní síla musí dotlačit podniky k tomu, že pokud chtějí navyšovat svoji produkci, musí hledat nikoliv extenzivní formu růstu, ale intenzivní. Podniky musí najít možnosti, jak se stejným počtem zaměstnanců vyprodukovat větší objem výroby. Například tím, že koupí lepší strojní vybavení nebo zracionalizují výrobu. Další možností je, že podniky, které jsou závislé na nekvalifikované práci a nebudou schopny ji zaplatit, ukončí výrobu a objeví se jiné firmy, které budou schopny zaměstnance využít k výrobě s vyšší přidanou hodnotou. Toto je standardní předpoklad prognózy. Utlumenou dynamiku produktivity práce v loňském roce SM vnímá jako jednorázový výkyv a nyní se produktivita vrátí k normálu.*

**M. Mora:** Proč SM nenavrhuje zvýšení repo sazby na 0,5 %, což by podle něj bylo konzistentní s prognózou.

*Odpověď SM: SM nechte prognózu úrokových sazeb mechanicky. Pokud by nyní došlo ke zvýšení repo sazby na 0,5 %, bylo by dosaženo prognózovaného průměru za třetí čtvrtletí, ale pak by ve čtvrtém čtvrtletí mělo mechanicky dojít ke snížení o 10 b.b. a o dalších 10 b.b. v prvním čtvrtletí příštího roku. To by nevypadalo jako systematická měnová politika. Proto se SM na trajektorii sazeb dívá s určitým nadhledem. Zvýšení sazeb na 0,5 % by mělo smysl v situaci, kdyby byla silná víra v citlivostní scénář, tj. ČNB by věřila tomu, že i když se sazby rychle zvýší, kurz neposílí. Případně v situaci, kdyby bankovní rada chtěla dát velký důraz na pohled finanční stability. Citlivostní scénář ukazuje, že lze udělat jedno zvýšení nyní, další ve čtvrtém čtvrtletí a pak se uvidí. Je to gradualistický přístup, počkat, jak zareaguje kurz, a když bude další prostor, pak pokračovat. Prognózovaný nárůst sazeb v prvním čtvrtletí svědčí o tom, že ČNB opouští spodní nulovou hranici poměrně robustně. Zatímco kurzová složka měnových podmínek se zpřísnila, úroková složka měnových podmínek je nadále velmi uvolněná. Reálné úrokové sazby z úvěrů a vkladů jsou jedny z nejnižších v historii a platí to jak pro podnikové úvěry, tak pro spotřebitelské úvěry. Uvolněnost měnové politiky vyniká ve srovnání s rokem 2012. Ekonomická situace je odlišná ve všech segmentech, ekonomika operuje lehce nad potenciálem, trh práce se přehřívá s akcelerujícími mzdami, vnímaná inflace se dostává na jednu z nejvyšších hodnot v poslední době (viz str. 20 SZ). Přehřívající se trh práce vede k neefektivitám, kdy podniky mají dostatek zakázek, ale nemají na ně pracovníky. Podniky musí zakázky odmítat, nebo je odvádět v nižší kvalitě, protože nabírají méně zkušené a vzdělané zaměstnance. Ekonomika žádá zpřísnění měnových podmínek i v úrokové složce.*

**M. Mora:** Chválí stanoviska, stanovisko poradce V. Bárty je renesančně napsané a inspirativní. Oceňuje, že zmiňuje tři kroky návratu měnové politiky k normálu, tj. ukončení kurzového závazku, zvýšení úrokových sazeb a snížení bilance ČNB. Nesouhlasí však s tím, že je zapotřebí se velikostí bilance vrátit to období před kurzovým závazkem, stačilo by mu vytvoření si prostoru pro případné budoucí měnověpolitické manévrování. Dále nesouhlasí s optimistickým pohledem poradce na

budoucí vývoj mezd a zahraničního ekonomického růstu, ve srovnání s prognózou očekává spíše nižší růst těchto veličin než vyšší. Co se týče stanoviska SAOFS, zmiňuje, že přijde okamžik, kdy doporučení SAOFS „začnou dopadat na úrodnou půdu“. Stanoviska nicméně považuje za příliš dlouhá, každé stanovisko by mělo mít cca 7-8 stran.

**V. Benda:** Odkazuje na graf na str. 21 Situační zprávy [Graf III.1.1 Srovnání prognózy celkové inflace se skutečností], navrhuje SM si tento graf nechat „zasklít a vystavit na čestném místě“. Úspěšné naplnění prognózy ze ZoI I/2016 považuje za malý analytický zázrak, je třeba se radovat z toho, že se prognózy naplňují, neboť časem prognózy mohou přestat vycházet. Oceňuje a děkuje SM a motivuje ji k tomu, aby si i do budoucna udržela vysokou predikční přesnost svých prognóz. *Odpověď SM: SM je potěšena naplňováním prognózy ze ZoI I/2016, ale nepřeceňuje to, ví, že k takovému naplňování prognóz nedochází vždy.*

**V. Benda:** U popisu vývoje investic je v textu SZ použit jako hlavní vysvětlující faktor cyklus evropských fondů a cena kapitálu, nezmiňuje se vazba mezi úrokovými sazbami a investiční poptávkou. Existuje tato vazba nebo je pouze v literatuře? Je tato vazba podchycena v prognóze? Cyklus investic by neměl být postaven pouze na evropských fondech. Nyní jsou extrémně uvolněné měnové podmínky, extrémně záporná reálná úroková sazba, v letech 2018 a 2019 by se toto mělo projevit ve vývoji investic.

*Odpověď SM: Vliv úrokových sazeb na vývoj investic bude doplněn do textu Zprávy o inflaci. Vliv úrokových sazeb je zmíněn u spotřeby, u investic byl opomenut. Ve vývoji investic sice dominuje cyklus čerpání evropských fondů, ale prognóza očekává i výrazné oživení soukromých podnikových investic. Jak je zřejmé z minulých boxů, částečně v soukromých investicích hrají roli i EU fondy, ale současně platí, že se podniky se nacházejí v prostředí rychle rostoucí poptávky, narazily na bariéry extenzivního růstu (nelze nabírat další pracovníky ke stávajícímu strojnímu vybavení), v roce 2017 a 2018 hraje roli ve vývoji investic i prostředí nízkých úrokových sazeb.*

**V. Benda:** Komentuje alternativní Beveridgeovu křivku ze stanoviska SAOFS. Zdánlivě ukazuje podobný vývoj jako graf Beveridgeovy křivky v SZ (kromě výrazného rozdílu mezi daty VŠPS a výběrového šetření MPSV). Křivka ze SZ se posunuje severozápadním směrem a ukazuje zhoršení „matching function“, ke kterému většinou dochází poté, co země prošla recesí. Křivka ze stanoviska naopak ukazuje na výrazné zlepšení „matching function“, což by mohlo být vysvětlením toho, proč stále nejsou vidět tak silné inflační tlaky plynoucí z poměrně silné dynamiky mezd.

*Odpověď SAOFS: Základním vysvětlením je skutečnost, že rozdíl v počtu nezaměstnaných osob dle obou šetření se po krizi zvýšil, předtím činil zhruba 100.000 lidí, nyní je to zhruba 200.000 lidí. Alternativní Beveridgeova křivka tak ukazuje více cyklickou historku a méně strukturální. SAOFS neříká, že alternativní křivka je lepší nebo horší než křivka v SZ. Alternativní křivka ukazuje na mírně více přehřátý trh práce, ale celkově zapadá do obrázku, který je v SZ.*

**V. Benda:** Líbí se mu odhad distribuce sazeb spotřebitelských úvěrů ve stanovisku SAOFS, který považuje za velmi vypovídající. V textu je zmínka, že spotřebitelské úvěry a jejich vazba na úrokové sazby není v ČNB dobře podchycena. Sám se tímto tématem v minulosti zabýval, nenašel vazbu těchto sazeb na měnověpolitické sazby. Sazby ze spotřebitelských úvěrů je možno dekomponovat na úrokové sazby v eurozóně a rizikovou přírážku, kterou banky účtují k produktu, který byl dovezen. Tento spread se postupně snižuje s tím, jak je český trh vyhodnocován jako méně a méně rizikový.

**O. Dědek:** Začíná dotazem k prosakování kurzu do inflace. Od ukončení kurzového závazku kurz koruny posílil o zhruba jednu korunu. Má toto posílení viditelný dopad do spotřebitelských cen?

*Odpoověď SM: Dílčí známky průsaku jsou vidět ve vývoji cen některých obchodovatelných statků v rámci jádrové inflace, v položkách typu odívání, obuv, pohonné hmoty. U pohonných hmot je navíc vidět větší posilování kurzu koruny vůči dolaru než vůči euru. Zatím to jsou ale opravdu jen dílčí známky, na prognózovaném rozkladu inflačních tlaků je vidět, že dovozní protiinflační tlaky začnou sílit až s určitým zpožděním.*

**O. Dědek:** Dále se ptá, zda je možné kvalitativně odhadnout velikost dvou základních protiinflačních vlivů, které SZ zmiňuje, tj. vlivu cen zahraničních výrobních cen a vlivu kurzu. Který z těchto vlivů je silnější?

*Odpoověď SM: V poklesu dovozních cen dominuje posílení kurzu koruny (řádově ve výši 3-4 %), zahraniční výrobní ceny klesají jen krátkodobě ve druhém čtvrtletí letošního roku a pak dochází k obnovování jejich dynamiky. V posledních pozorovaných datech o vývoji dovozních cen a cen průmyslových výrobců je vidět transmise kurzu do dovozních cen výrobků s vyšší přidanou hodnotou (jmenovitě jde o dovozní ceny aut). Lze tedy předpokládat, že v krátké době se posílení kurzu promítne do spotřebitelských cen.*

**O. Dědek:** ČNB často používá termín „překoupenost trhu s korunou“. Není matoucí, když pod tento pojem ČNB zařazuje i různé zajišťovací techniky exportérů? Pojmu „překoupenost“ rozumí tak, že když někdo chce něco prodat, obtížně hledá kupce. Avšak pokud se exportér zajistí tak, že si vezme eurový úvěr, aby ho později splatil z pozdějších exportních příjmů, uniká mu logická vazba na termín „překoupenost“. Je možné slučovat zajištění a překoupení v pravém slova smyslu (z titulu značných otevřených korunových pozic finančních investorů) řadit pod jeden termín? Není to přílišná zkratka?

*Odpoověď SM: Hedging by bylo korektnější označovat jako „chybějící protistrana“. Trh je překoupený tím, že se během závazku vybudoval velký objem spekulativních pozic. Ty budou muset najít protistranu na uzavření. Za normální situace by protistranou byli exportéři, kteří generují příliv eur. Ti ale formou hedgingu tyto budoucí eurové příjmy předprodali během trvání závazku a nějakou dobu protistranou nebudou. Takto je to myšleno, nelze ale popisovat podrobně na všech místech v textu, proto se používá zkratka „překoupenost trhu“. V návrhu prohlášení bankovní rady je korektní popis: „Kurz se může oproti prognóze v příštích čtvrtletích nacházet na slabších hodnotách, a to vlivem uzavírání korunových pozic finančních investorů v podmínkách chybějící protistrany.“*

**O. Dědek:** Ptá se na determinanty vývoje cen másla.

*Odpoověď SM: Růst cen másla není velkým překvapením. SM očekávala rostoucí ceny potravin. Zatímco v loňském roce ceny mléčných výrobků klesaly, v letošním roce SM čekala oživení cen z titulu odeznění jednorázových faktorů, jako byla liberalizace trhu s mlékem v předloňském roce. Ve světě roste poptávka po mléčných výrobcích, souběžně došlo ke snížení výrobních kapacit. To se projevuje růstem světových cen mléka a mléčných výrobků v posledních měsících. Navíc se produkce mléka v minulosti přesunula směrem k mléku, které má méně tuku a více sušiny. Nyní najednou vzrostla poptávka po živočišném tuku a stáda nelze vyměnit přes noc. Rostoucí poptávka po tuku tak není kryta nabídkou a cena musí jít nahoru. Určitým překvapením je však vyšší růst světových cen jiných potravin. Vyšší výhled cen agrárních komodit ve světě tlačí prognózu domácích cen potravin výše oproti tomu, co bylo prognózováno v minulé prognóze.*



**O. Dědek:** Ještě nedávno SZ uváděla jako zahraniční nejistotu zpomalení růstu v Číně, nyní se toto riziko vytrácí. Je tomu opravdu tak?

*Odpoď SM: Výhled ekonomického růstu v Číně je sice klesající, avšak v poslední době byl přehodnocen směrem k pozvolnějšimu zpomalení. Výrazný skok směrem dolů očekává pouze Economist Intelligence Unit. Občas se objeví názory, že to v Číně musí jednou „prasknout“, ale konsensus nejde tímto směrem. Připomíná, že v Číně mají i přes relativně vysoký ekonomický růst inflaci nižší, než má Česká republika.*

**T. Nidetzký:** Děkuje za veškeré podkladové materiály. Vnímá SZ jako hodně konzervativní zprávu, která konzistentně drží příběh. Má dotaz ke grafu II.1.4 Výhled růstu HDP eurozóny, kde se růst eurozóny v efektivním vyjádření dostává pod růst v neefektivním vyjádření. Obvykle je tomu naopak, žádá o vysvětlení.

*Odpoď SM: Růst eurozóny v efektivním vyjádření dolů tlačí Německo, které má letos růst o 1,7 %, a které má v efektivním ukazateli rozhodující váhu. Další významnou ekonomikou z pohledu efektivního ukazatele je Slovensko. SM nyní zdokonaluje způsob vážení jednotlivých ekonomik v efektivním vyjádření, bude BR prezentováno v příští prognóze.*

**T. Nidetzký:** Dotazuje se k použití pojmů „riziko“ a „nejistota“. Kapitola II.4.1 SZ je označena Rizika vnímaná ČNB a první věta v této kapitole mluví o nejistotách. Rozlišuje SM tyto dva pojmy?

*Odpoď SM: SM rozlišuje mezi riziky a nejistotami. Nejistotě není možno připsat pravděpodobnost, je obvykle oboustranná. Rizika jsou obvykle hmatatelné a jsou na jednu stranu. SM se zamyslí nad zněním uvedené věty v kapitole II.4.1.*

**T. Nidetzký:** Dává na zvážení, zda do předmluvy Zprávy o inflaci nedat Prohlášení bankovní rady na tiskové konferenci po skončení měnového zasedání. Stále stejný text předmluvy ztrácí svoji informační hodnotu. Co se týče zveřejňování prognózy kurzu, tak pokud ji ČNB bude chtít zveřejňovat, tak by to mělo být až v návaznosti na zvládnutí „pozávazkového období“.

*Odpoď SM: Předmluva není zcela identická, ve srovnání s minulou prognózou došlo k vypuštění informací, které byly aktuální v době publikování minulé zprávy. Předmluva je nicméně koncipována tak, že bude stejná v čase. Účelem je seznámit čtenáře, který ČNB běžně nesleduje, s režimem cílování inflace. Změnám předmluvy do budoucna se SM nebrání, lze se o nich bavit v souvislosti s debatou o přechodu ke Zprávě o měnové politice.*

**V. Tomšík:** Děkuje za modelový popis situace a za upřímnou prezentaci SM, která říká, že v realitě bude vývoj odlišný. Má dva dotazy, na které by rád slyšel odpověď z pohledu obecnějšího vývoje ekonomie a současného kontextu. Domácí uvolněná měnová politika je doprovázena robustním ekonomickým růstem a bezprecedentním růstem mezd. Přesto inflace zůstává nízká. Jádrová inflace sice roste, ale stále málo na to, jak se vyvíjí reálné veličiny a nominální růst mezd. Zabývá se SM hypotézou, že Phillipsova křivka je plochá nejen v krátkém období, ale i v delším období? Citlivost poptávky na ceny je čím dál větší, neboť ceny lze porovnávat na internetu, není problém dovážet zboží ze zahraničí. To vede k tomu, že i při takto natlakované ekonomice není jednoduché zvýšit inflaci a udržet ji zvýšenou dlouhodobě. Naráží přitom na diskuzi, která proběhla v ECB a která byla předána SM, kde Peter Praet (člen Výkonné rady ECB) řekl, že se ECB musí zamyslet nad tím, proč se uvolněná měnová politika neprojevuje v inflaci. V. Tomšík má pocit, že ať ČNB dělá, co dělá, nebude možná schopna inflaci jednoduše dlouhodobě vytlačit na inflační cíl. V situaci ČNB je to umocněno tím, že česká ekonomika je v pozici „price-taker“, že je malá

otevřená ekonomika. Zabývá se tímto SM, není prognóza moc zakonzervována v čase? Jak dlouho bude Phillipsova křivka plochá?

*Odpoď SM: SM neviděla mnoho empirických studií, které by dokazovaly zploštění Phillipsovy křivky. Některé empirické studie, které zpochybňovaly platnost Phillipsovy křivky, se dopouštějí chyb, např. co se týče předpokladů ohledně dlouhodobé rovnováhy. Poslední studie naopak ukazují, že Phillipsova křivka funguje i ve světovém kontextu. V minulosti byla ČNB překvapována zahraničním vývojem, a tím bylo možno vysvětlit podstřelování inflačního cíle i při neměnných elasticitách. Nyní se předpoklady o zahraničním vývoji vcelku dobře naplňují, a díky tomu se v poslední době naplňují i prognózy SM. Pokud česká ekonomika nebude čelit velkému překvapení z titulu dovozních cen, resp. kurzu, Phillipsova křivka bude fungovat standardně. Zkouškou může být to, že pokud se nenaplní předpoklad prognózy ohledně posílení kurzu, měly by být vidět vyšší inflační tlaky, než jsou v prognóze (jdoucí ve směru citlivostního scénáře).*

**V. Tomšík:** Takže SM očekává, že se mzdy přelijí do inflace a že lidé budou i přes zmíněnou vysokou konkurenci a možnost cenového srovnání kupovat zboží za vyšší ceny?

*Odpoď SM: V případě neobchodovatelného zboží se mzdy již do cen přelily. V indexu spotřebitelských cen včetně cen nemovitostí se přelily ještě více, tento index dosahuje 4 %. Pokud Phillipsova křivka v Evropě někde funguje, tak v české ekonomice. Jinak by ČNB neuvažovala o zvyšování úrokových sazeb daleko před všemi ostatními centrálními bankami.*

**J. Rusnok:** Děkuje za SZ, přiklání se k hodnocení, že se nová forma SZ osvědčuje. Zpráva je čtivější, přehlednější, rozsah je stravitelný. Nevidí důvod, proč zpochybňovat příběh prognózy. Domnívá se, že proběhlá diskuze ukazuje, že proti sobě bojují dva fenomény. Na jednu stranu jsou vidět velmi dobrá čísla, mnohdy až překvapivě. Po zkušenosti krize minulých deseti let se tomu ani nechce věřit. Lze předpokládat, že příznivý vývoj bude trvat i do horizontu měnové politiky. Poradce se ve svém stanovisku přiklonil na optimistickou stranu a zbavil se skepse deseti let krize, která stále determinuje evropskou diskuzi, když říká, že česká ekonomika je uprostřed sedmi dobrých let. Na druhou stranu rizika a nejistoty, které zmiňuje i SZ, jsou stále relevantní. Jak uvedl V. Tomšík, ČNB je v nové strukturální situaci, chce se vrátit k normálu, ale ten není stejný jako před krizí. To je nutno reflektovat, a to včetně výhledu návratu k „normální“ úrovni úrokových sazeb, neboť není zřejmé, kde se tato úroveň nachází. Děkuje za stanoviska, která obohatila diskuzi bankovní rady. Z komunikačního hlediska, které považuje za mimořádně důležité, je problém dobře vysvětlit výhled úrokových sazeb v dalších čtvrtletích, resp. na celém horizontu prognózy. Obzvláště v situaci, kdy prognóza vidí na horizontu měnové politiky omezené inflační tlaky a kdy ČNB připouští, že největší nejistotou je kurz. Model směřuje k rovnováze, resp. k přednastaveným parametrům, ale není si jist, zda je možné prognózu takto komunikovat vůči odborné veřejnosti.

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

**J. Rusnok:** Zahajuje jednání a vyzývá ke stručnému vyjádření ostatní členy bankovní rady.

**M. Mora:** Celkový příběh hodnotí jako poměrně jasný. Má pouze dvě otevřené otázky. Tou první je, kdy zvednout úrokové sazby a tou druhou otázkou je, o kolik je zvednout. Domnívá se, že je třeba jednat již nyní. Argumentuje tím, že již při opuštění kurzového závazku panovala shoda na tom, že dalším logickým krokem musí být zvýšení úrokových sazeb. Domnívá se, že nastal čas se odpoutat od technicky nulových úrokových sazeb. Co se týče velikosti zvýšení úrokových sazeb, tak by vzhledem k tomu, jak se úspěšně naplňovaly minulé prognózy, viděl potenciální prostor pro

zvýšení repo sazby na 0,5 %. Na druhou stranu chápe, že s ohledem na skutečnost, že se měnová politika stále nenachází v normálních podmínkách, musí být ČNB obezřetná a jít cestou postupných kroků. Nad rámec těchto úvah vnímá ještě celou řadu nejistot či rizik. Jedna skupina nejistot se týká síly domácích inflačních fundamentálních tlaků a druhá vnějšího prostředí, resp. zahraniční poptávky. Připomíná dilema, které na otevřeném jednání zmínil guvernér J. Rusnok, jestli už lze věřit tomu, že je příběh skutečně dobrý, nebo jestli zůstat v zajetí minulé negativní zkušenosti. Poslední finanční krize tím, že zasáhla transatlantický svět a z něj se rozšířila do globálních rozměrů, se lišila od předchozích finančních krizí v rozvíjejících se ekonomikách. Tyto finanční krize sice ovlivnily globální vývoj, ale zůstaly víceméně lokální. Tím, jak poslední finanční krize zasáhla nejbohatší země a z nich se rozšířila, tak současné oživení v těchto rozvinutých zemích je nadále tlumené. Nejlepším příkladem je Německo, kde vidí zejména velký prostor pro zvyšování mezd, které se však nedostavuje. Tento fenomén přičítá poučení firem i domácností z poslední krize. Současný globalizovaný svět je vnímán jako velice složité „soukolí“ složené z celé řady malých koleček, kdy zadrhnutí některého z nich může mít velké dopady. Neboli jinými slovy obava z neočekávaného negativního vývoje („příletu černé labutě“) vede k tomu, že požadavky ze strany zaměstnanců na zvyšování mezd jsou utlumené. V tomto nejistém světě převažuje mezi zaměstnanci preference zachování stávajícího pracovního místa před přemrštěným tlakem na růst mezd. Je to taková německá, možná i česká mentalita, kterou se Češi odlišují od Slováků, kteří si troufli např. v závodě VW stávkovat a vybojovat si 14% navýšení mezd během dvou let. Ve velkých evropských ekonomikách přetrvává velká nejistota spojená s brexitem, jehož konečný výsledek bude ztráta pro všechny. Při pohledu na Francii je stále otázkou její reformovatelnost a ještě větší otazník má kolem Itálie. Jediná z velkých evropských ekonomik, která se nějakým způsobem vzpamatovala, je Španělsko. To zase nicméně zažívá poměrně velké vnitropolitické boje zejména s ohledem na možnost odtrhnutí Katalánska. Hrozba odtržení je reálná a španělskou ekonomiku by to mohlo negativně zasáhnout. Dále zmiňuje Polsko, Maďarsko, pnutí mezi východem a západem a řadu dalších nejistot. Při pohledu mimo EU vyjmenovává napětí ve vztahu s Ruskem, nepředvídatelné Turecko a relativně nestabilní oblast severní Afriky. Na závěr tohoto výčtu naráží na hlavní fundament vývoje po druhé světové válce – na transatlantickou spolupráci, na které byla postavena západní civilizační prosperita. I zde spatřuje nejistoty jak v politické, tak ekonomické oblasti. Zmiňuje podpis sankcí vůči Rusku, Iránu a Severní Koreji prezidentem Spojených států D. Trumpem, kdy zejména sankce vůči Rusku zasáhnou i některé významné evropské firmy. V případě, že by EU přijala protiopatření, vytvořila by záminku pro D. Trumpa k zavedení obchodněpolitických opatření, která sliboval před volbami. Současný vývoj, který je pozitivní, proto vnímá jako relativně křehký a zdaleka ne tak robustní, jak by se mohlo jevit. Dále zmiňuje přetrvávání překoupenosti koruny neboli problém chybějící protistrany. Klade si otázku, jak dlouho ČNB bude tento argument ještě používat. Je mu jasné, že v případě odchodu zahraničních investorů a oslabení kurzu tento argument již ČNB používat nebude. Pokud ale otevřené pozice v koruně zůstanou ještě další půlrok až rok, má smysl používat ještě evidentní větu, že „budoucí vývoj úrokových sazeb bude záviset na vývoji všech makroekonomických veličin“, kterou ČNB používá hlavně proto, že obsahuje dovětek „včetně vývoje kurzu“? Domnívá se, že s postupem času efekt překoupenosti vyprchává. Za novou důležitou věc považuje velké emise státních pokladničních poukázek, k jejichž splacení má nyní dojít. Pokud investoři nebudou dále rolovat své pozice, může to vést k rozkolísání trhů. V tomto kontextu je obezřetný. V komunikaci se přiklání ke stanovisku poradce signalizovat spíše stabilitu úrokových sazeb, aby minimálně nějakou delší dobu investoři nepočítali s jejich výrazným nárůstem. Tato komunikace by je mohla odradit a část z nich by mohla odejít, a tím by se trh vyčistil. Zároveň by vznikl prostor v návaznosti na vývoj situace na další zvýšení sazeb ještě do konce tohoto roku. Na závěr souhlasí s návrhem

SM na zvýšení repo sazby na 0,25 %. Rizika prognózy považuje také za lehce proinflační a vidí i v rámci stávající prognózy prostor pro další navýšení sazeb o 25 b.b. někdy v budoucnosti.

**V. Benda:** Nechce tentokrát obsírně mluvit o makroekonomickém rámci, protože podle jeho názoru inflační zpráva velmi dobře, zřetelně a poměrně jasně a konzistentně popisuje současný a budoucí ekonomický vývoj. Inflační zpráva tak dává dobré vodítko pro měnovou politiku. Vnímá na jedné straně cyklické a na druhé straně strukturální faktory. Cyklické faktory v současnosti působí na růst ekonomik eurozóny. Souhlasí s názorem poradce, že v následujícím období dojde k přehodnocení výhledu jejich hospodářského růstu směrem nahoru. Silnější růst s sebou ponese méně rizik dezinflace dovážené z eurozóny skrze dovozní ceny. To vytváří prostor pro normalizaci měnové politiky v českém prostředí. Strukturální faktory, které zmínil M. Mora, považuje za dlouhodobá rizika, která mluví pro to mít určitý polštář v podobě vyšších úrokových sazeb do budoucna, aby ČNB byla schopna reagovat na případné pozdější zpomalení, až současné pozitivní cyklické faktory odezní. To představuje další argument pro posun úrokových sazeb výše. Přiklání se spíše k citlivostnímu scénáři prognózy. Vidí totiž spíše riziko pomalejšího posilování koruny, případně možná tlaky na její dočasné oslabení v závislosti na vývoji na finančních trzích. To vytváří prostor pro spíše plynulejší zvyšování sazeb na rozdíl od odloženého zvyšování sazeb, jak naznačuje základní scénář. Pokud dnes bankovní rada zvýší úrokové sazby, tak za měsíc nebo za dva se bude bavit o dalším zvyšování sazeb. Nebude to úkol, který zůstane další rok odložen. Přiklání se k současnému zvýšení úrokových sazeb a podporuje stanovisko i MPD. Zároveň považuje za užitečné soustředit se také na argumentaci mírného podstřelování inflačního cíle v příštím roce. Přiklání se k vysvětlení v kontextu flexibilního inflačního cíle, tj. že toto mírné podstřelování není způsobeno faktory, které by ČNB trápily; jsou za ním faktory jako regulované ceny a dočasné externí vlivy. Jde mu o to striktně oddělit skutečné inflační tlaky od faktorů, které dočasně stlačují inflaci mírně pod cíl, aby ČNB nevytvářela matoucí obrázek a případné zpříšňování měnové politiky bylo srozumitelné.

**O. Dědek:** Vnímá návrh měnověpolitického rozhodnutí jako dobře vyargumentovaný a podložený dobrou a přehlednou analýzou stavu české ekonomiky. Domnívá se, že česká ekonomika v současnosti nepotřebuje stimul nulových úrokových sazeb (technické nuly). V tom si je naprosto jist a existuje pro to celá řada fundamentálních faktorů. Vyjmenovává napětí na trhu práce, dynamický hospodářský růst a zvýšení jeho prognózy, přehřívání hypotečního trhu, apod. Konstatuje, že ČR v současné době zaujímá dva celounijní rekordy. První rekord je v nízké míře nezaměstnanosti a druhým rekordem je růst cen bytů o 13 %, což je symptomatické dokreslení stávajícího stavu, že ekonomika začíná vykazovat určité známky přehřívání. Zamýšlí se nad tím, proč se symptomy možného přehřívání více neprojevují v robustnějších inflačních tlacích. Myslí si, že i na to dává Situační zpráva odpověď. Dochází k patrné strukturální změně, kdy na jedné straně roste váha proinflačních fundamentálních faktorů, které se projevují v růstu jádrové inflace, a proti tomu působí některé protiinflační externí vlivy, jako je vývoj výrobních cen v eurozóně a slábnoucí dolar vůči euru. Dále si klade otázku, zda kurz koruny neodehrává valnou část zpřísnění měnové politiky. ČNB často komunikovala, že pokud by tomu tak bylo, mohlo by to vést k odkladu zvýšení úrokových sazeb. Domnívá se, že tomu tak není, a to zejména kvůli argumentu o chybějící protistraně, který zřejmě bude vytvářet pojistku proti posílení koruny. Poslední vývoj, kdy se kurz vrátil na hodnoty kolem 26,10 CZK/EUR, možná potvrzuje hypotézu, že kurz neodehraje valnou část zpřísnění, takže by mělo dojít i ke zpřísnění úrokové složky měnových podmínek. Další klíčová otázka je role úrokového diferenciálu. Pokud dojde ke zvýšení úrokových sazeb ČNB, hrozí nějaký přeskok do „bad equilibrium“, tedy že by kurz nějak výrazně zareagoval? Toto riziko

nehrozí, neboť se dnes nerozhoduje o celé trajektorii úrokových sazeb. ČNB se dnes nezavazuje, že dodá celé zvýšení úrokových sazeb dle prognózy. Bankovní rada diskutuje pouze první vykročení uvedeným směrem. Myslí si, že to je naprosto logický postup v situaci, kdy hlavním rizikem je nejistota ohledně vývoje kurzu. V „corporate finance“ se tomu říká „growth option“, tj. aby bylo možno něco zjistit, je zapotřebí to zkusit. První vykročení ke zvýšení úrokových sazeb chápe rovněž jako „testovací balónek“, jak by kurz mohl zareagovat. Navíc má pocit, že zvýšení sazeb už je trhy částečně zakomponováno a že to pro ně nebude překvapením. Nečeká dramatickou reakci, ale zároveň dodává, že povahou trhů je, že často překvapí. V neposlední řadě si klade otázku, zda by ČNB neměla být stejně tak obezřetná jako je ECB, která váhá, jestli má vyslat větší signál, že skončí s kvantitativním uvolňováním a se zápornými sazbami. Myslí si, že fundamentální pozice ČNB je podstatně odlišná od ECB, neboť jádrová inflace je v Česku vyšší než v eurozóně. V pozadí uvažování ECB vidí též strukturální problém předlužených ekonomik eurozóny, kdy by se zvýšení úrokových sazeb odrazilo ve vyšších výpůjčních nákladech některých vlád. Možná i prezident ECB je tak trochu vděčný za to, že inflace v eurozóně nejde tak rychle nahoru, aby stále ještě mohl Itálii dát nějaký ten čas. V reakci na M. Moru se domnívá, že zvýšení o 0,2 p.b. dnes postačuje. Doporučení zvýšit sazby na standardních 0,25 %, a poté je případně dále zvyšovat, považuje za rozumné. Okamžité zvýšení sazeb na 0,5 % by vytvářelo dojem, že ČNB trpí „abstinenčním syndromem“. Z tohoto pohledu je dnešní diskuze bezkonfliktní, více kontroverzní může být debata později ohledně dalšího zvyšování úrokových sazeb. Mezitím se ale objeví řada nových informací, o které se bude moci opřít budoucí diskuze.

**T. Nidetzký:** Nová prognóza i současná ekonomická situace dávají dobré argumenty pro další zpřísnění měnových podmínek v podobě zvýšení úrokových sazeb. Více než o zpřísnění spíše jde o zahájení dalších kroků k návratu ke standardnímu používání nástrojů měnové politiky. S tím úzce souvisí otázka intenzity zvyšování úrokových sazeb, která byla diskutována jak sekcí měnovou, tak sekcí bankovních obchodů, tak i samostatným odborem finanční stability. Osobně je mu blízké řešení, které bylo prezentováno v citlivostním scénáři sekcí měnovou a které bylo podpořeno i SBO. Souhlasí proto s návrhem na zvýšení 2T repo sazby na 0,25 %, diskontní sazbu ponechat na 0,05 % a lombardní sazbu zvýšit na 0,5 % s tím, že zbývající část letošního roku dává dostatečný prostor k úpravám úrokové složky měnových podmínek zejména ve vazbě na vývoj jejich kurzové složky.

**V. Tomšík:** Tlumochí stanovisko M. Hampla, který se jednoznačně vyslovuje pro zvýšení sazeb ve výši, kterou navrhuje SM. Chce být stručný podle úvodního doporučení guvernéra a dívat se na současné rozhodování z nadhledu. Je přesvědčený o tom, že současná situace je jiná ve srovnání s podzimem 2012, kdy ČNB narazila na dno úrokových sazeb, které bylo definováno technicky nulovou hladinou, dokonce ČNB uvažovala o záporných sazbách. Dnešní situace je jiná nejen z pohledu úrokových sazeb, ale i z pohledu vnitřní a vnější ekonomiky. Jinými slovy situace z roku 2012 není přenositelná do současnosti. Po osmi, devíti letech uvolněné měnové politiky je určité na místě diskutovat o utahování měnové politiky. Na druhou stranu si myslí, že existuje zcela konkrétní riziko, že inflační tlaky kulminují nyní, navíc z titulu vysoce volatilní položky – cen potravin, a že jejich růst na horizontu měnové politiky vyprehá. Druhé měřitelné riziko spatřuje v tempu zpřísnování měnové politiky v eurozóně. Prognózy ukazují, že na celém horizontu nebude v eurozóně dosaženo 2% cíle, do začátku roku 2018 je očekávána spotřebitelská inflace v efektivním vyjádření pouze do 1,5% úrovně. Aniž by diskutoval různé politické vlivy, tak nevidí inflační tlaky z vnějších zdrojů. Je proto velmi rád za citlivostní scénáře, které zpracovala SM. Z nich je vidět, že čistě z pohledu cílování inflace jsou náklady z prodlení zvyšování sazeb o 6

týdnů nebo o 3 měsíce nebo dokonce o 6 měsíců nulové. Dívá se však na zvyšování sazeb z jiných dvou úhlů. Prvním je shoda mezi členy BR. Diskutuje se pouze zvyšování sazeb, není silný vyčkávací názor, ani názor na další uvolnění měnové politiky. V minulosti podobné rozdíly v názorech nastávaly a existovaly tři různé návrhy rozhodnutí. Pokud by vnímal různé názory, tak by to bylo na držení politiky „wait and see“, tedy ještě chvíli počkat. Avšak když slyší jasné názory ve směru vykročení k prvnímu zvýšení (a pouze se diskutuje, jestli zvýšit repo sazbu na 0,25 % nebo na 0,5 %), tak je to signál o silném přesvědčení o robustnosti stávající situace. Druhým úhlem je následující úvaha. Když čistě z pohledu cílování inflace jsou náklady z prodloužení nulové a není možné udělat chybný krok, ať již dojde ke zvýšení sazeb nyní nebo později, tak v zájmu podpoření makrobezpečnostní politiky se vyslovuje pro zvýšení sazeb. Z hlediska makrobezpečnostní politiky je to signál, který by ČNB měla veřejnosti vyslat. Rizika v sektoru nemovitostí rostou, a to nejenom rezidenčních, ale i komerčních nemovitostí. ČNB by měla ukázat, že i cena úvěrů by měla hrát roli. Mnohem obecnější, zásadnější otázku má k tomu, že se velká část bankovní rady přiklání k citlivostnímu scénáři vývoje kurzu. V komunikaci nechce vést trh špatným směrem. Nabádá k tomu přiznat si, že v současnosti ČNB nedokáže dobře prognózovat budoucí vývoj kurzu koruny. Nechce publikovat číselnou prognózu kurzu, ale ČNB by měla říci, že zpříšňování měnových podmínek má dvě složky. Nyní se ČNB rozhodla zpříšnit úrokovou složku a uvidí se, co to udělá s kurzovou složkou. ČNB je otevřená v tom, že říká, že stále platí 1,5% reálná konvergence a bude se otevírat úrokový diferenciál. Navrhuje komunikovat, že jakékoli další kroky jsou zcela otevřené. Protože jinak by bylo obtížné zdůvodnit, proč ČNB dělá první krok, přičemž v prognóze je v dalších čtvrtletích mírné snížení tržních sazeb. V reakci na dotaz M. Mory v otevřeném jednání říká, že v prognóze je sice ve třetím čtvrtletí nárůst průměrné repo sazby na 0,41 %, avšak 3M PRIBOR narůstá pouze o 0,3 p.b., což odpovídá jednomu zvýšení repo sazby. Není jednoduché vyslat signál sekci měnové ve smyslu, že když je schopna expertně tlumit vývoj kurzu pro aktuální čtvrtletí, ať zkusí tlumit kurz i v následujícím čtvrtletí. To pro SM nebude jednoduché, protože má velkou nejistotu ohledně velikosti otevřených pozic. Na druhou stranu je ale otázka, a T. Holub to řekl na otevřeném jednání, že transparence vždy ČNB pomáhala. Pokud ČNB chce trh někam nasměrovat z pohledu kurzu a z pohledu úrokových sazeb, tak by SM měla přemýšlet o tom, zda se při příští prognóze nevrátit ke zveřejňování číselné prognózy kurzu. Pokud by prognóza uměla tlumit posilování kurzu nejen na aktuální, ale i další čtvrtletí, ČNB by vyslala trhům signál. I kdyby ale SM kurz netlumila, tak posílení z 26 na 25 CZK/EUR nepovažuje za velký šok. Tato ekonomika zažila kurz 22,9 CZK/EUR a větší tempo apreciacie. Než hrát hry s trhem na schovávanou (analytici nejsou hloupí), tak navrhuje více a více přemýšlet o úplné transparentci, která ČNB může pomoci. V závěru říká, že mu je jasné, jak bude dnes hlasovat.

**J. Rusnok:** Makroekonomická situace je zřejmá, jak již konstatovali ostatní členové bankovní rady. Česká ekonomika se nachází na hodnotách, které jsou často historicky rekordní, zaměstnanost dosahuje nejvyšších hodnot v moderní, porevoluční historii země. To je úžasný úspěch. Míra participace je 75 %. Pamatuje si doby, kdy byla míra participace okolo 60 % a kdy bylo možné jen doufat, že česká ekonomika za 50 let v tomto parametru dožene Švédsko či Velkou Británii. Dnes bylo dosaženo této úrovně. Je to samozřejmě důležitý ukazatel, ale vedle dalších ukazatelů charakterizuje mimořádnost současné situace. Na jedné straně je česká ekonomika ovlivňována Evropskou unií a měnovou politikou ECB, což je dáno jejím charakterem. Na druhé straně má česká ekonomika spoustu svých vlastních charakteristik, které ji nyní mimořádně odlišují od podstatné části eurozóny. Tyto charakteristiky nemá jen česká ekonomika, celá východní Evropa se liší. Podle tabulky se mzdami, která SM poslala, mzdy v Maďarsku rostou dvouciferným tempem a na Slovensku podobným tempem jako v České republice. Na západ od bývalé „železné

opony“ naopak rostou nominální mzdy jen o 1 – 1,5 %, neboli reálně vůbec nerostou. V tuto chvíli se tak domácí ekonomika dramaticky liší od západní Evropy. Jak prezident ECB M. Draghi zdůrazňuje v komunikaci měnové politiky ECB, celková inflace v eurozóně je sice okolo 1,5 %, jádrová inflace ale zůstává 0,9 %, v lepším případě 1,0 %. Důvodem je, že nedochází k růstu spotřeby domácností, neboť se v eurozóně mírně zlepšila zaměstnanost a nezaměstnanost, ale vůbec nerostou mzdy. Roste tam podíl hůře placených pracovních pozic (precarious jobs) a podzaměstnanost se nezlepšila. Lidé se sice vrátili do práce, ale často pracují na zkrácené úvazky nebo v horších pozicích. V české ekonomice je situace úplně jiná. Domácí jádrová inflace je bezpečně na cíli, výhled sice ukazuje určité záchvěvy celkové inflace na horizontu měnové politiky, ale výhled jádrové inflace je robustní. Je tedy možné normalizovat měnové podmínky i v úrokové složce. Nelze však zapomínat na to, že ke zpřísnění podmínek již došlo v kurzové složce. Posílení kurzu koruny o jednu korunu odpovídá podle dřívějších odhadů ČNB třem až čtyřem zvýšením sazeb o 0,25 p.b. Nyní „s velkou slávou“ ČNB zvýší repo sazbu o 0,20 p.b. Nezapomínal by na tento kontext. Z pohledu čistě technického cílovače inflace (kterým však není) nevidí příliš důvodů pro zvyšování sazeb. Je schopen si představit odkládání zvyšování sazeb, analogické situaci ve Švédsku (kde je podobně vysoká inflace), v Německu, Švýcarsku, Dánsku. ČNB ale používá flexibilní cílování inflace a dívá se na ekonomiku jako na celek. V celku ekonomiky, v jejích dalších charakteristikách, lze vidět dobré důvody pro to, aby došlo ke zpřísnění i úrokové složky měnových podmínek. Připojuje se i k názoru, že makrobezpečnostní úvahy jsou důležité. V návaznosti na vystoupení M. Mory říká, že se k překoupenosti trhu ČNB musí vracet. Překoupenost trhu je fenomén, který změnil kvalitu. Kvantita se podle Hegela v určitém momentu mění v kvalitu. K tomu nyní dochází, překoupenost je součástí podmínek, ve kterých se ČNB rozhoduje. Vnímá ji jako vestavěný stabilizátor, který ČNB velice klidně provedl první fází návratu k normálu. Překoupenost není statická, v čase se mění ve své struktuře a ve svém obsahu. Z krátkodobých investorů se stali střednědobí, ze střednědobých dlouhodobí, možná už někteří odešli, na trhu jsou jiní investoři, kteří používají jiné nástroje a mají jiné cíle. Nelze se tedy na překoupenost dívat staticky. Avšak jako fenomén bude ČNB dále ovlivňovat po určitou dobu, která může být dlouhá i roky. ČNB musí překoupenost komunikovat, protože je součástí korektního popisu aktuální situace. Vzhledem k tomu, že v bankovní radě panuje silný konsensus, a jelikož se přiklání k netechnickému cílování inflace, souhlasí s návrhem zvýšit sazby. Dokáže si však představit diskuzi o tom, že není důvod měnit sazby, protože neroste inflace a na horizontu měnové politiky se naopak snižuje. Inflace zdaleka není nad tolerančním pásmem. Nemluvě o tom že by bylo možné diskutovat o tom, že když inflace tak dlouho podstřelovala cíl, proč by jej nemohla po jistou dobu přestřelovat. Rada ekonomů argumentuje ve prospěch cílování cenové hladiny, se kterou by bylo nyní konzistentní záměrné nadstřelování cíle. Takto by šlo diskutovat, ale nemyslí si, že by to byl správný přístup. Klaní se k přístupu SM. Nemá cenu nyní dělat silné závěry ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb. ČNB by chtěla pokračovat ve zvyšování úrokových sazeb, ale není jisté, že k němu přikročí. Není zřejmé, jak se bude vyvíjet kurz. SM předložila citlivostní scénáře kurzového vývoje, za což je rád, ale kurzová nejistota je vysoká. Rád si vyslechne názor odborníků z trhu, ale zastává názor, že trh ČNB může vždy překvapit. Podporuje měnověpolitický návrh SM. Je pro to, aby ČNB zatím nezveřejňovala číselnou prognózu kurzu. Souhlasí s důvody, které uvedla SM, a které vycházejí z toho, že se ČNB stále nachází v přechodném období, které má své specifika. Na závěr dává prostor k vyjádření ředitelům přizvaných útvarů.

**K. Bauer (ředitel SBO):** Souhlasí s hodnocením guvernéra, že nejistoty jsou velké. SBO opravdu neví, jakým směrem vývoj kurzu půjde. V svém příspěvku do MPD se SBO snažila napsat, že reakce na zvýšení sazeb může jít oběma směry, tj. může přijít jak oslabení, tak i posílení. Nedávné

oslabení koruny, které zmínil O. Dědek, je možná jakási předzvěst naplnění těchto úvah. Trh bude debatovat o tom, jestli dnešní zvýšení sazeb bude „one-off“ nebo jestli to bude série kroků. Zdá se, že oslabení koruny na začátku tohoto týdne bylo důsledkem převládnutí názoru, že zvýšení sazeb bude jednorázové. Investoři, kteří jsou v korunových pozicích, budou v případě „one-off“ zvýšení sazeb z těchto pozic vystupovat. Z hlediska celého trhu ale korunové pozice zůstávají, jen se přesouvají mezi investory, je to systém „letadla“. Překoupenost může zaniknout pouze tím, že tyto pozice se uzavřou oproti ČNB, nebo tím, že se uzavřou proti exportérům z reálné ekonomiky. Umí si představit obojí reakci kurzu na dnešní rozhodnutí. Navazuje na komentář M. Mory, týkající se emise pokladničních poukázek a jejich maturity. Docela zajímavý vývoj nastal v půli července. Vždy na konci měsíce dochází k výrazné distorzi implikovaných sazeb na derivátech. K tomu došlo i na přelomu června a července, ale tato distorze neustala, pokračovala na úrovni až zhruba -5 % na overnight sazbách. To implikovalo velké náklady na držení korunové likvidity. Pro něj to byl signál, že překoupenost zůstává, protože investoři musí tímto způsobem udržovat korunové pozice. Tato distorze zmizela v okamžiku, kdy Ministerstvo financí vydalo červencovou emisi pokladničních poukázek ve velkém rozsahu (ohlášených 0-5 mld. Kč, prodáno asi 26 mld. Kč za -40 b.b.), takže investoři rádi kupují i za takto záporné výnosy. První blok těchto poukázek maturuje zítra. Je zvědavý, jestli se červencový vývoj bude opakovat i v srpnu. Příští čtvrtek je další emise pokladničních poukázek. Tržní vývoj, který bude s tímto spojený, bude také docela zajímavý, protože z nějakých důvodů Ministerstvo financí stále zkracuje splatnost pokladničních poukázek a jejich maturitu umisťuje do září. Trh jako důvod vnímá podzimní volby. Skokově se před volbami sníží objem dluhu. Poslední emise byla vydaná na 56 dní, což je z pohledu SBO absurdní maturita, která se běžně nedělá. Uvidí se, co Ministerstvo financí vydá příští týden, jestli to bude opět do září. Září má také „kouzlo“ spojené s pozicemi navazujícími na doporučení hlavního FX stratéga ING, který loni v září vyhlásil roční forward a roční pozici v koruně. Pokud klienti nastoupili do této pozice, může dojít k souběhu těchto dvou faktorů. Zajímavé je, že forexový trh vypadá robustně, dochází na něm k velkému objemu obchodování. I během odražení se od úrovně 26 CZK/EUR, kde SBO měla signály, že došlo k uzavírání delších pozic, probíhalo na trhu přes tisíc obchodů za den, přičemž standard je do 200 obchodů. A vše se odehrálo na úrovni plus mínus pár haléřů. Trh se choval robustněji, než SBO čekala, resp. než kdy viděla.

**M. Mora:** Ptá se SBO, zda by v této situaci na devizovém trhu nebylo lepší použít úrokovou větu doporučenou poradcem, která zdůrazňuje stabilitu sazeb v nadcházejícím období.

**K. Bauer (ředitel SBO):** Tuto debatu již SBO vedla se SM při tvorbě MPD. Nakonec se SBO a SM shodly na tom, že nejlepší bude ponechat úrokovou větu neutrální. T. Holub tuto debatu během schůzky k MPD shrnul hezkým bonmotem: „Pokud si všichni budou myslet, že zvýšení sazeb je jednorázové, nebude jednorázové (kvůli reakci kurzu). Pokud si budou naopak myslet, že zvýšení sazeb bude pokračovat, tak s ohledem na kurz nebude pokračovat“.

**T. Holub (ředitel SM):** Je to přesně tak – pokud investoři uvěří, že zvýšení sazeb je jednorázové, řeknou si, že jedno zvýšení žádnou protistranu nevytvoří a že není na co čekat, uzavřou své pozice a ČNB bude mít prostor pro další zvýšení sazeb. Pokud si investoři řeknou, že zvyšování sazeb bude pokračovat, počkají s vybíráním zisků, dokonce přijdou další investoři, kteří budou chtít využít výnosový diferenciál, kurz posílí a žádný prostor pro další zvýšení sazeb nebude. Je to taková rovnováha na ostří nože, je otázkou, jak tomu přizpůsobit komunikaci. Upřednostňuje relativně vágní formulace, které ČNB neuzamknou ani v jedné pozici. Ani v pozici, že je to konec



cyklu, ani v pozici, že ČNB musí nutně pokračovat ve zvyšování sazeb. Jde o to si nechat co nejvíce otevřené možnosti dalšího postupu.

**K. Bauer (ředitel SBO):** Kdyby ČNB nyní komunikovala, že sazby budou delší dobu stabilní, tak by si ČNB mohla protřečít již třeba na příštím jednání (poté, co by došlo k případnému nárůstu sazeb).

**J. Frait (ředitel SAOFS):** Vítáme, že se sazby zvýší, byť jen o 20 b.b. Úkolem SAOFS je varovat před riziky. Stanovisko SAOFS zdůrazňuje, že úrokové podmínky jsou mimořádně uvolněné, čistě z hlediska domácí ekonomiky jsou až příliš uvolněné. Jediné, co brzdí zvyšování sazeb, je ECB. Velmi dobře rozumí tomu, že v komunitě centrálních bank se preferuje gradualismus a postupné zvyšování úrokových sazeb po 0,25 p.b. Nicméně tento postup implikuje riziko „too little too late“. Proto SAOFS doporučovala 50 bodů. Současně ale SAOFS říká, že nemá smysl indikovat postupné další kroky, protože by to bylo potenciálně kontraproduktivní.

**V. Benda:** Připadá mi, že v ČNB stále částečně přežívá syndrom kurzového závazku. Ten se projevuje především vírou v dominantní vliv kurzu na inflaci, resp. vírou ve vlastní schopnost ČNB předvídat časování a sílu průsaku kurzového kanálu do inflace. Tato víra v kurz podle něj narostla až příliš. Ukázalo se, že ČNB není schopna předvídat průsak kurzu do cen dostatečně správně, a to jak jeho sílu, tak jeho časování. Obává se, aby se ČNB v tomto syndromu nežila zbytečně dlouho. Velká část dnešní diskuze byla o tom, zda kurz v reakci na zvýšení sazeb posílí nebo oslabí. Přitom jsou vidět silné inflační tlaky z trhu práce, který považuje za mnohem větší riziko, než riziko toho, že kurz bude 25 CZK/EUR. Pokud dnes bankovní rada zvýší úrokové sazby, což lze předpokládat, bude to první pokusný balónek, jak se trh bude chovat. Byl by ale v komunikaci velmi opatrný a další zpříšňování měnové politiky by nepodmiňoval tím, jak se bude vyvíjet devizový kurz. Tím by ČNB de facto přiznala dvě věci. Jednak že stále ČNB žije v logice kurzového závazku a jednak, že jí vadí úroveň kurzu z hlediska vývoje jejího hospodářského výsledku. Jestliže bude bankovní rada ČNB naznačovat, že potřebuje slabou korunu, de facto přizná, že má problém s hospodářským výsledkem ČNB a s vývojem devizových rezerv.

### **III. Úkoly**

Nebyly zadány.

### **IV. Rozhodnutí**

Po projednání situační zprávy bankovní rada ČNB jednomyslně rozhodla zvýšit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 20 bazických bodů na 0,25 % s účinností od 4. srpna 2017. Lombardní sazba byla zvýšena o 25 bazických bodů na 0,50 %. Diskontní sazba byla ponechána na úrovni 0,05 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali Jiří Rusnok, Vladimír Tomšík, Vojtěch Benda, Oldřich Dědek, Marek Mora a Tomáš Nidetzky.

Zapsal: Jan Filáček, sekce měnová