

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 27. září 2017

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 6. situační zprávy

T. Nidetzký: Má dotaz k měnověpolitickému doporučení, kde nám velmi dobrá situace v ekonomice a vývoj makroukazatelů umožňuje dostat se do konce tohoto roku s 2T repo sazbou minimálně na úroveň 0,75 %, s čímž se ztotožňuje. Znamená to, že kdybychom se chtěli dostat na tuto úroveň, tak to představuje dvě zvýšení repo sazby o 25 bazických bodů. Může se stát, že situace se vyvine ještě lépe a budeme si troufat na víc, tedy tři zvýšení. Poukazuje v této souvislosti na to, že takto často se nemění úrokové sazby ani v komerčním sektoru a ptá se, jakou má sekce měnová (dále pouze SM) vymyšlenou strategii zvyšování 2T repo sazby. Připomíná opět, že vzájemný souhlas panuje v tom, že musíme a chceme zvyšovat úrokové sazby. Otázka je jenom, jak máme rozmyšlenou strategii kadence jejich zvyšování. Jinými slovy, chceme dělat více menších zvýšení sazeb nebo jít cestou méně častých zvyšování sazeb, ale o to výraznějších. Ptá se v této souvislosti na strategii SM do budoucna. Z hlediska předvídatelnosti si klade otázku, jak bude reagovat veřejnost, pokud se budeme objevovat každý měsíc ve zprávách, že zvyšujeme sazby. Na to navazuje otázkou na samostatný odbor finanční stability (dále pouze SAOFS), jaký by mělo dopad jedno větší zvýšení repo sazby. Připomíná stanovisko SAOFS o preferenci postupného nárůstu sazeb. Sám se domnívá, že by trh absorboval jednorázový nárůst repo sazby o 0,5 procentního bodu. Podle jeho názoru to není žádné zásadní zvýšení, které by narušilo finanční stabilitu.

V. Tomšík (v diskuzi o riziku zpoždění): Ptá se, jak hodně SM věří trajektorii vývoje kurzu v prognóze. Připomíná, že tato diskuse už proběhla na minulém měnověpolitickém zasedání. Už tehdy jsme měli pochybnosti, jestli je trajektorie kurzu v prognóze ta nejpravděpodobnější. Vždy jsme přitom drželi pravidlo, že bychom měli veřejnosti říkat právě to, co je nejpravděpodobnější. Zveřejnili jsme prognózu a v následující malé situační zprávě nám GRIP řekl, jaký je stávající stav. Ze současného GRIPu jednoznačně plyne neutrální bilance rizik prognózy. Jinými slovy bychom v této chvíli neměli dělat nic, protože se vše vyvíjí podle prognózy. Přesto SM přichází s doporučením zvýšit sazby. Toto doporučení přitom vychází z toho, že sama SM nevidí jako nejpravděpodobnější vývoj, že by se kurz koruny v dalších týdnech přiblížil v prognóze předpokládané trajektorii kurzu. Poukazuje na skutečnost, že kdybychom teď publikovali GRIP, tak veřejnosti nebude zřejmé, proč zároveň zvyšujeme úrokové sazby, protože tento krok GRIPu neodpovídá. Narážíme tak stále na to, že doposud nepublikujeme předpoklad vývoje kurzu. K tomu uvádí, že buď budeme dodržovat dříve zaběhlá pravidla, nebo si musíme přiznat, že někde je nějaká distorze. Při pohledu na GRIP nevidí riziko z odkladu zvýšení 2T repo sazby. Toto riziko je dáno pouze tím, že SM nepředpokládá posílení koruny podle trajektorie kurzu z prognózy. Jako ekonom tomu rozumí, ale jako tvůrce měnové politiky se ptá, zda má SM opravdu pocit, když bychom na dnešním zasedání nic neudělali, že riziko zpoždění je z pohledu malé otevřené ekonomiky, kdy hodně věcí dovážíme, velké. Jinými slovy riziko, že by nám inflace příští rok utekla přes 3 %, když se dívá na prognózu, která je na úrovni 2 %.

J. Rusnok (v diskuzi o riziku zpoždění): Ptá se SM, co se podle jejího názoru stane, jaké je to zásadní riziko, pokud se rozhodnutí o zvýšení 2T repo sazby odloží o šest týdnů.

Odpoověď SM (v diskuzi o riziku zpoždění): Co se týče rizika z prodlení, tak samozřejmě riziko z prodlení u odkladu o šest týdnů je z definice malé. To platí skoro vždycky, pokud tím odkladem centrální banka nějakým způsobem v očích veřejnosti neohrožuje kredibilitu svého rámce měnové politiky, což tady v tomhle případě by nenastalo. Koneckonců část analytiků sice čeká zvýšení 2T repo sazby už dnes, ale převažující očekávání je zhruba ze dvou třetin koncentrováno až na listopad. Na druhou stranu je pravda, že za těch posledních několik týdnů od zpracování prognózy přeci jenom ty nové informace jsou takové, že se ekonomika přehřívá o něco málo rychleji, než jsme čekali. Riziko toho, že bychom s inflací byli za rok, rok a půl přes 3 %, tedy mimo toleranční pásmo, je však relativně malé. Spíš existuje riziko, že pokud budeme zaostávat za současným vývojem, pokud zaspíme, tak by inflace byla v horní polovině pásma. Naše historické zkušenosti však v tomto případě nemusí být úplně vypovídající, protože v minulosti, jakmile se ekonomika začala přehřívát a inflace měla tendenci ujíždět nahoru, tak nám ji vždycky relativně rychle zadusil posilující kurz koruny. Přitom stačilo vždycky jenom naznačit, že půjdeme se sazbami nahoru a vytvoříme kladný úrokový diferenciál, na což kurz obvykle reagoval větším posílením, než jsme si sami přáli, a inflaci zase hodně rychle udusil. K tomu udušení někdy musel kurz posílit až na 23 korun. Od toho jsme ještě dost daleko. Ted' pokud by nám kurzový kanál z důvodu překoupenosti trhu a dalších fenoménů nezafungoval, tak by pravděpodobnost přestřelení cíle mohla být větší, než jak to vnímáme historickou perspektivou. Ověřili jsme si, že překoupenost trhu s korunou funguje a máme celkem schodu i se sekci bankovních obchodů (dále pouze SBO), že bude fungovat nadále. Nemáme obavu, že kdybychom dnes úrokové sazby zvýšili, tak nám nějakým zásadním způsobem kurz ujede. Komunikačně jsme připraveni tak, že to můžeme udělat jak dnes, tak v listopadu. Možnosti jsou otevřené. Pokud bychom ta zvýšení sazeb odkládali, tak jediné co by se nám mohlo stát v situaci přehřívající se ekonomiky, navíc při expanzivním působení fiskálu, které asi bude v příštím roce větší, než zatím máme v prognóze, tak pak budeme nuceni jít o to rychleji nahoru a třeba uvažovat i o jiném kroku než o těch 25 bazických bodů na každém zasedání. Samozřejmě čistě numericky dvě zvýšení o 25 bazických bodů je to samé jako jedno zvýšení o 50 bazických bodů. Jakmile ale centrální banka opouští kroky po 25 bazických bodech, je to už vždy interpretováno trochu tak, že se děje něco divného. V minulosti jsme volili kroky i třeba o 75 bazických bodů, ale to bylo v situaci, když propukla krize po pádu banky Lehman Brothers. V té době jsme se odchytili od těch kroků o 25 bazických bodů a šli jsme klidně v krocích po 75 bazických bodech. Ale to už obvykle trh vnímá jako signál, že centrální banka bojuje s něčím hodně urgentním, že zaspala, nebo že se okolní svět skokově změnil a centrální banka to dohání. V tomhle smyslu SM měnověpoliticky spíše preferuje větší četnost změn úrokových sazeb při menší velikosti těchto změn. Citlivostní scénář implikuje dvě zvýšení úrokových sazeb do konce roku. Ukazuje nicméně na další nárůst na 1,1 % u 3M PRIBORu pro první čtvrtletí roku následujícího. Takže ten scénář implikuje jakýsi cyklus zvyšování sazeb, do kterého jsme nastoupili v srpnu. Pokud bychom ho dalšími dvěma zvýšeními sazeb prolongovali a odpovídajícím způsobem komunikovali, tak by to dalo do pohybu výnosovou křivku, která je důležitá pro clientské úrokové sazby ze všech možných produktů. Což je právě to, co chceme udělat. Chceme to dělat postupně na způsob Fedu, aby bylo evidentní, že jdeme od někud někam, což je efektivnější způsob, než většími zvýšeními sazeb zbytečně vytvářet nějaký dojem paniky, že jsme zaostali za vývojem. Opakem jsou potom výraznější snížení sazeb, která jsou ideální nebo nutná v krizovém období. Takže i když riziko z prodlení žádné velké není, tak by cyklus zvyšování sazeb mohl být plynulejší, pokud by k jejich zvýšení došlo už dnes a nikoliv až příště. Zároveň jsme nenašli úplně silné důvody pro strategii „počkáme a uvidíme“. Mimo jiné proto, že jsme nenašli důvody, proč by se nová prognóza měla

zásadně lišit od citlivostního scénáře. Takže argument čekat se zvýšením sazeb na novou prognózu není z našeho pohledu moc silný. Také druhý argument související s vyjasněním měnové politiky Evropské centrální banky (ECB) v říjnu, kde jsme si dovedli představit uplatnění strategie „počkáme a uvidíme“, nemusí být příliš silný. Politika ECB nás totiž ovlivňuje dominantně přes kurzový kanál, který však vlivem překoupenosti koruny úplně nefunguje. Z tohoto důvodu je možné, že výsledek měnového zasedání ECB, ať již bude v říjnu jakýkoli, kurz koruny příliš neovlivní. Nevnímáme tedy tuto budoucí informaci jako zásadní. Nicméně je to samozřejmě také na posouzení bankovní rady.

Odpoověď SAOFS (v diskuzi o riziku zpoždění): Ve svém stanovisku jsme uvedli, že si dovedeme představit zvýšení i o 50 bazických bodů, což vyplývá z toho, že přenos do úrokových sazeb z hypoték je pomalejší, neboť tam dochází k refixaci postupně. U spotřebních úvěrů ten vliv není tak významný, protože úrokové sazby ze spotřebitelských úvěrů jsou poměrně vysoké. Největší vliv to bude samozřejmě mít na nefinanční podniky, protože tam bývá transmise nejrychlejší. Tyto sazby jsou vázány bezprostředně na naše sazby. Nicméně v tomto segmentu objem úvěrů historicky tak výrazně nerostl a kondice podniků, jak vidíme z našich analýz, je poměrně dobrá. Znamená to, že zásadní vliv by zvýšení repo sazby o 50 bazických bodů nemělo ani na nefinanční podniky. Z těchto důvodů by nám zvýšení 2T repo sazby o 50 bazických bodů nevadilo. Nedomníváme se, že by to mělo vést k nějakým problémům se splácením úvěrů.

O. Dědek: Upozornil na současnou distorzi na finančním trhu, kde, i přes kladný úrokový diferenciál koruny vůči euru pozorujeme rezistenci koruny vůči posilování. Jako jeden z faktorů uvádí záporný implikovaný výnos odvozený z termínových kontraktů. Tento záporný výnos dosahuje hodnoty okolo 1 %, což není zanedbatelné, a pro krátkodobé investory činí korunu neatraktivní. Ptá se, jak se tento výnos počítá a zda je to modifikovaný produkt kryté úrokové parity. Dále se ptá, jestli je tento záporný výnos již zakomponován do našich tradičních argumentů překoupenosti koruny a navazuje otázkou, jakou roli zde mohou hrát poplatky, které banky účtují za nadměrná depozita (např. vklady nad 100 mil. Kč). Předkládaná situační zpráva je podle jeho názoru nová tím, že se v ní mnohem větší pozornost věnuje právě překoupenosti koruny, jinými slovy pozorované rezistenci koruny vůči posilování. Přitom v situační zprávě postrádá indikátory, které by se tuto překoupenost snažily lépe zmapovat. Jako příklad uvádí vývoj korunových depozit nerezidentů, které během posledních dvou měsíců poměrně výrazně poklesly (přibližně o 80 mld. Kč). Z toho vyvozuje, že se překoupenost koruny snižuje trochu rychleji, než jak jsme dříve očekávali. V situační zprávě je uvedeno, že došlo k poklesu držby vládních cenných papírů nerezidenty, což dělá dohromady skoro 100 mld. Kč. Ptá se, co z tohoto vývoje plyne.

T. Nidetzký (v diskuzi o překoupenosti koruny): Pokládá dotaz na SBO, který souvisí s návrhem zrušit její intervenční mandát. Kurz koruny se vyvíjí z jeho pohledu pozitivně, což vysvětlujeme její překoupeností. Na minulém měnověpolitickém zasedání bylo uvedeno září jako klíčový měsíc, kdy maturuje velký objem státních pokladničních poukázek. Žádá o komentář k tomuto vývoji. Kam se tyto peníze z maturujících cenných papírů budou investoři snažit umístit, a zda to může mít další konsekvence, což souvisí se zrušením intervenčního mandátu. Zda už pominulo riziko, že by se mohl kurz nějakým způsobem rozkolísat v důsledku maturity těchto instrumentů.

V. Tomšík (v diskuzi o překoupenosti koruny): Odkazuje se na předešlé vyjádření O. Dědka, který říká, že pokud máme kladný úrokový diferenciál, tak by měl kurz posilovat. Takto to máme v modelu dneska zakomponováno. Nicméně máme distorzi danou překoupeností trhu a neumíme to kvantifikovat. Proto si klade otázku, zda neumíme tuto distorzi upravit nějak jinak než jenom

úrokovým diferenciálem. Přichází s návrhem více se bavit o začátku zveřejňování trajektorie kurzu, čímž by se možná dala stávající distorze upravit. Navrhuje se nad tím zamyslet už v souvislosti s přípravou příští situační zprávy, resp. nové prognózy. Vidí v tom prvek transparentnosti, který by nám mohl pomoci distorzi vypustit. Zmiňuje, že v aktuálním MPD, ani v prezentaci situační zprávy o tom není ani zmínka a ptá se, jestli SM touto cestou uvažuje. Dále uvádí, že je těžké odhadnout překoupenost, SBO nám už rok říká, že to neumíme odhadnout. Na druhou stranu ale máme odborníky na platební bilanci, kteří umí velmi dobře číst portfoliové investice. S ohledem na to, že od konce kurzového závazku uběhlo již půl roku, a se znalostí korunových vkladů nerezidentů, žádá o přípravu boxu do příští situační zprávy (část III. Úkoly), který by se věnoval tomu, jak se snižuje překoupenost koruny, ne jak je velká, ale jak se snižuje. Zmiňuje odhad O. Dědka (100 mld. Kč), což zatím příliš mnoho není, ale přesto by bylo dobré mít nějakou analýzu pro odpověď napříště.

M. Mora (v diskuzi o překoupenosti koruny): Připojuje se svým dotazem k O. Dědkovi a V. Tomšíkovi. Půl roku po opuštění kurzového závazku by již podle něj stálo za to víc se zamyslet nad tím, co vlastně o kurzu víme a co víme o jeho minulém vývoji. Když se podíváte na dobu bezprostředně po opuštění kurzového závazku, tak tam kurz trochu zakolísal, malinko posílil, ale v dubnu zůstal někde na úrovni pod 27 CZK/EUR. Pak v květnu a červnu posiloval relativně rapidně a následně si dal 1. července „prázdniny“. Od té doby je na 26 CZK/EUR, tedy pořád ještě, s použitím předchozí metafory, na prázdninách. Ptá se, co stojí za tímto vývojem, a jestli jsme schopni z toho vyvodit nějaké ponaučení do budoucna, co eventuálně by mohlo nastat. Domnívá se, že by k tomu bylo docela dobré něco vypracovat a je jedno, jestli to bude formou boxu nebo nějakou jinou formou. Větší porozumění nebo více informací k této problematice by určitě stálo za to, protože kurz je klíčová veličina a klíčová nejistota.

Odpověď SM (v diskuzi o překoupenosti koruny): Čísla, která uváděl O. Dědek, jsou správná. V tomto týdnu, už po dokončení malé situační zprávy, jsme od statistiky dostali nová data, která ukazují vývoj korunových depozit nerezidentů v bankách. Za srpen skutečně došlo k poklesu o dalších 40 mld. Kč. Vývoj od exitu z kurzového závazku nebyl úplně spojitý, nejdříve tam byl určitý pokles. Pak se ale tento ukazatel prakticky vrátil na předexitové hodnoty. Až vlastně poslední dva měsíce opět pozorujeme obnovení klesajícího trendu. V souhrnu je to pokles asi o 80 mld. Kč ve srovnání s vrcholem. V absolutní hodnotě dosahují však tato depozita stále asi 680 mld. Kč, přičemž normální hodnoty před kurzovým závazkem bývaly někde mezi 200 až 300 mld. Kč. To znamená, že pokles tam je, ale zároveň ten balík peněz, který potenciálně ještě čeká na vybírání zisků, je velký. Neznáme přesně strukturu investorů a stále platí, že ty objemy nejsme schopni přesně rozklíčovat. Poznamenáváme si námět sepsat to formou krátkého boxu do velké situační zprávy. Bude to ale s omezením, že to jsou jenom nepřímé indikace rozsahu spekulativních pozic. Také podíl nerezidentů na držbě vládních dluhopisů klesl asi o dva procentní body řádově na 45 %. Samozřejmě to nemuseli být spekulanti, ale mohli to být arbitrážéři, kteří nebrali korunovou pozici. O trhu vládních dluhopisů jsme měli box již v minulé situační zprávě, kde bylo vysvětleno, jaké jsou tam korunové a nekorunové toky. V modelu je pouze jeden úrokový diferenciál daný rozdílem sazeb peněžního trhu 3M Pribor versus 3M Euribor. Tento diferenciál je kladný a s naším srpnovým opatřením se zvýšil. Samozřejmě vnímáme, že ve velké části českého finančního trhu nadále přetrvávají záporné výnosy. Vše se dá podřadit pod termín překoupenost trhu v širším slova smyslu. Překoupenost trhu se zároveň střetává s nedokonalostmi, které eliminují dokonalé fungování arbitrážních obchodů různého charakteru. Z pohledu expektační hypotézy výnosové křivky nepochybně nedává smysl, aby výnos tříletého vládního dluhopisu byl stále záporný v situaci, kdy centrální banka zvýšila úrokové sazby do kladného pásma a indikuje, že se

zvyšováním sazeb bude nadále pokračovat. V této situaci je evidentní, že na finančním trhu neprobíhá dokonalá arbitráž. To samé platí v případě implikovaných výnosů derivátů. Jeden z prvků, který brání arbitráži, jsou samozřejmě náklady na příspěvky do různých schémat na řešení krizí apod. Jako limity vystupují také regulatorní náklady na kapitál. Anekdotická evidence z finančních trhů nám zároveň ukazuje, že stále existují některé vlastní limity uvnitř finančních skupin, zejména od matek. Velký smysl nedává, aby stále 300 až 400 mld. Kč zůstávalo v depozitní facilitě za 5 bazických bodů, když je možné je přesunout do 2T repa za 25 bazických bodů. I toto určitým způsobem dokumentuje, že arbitráže neprobíhají tak dokonale, jak jsme byli zvyklí v minulosti. Co se týká diskuse o publikování trajektorie kurzu koruny, tak teď se tomu explicitně nevěnujeme, protože jde o malou situační zprávu a nová trajektorie kurzu není k dispozici. Nepochybně se tomu však budeme věnovat v měnověpolitickém doporučení při velké situační zprávě, až budeme mít k dispozici novou prognózu. Problém s rychlým posilováním kurzu koruny by tam mohl být lehce ztlumen úpravou v nápočtu efektivní eurozóny, kterou jsme tento týden diskutovali na schůzce k predikčním technikám. Vždycky je však potřeba vidět trajektorii kurzu a trajektorii úrokových sazeb dohromady a posoudit, jestli už nazrál čas k publikování trajektorie kurzu. Pokud by to mohlo být už začátkem listopadu, tak to doporučíme.

Odpověď SBO: Implikované korunové výnosy jsou dopočítané zpětně z aktuálních forwardových obchodů. Není to tak, že by forwardová cena byla konstruovaná na základě deklarovaného úrokového diferenciálu. Takto vypočtené implikované výnosy jsou záporné, protože jsme z trhu vysáli během režimu kurzového závazku velké množství eur. Pozorovali jsme i vliv regulatoriky resp. regulatorních limitů. Nerezidentská depozita v bankách a zahraniční držba cenných papírů nemusí nutně a velmi pravděpodobně nevypovídá ve většině případů o tom, jak velká je otevřená pozice na korunu. Je to prostě opět důsledek implikovaného korunového výnosu. Spousta pokladničních poukázek a krátkých cenných papírů byla kupovaná jako eurová investice zajištěná s kladným eurovým výnosem. Nebyla to cizoměnová pozice na korunu, nýbrž šlo o využití distortovaného derivátového trhu. Zdá se, že většina zmiňovaných zářijových státních pokladničních poukázek byla nakoupena v tomto režimu a nepozorovali jsme tak na rozdíl od půlky července žádnou distorzi. Minulý pátek maturovalo 60 mld. Kč poukázek. Tento pátek to bude dalších asi 40 mld. Kč. Během září tak zmaturoje skoro 190 mld. Kč, a přitom jsme žádnou distorzi nezaznamenali.

O. Dědek: Všichni jsme byli příjemně překvapeni posledním vývojem HDP, což je sezónně očištěný údaj. Ptá se, jak vysoký by byl sezónně neočištěný růst HDP vzhledem k tomu, že jsme ve druhém čtvrtletí měli o čtyři pracovní dny méně.

T. Nidetzký (v diskuzi o vyšším růstu HDP a mezd): Připojuje se k dotazu poradce ze stanoviska k situační zprávě. Zda je skutečně růst HDP ovlivněn jednorázovými vlivy, jako bylo EET, počet pracovních dní, výroba automobilu Škoda Kodiaq, apod. Jestli je efekt malé ekonomiky takový, že růst HDP je citlivý na tyto jednorázové vlivy. Dále se věnuje rychlejšímu růstu mezd, které zaznamenaly větší nárůst oproti prognóze. Ptá se SAOFS, zda je to spíše pozitivní příspěvek k makroobezřetnostní politice do budoucna, protože určité část toho nárůstu se spotřebuje při nárůstu úrokových sazeb na splátku vyšších úroků, které se v ekonomice objeví. Vnímá větší riziko v celkovém balíku již poskytnutých úvěrů, kde budou působit refixace, než u nově poskytnutých úvěrů. Vyšší růst mezd by tak měl podle jeho názoru působit v tomto smyslu pozitivně.

V. Benda (v diskuzi o vyšším růstu HDP a mezd): Očekával, že se SM v situační zprávě nějakým způsobem vyjádří k poměrně překvapivému růstu mezd. Navrhuje se na to zaměřit, čímž nemyslí

vysloveně box, ale třeba nějakou zmínkou v příští velké situační zprávě. V čem je ta zásadní odchylka, neboli v čem je ten vývoj tak odlišný.

M. Mora (v diskuzi o vyšším růstu HDP a mezd): Vnímá podobně při pohledu do tabulky na straně 4 situační zprávy některá překvapení v makroekonomických ukazatelích, která tam jsou patrná. Jednak je tam již zmiňovaný vyšší nárůst mezd, než jsme očekávali. Pro něho byl ale překvapivý spíše ten minulý vývoj, kdy považoval vývoj mezd za příliš umírněný, neodpovídající ekonomické situaci. Současný růst mezd tak považuje jako víceméně přizpůsobení ekonomické situaci. Je otázka, jestli nedocházelo k jakémusi odkládání mzdového růstu, a jestli ten současný vysoký růst nekompensuje právě předchozí nízké mzdové nárůsty. Ptá se, jestli by mělo tohle uvažování nějaký dopad na hodnocení inflačních rizik. Za druhé překvapení považuje fixní investice, což je trochu popsáno v situační zprávě. U fixních investic by očekával při takovém nárůstu, že se určitě odrazí v růstu dovozů, ty však naopak byly nižší než očekávané. To vnímá jako jistý nesoulad. V situační zprávě je to vysvětlováno větami o datové nejistotě a o tom, že za tím stojí ve velké míře vládní investice. Jeho otázka zní, zda o tom SM ví od doby zpracování situační zprávy něco více. Poté se vyjadřuje ke GRIPu. Preferoval by detailnější GRIP. V situační zprávě je pouze agregovaný GRIP, jehož vypovídací hodnotu vnímá jako menší.

Odpověď SAOFS (v diskuzi o vyšším růstu HDP a mezd): Růst mezd má určitě příznivý vliv na schopnost domácností splácet dluhy. Nicméně může tam být i, řekněme, z pohledu finanční stability negativní vliv. Domácnosti mohou mít totiž daleko lehčí přístup k úvěrům a může se zvyšovat jejich úvěrová expanze - růst jak spotřebitelských úvěrů, tak ale i hypoték. Neboli vysoký růst mezd může působit z hlediska finanční stability oběma směry.

Odpověď SM (v diskuzi o vyšším růstu HDP a mezd): Detailnější GRIP rozsekává počáteční podmínky na mzdy a jednotlivé složky HDP. Simulace v GRIPu dává lepším datům HDP téměř nulovou váhu, resp. je hodnotí v souhrnu jako zhruba neutrální. Důvodem, proč jsou počáteční podmínky mírně proinflační, resp. mírně ve směru přísnější měnové politiky, je vyšší růst mezd. Neutrální vliv vyššího růstu HDP je dán jeho strukturou, která byla s výjimkou překvapení u spotřeby domácností méně proinflační. Rychlejší růst fixních investic může zároveň naznačovat rychlejší růst produktivity, které mají protiinflační efekty. Zároveň jsme se to nesnažili v této fázi relativně mechanické simulace GRIPu nějak „lázat přes koleno“ právě s ohledem na nejistoty ohledně očištění o vlivy rozdílného počtu pracovních dní. Bez očištění by meziroční růst HDP zpomalil ze 4 % v prvním čtvrtletí na 3,4 % ve druhém čtvrtletí. Důvod je v tom, že druhé čtvrtletí mělo o čtyři pracovní dny méně než stejné čtvrtletí před rokem. Pokud tam hypoteticky přičteme, o kolik více by se bývalo vyrobilo, kdyby tam bylo ještě o čtyři dny více, tak se dostane na to číslo 4,7 % meziročně a 2,5 % mezičtvrtletně. Zde máme samozřejmě trochu pochybnost, zda to funguje zcela lineárně. Jinými slovy, zda chybějící čtyři dny lze jednoduše vyjádřit dopočtem čtyři krát jeden chybějící den. To je přitom způsob, jakým statistický úřad očišťuje data HDP. Přičítá virtuálně produkci, která nebyla vyrobená, za každý den stejně. My jsme zhruba před rokem až rokem a půl čelili tomuto problému v opačném gardu. Měli jsme zveřejněný neočekávaně nízký růst HDP ve čtvrtletí, které bylo charakteristické naopak více pracovními dny. V boxu jsme tenkrát poukazovali na to, že to může být právě efektem použitého očištění, což se pak revizemi zpětně částečně potvrdilo, mimo jiné u spotřeby domácností. Z tohoto důvodu nabádáme k opatrnosti při interpretaci pozorovaného vysokého růstu HDP ve druhém čtvrtletí. Na druhou stranu ten růst dobře zapadá do celkového obrázku robustně rostoucí ekonomiky, která se asi už mírně přehřívá a dost viditelně se přehřívá na trhu práce. V tomhle smyslu ano, ale jinak k tomu přistupujeme relativně opatrně. Navíc ještě pořád nemáme sektorové členění investic, proto říkáme, že to překvapení je zřejmě ve vládním sektoru, kde investice nejsou tolik dovozně náročné. Usuzujeme

na to z toho důvodu, že vloni se měnil zákon o veřejných zakázkách a proběhla poměrně velká vlna narychlo vypsanych a vysoutěžených zakázek. Jedná se o zakázky, které nejsou přímo spojeny s EU fondy. Je možné, že tento efekt se ve fixních investicích projevil ve větší míře, než jsme čekali, právě ve druhém čtvrtletí letošního roku. Popravdě nevíme, data budou k dispozici až příští týden v úterý. V případě malé situační zprávy je to standardní situace, že sektorové členění investic není k dispozici. Nicméně až budeme odhadovat počáteční podmínky pro novou prognózu, tak ta data k dispozici budou. Pokud jde o jednorázové faktory a jejich vliv na růst HDP, tak pokud tyto jednorázové vlivy mají třeba poloviční příspěvek k vykázanému mezičtvrtletnímu růstu, tak je klidně možné, že příští mezičtvrtletní číslo bude nula nebo i nějaký malý pokles. Z růstu ve druhém čtvrtletí nelze dovozovat, že míříme někam k 6% celoročnímu tempu růstu ekonomiky. Pravděpodobně asi míříme k celoročnímu růstu, které může být přes 4%. Na krátkodobé prognóze budeme určitě to překvapení ze druhého čtvrtletí zčásti kompenzovat, pokud nás nová data nepřekvapí nějak zásadně. Předstihové indikátory na třetí čtvrtletí jsou slušné, ale není tam nic, co by naznačovalo, že se z nás stal skokově tygr, který poroste o 5 až 6%. Ohledně dotazů k vysokému růstu mezd ve druhém čtvrtletí, budeme to samozřejmě podrobně analyzovat v rámci počátečních podmínek nové prognózy. Ale domníváme se, že teď ta hlavní zpráva je, že růst mezd je hodně plošný, a tudíž nečekáme nějakou jeho korekci. Nevidíme tam moc důvod, že by to bylo dáno vyloženě nějakým jednorázovým faktorem. Už při sestavování prognózy jsme viděli, že akceleroval růst mezd v průmyslu, kde to mohlo být dáno věcmi typu pololetních bonusů v automobilovém sektoru. Co nás ale překvapilo, bylo, že se k tomu stejným nebo větším tempem přidal i sektor služeb, kde je těžké o nějakých jednorázových efektech spekulovat. O ničem takovém nevíme. Jednotlivá odvětví jsou momentálně rozprostřená v tempu růstu mezd od 5% nahoru až někam k 13 nebo 14% s tím, že někde kolem 7,5% až 8% je medián. Takže i v kontextu nízké nezaměstnanosti a probíhajících prvních kol kolektivních vyjednávání předpokládáme, že rychlý růst mezd bude pokračovat, vč. růstu mezd ve vládním sektoru.

J. Rusnok: Upozorňuje, že při interpretaci tempa růstu mezd ve službách je nutné si dát pozor na jednorázové efekty EET a minimální mzdy. Růst mezd není v těchto případech generován přirozenou situací na trhu práce, ale administrativně. Zmiňuje 25% růst mezd v pohostinství.

Odpověď SM: V pohostinství jsme viděli rychlý růst mezd od začátku roku, ale teď se přidal i zbytek sektoru služeb, který je podstatně širší. Anekdotická evidence ukazuje, že velké řetězce najednou skokově přidávali 15 až 20% svým zaměstnancům. Zdá se, jak upozornil M. Mora, že se mzdy nyní úrovnově narovnávají. Dlouho jsme totiž byli překvapováni v protisměru. Simulaci v malé situační zprávě je nutno vnímat víceméně mechanicky, kdy vyšší růst mezd interpretujeme trochu jako šok. Plnohodnotně to bude zapracováno, včetně vývoje produktivit, v nové prognóze.

M. Hampl: Zajímá ho, jaké je očekávání SM ohledně vývoje rozpětí mezi 3M Priborem a 2T repo sazbou. Zejména co by se mohlo dít s tímto rozpětím, kdybychom nyní zvýšili úrokové sazby. Připomněl, že toto rozpětí se po srpnovém zvýšení sazeb snížilo. Sice ne výrazně, ale snížilo.

M. Mora (v diskuzi o rozpětí mezi 3M Priborem a 2T repo sazbou): Také se ptá na zúžení rozpětí mezi 3M Priborem a 2T repo sazbou. Konkrétně jestli je to jenom dočasná věc nebo zásadnější strukturální změna.

Odpověď SM (v diskuzi o rozpětí mezi 3M Priborem a 2T repo sazbou): K tomu je pouze možné zrekapitulovat historickou zkušenost s minulým zvýšením 2T repo sazby, kdy rozpětí pokleslo z 0,25 procentních bodů na 0,21 procentních bodů, tzn. o 0,04 procentního bodu. Přitom historický průměr tohoto rozpětí v době před krizí byl 0,1 až 0,2 procentního bodu podle toho, v jaké fázi

cyklu změn úrokových sazeb jsme se nacházeli, protože v tom samozřejmě hrála roli také očekávání. Pokud toto rozpětí dál poklesne v tomto setinovém rozsahu, tak to neznamena ohrožení úrokové transmise. Prostě se pouze budeme shora přibližovat k normálu, který byl někde mezi 0,1 a 0,2 procentního bodu. Lze očekávat, že se rozpětí dále sníží, ale pouze k hladinám, které jsme pozorovali dlouhodobě. V prognóze máme nicméně předpoklad stabilního rozpětí.

Odpověď SBO: Zmiňuje setrvačnost, kterou jsme zažili při snižování sazeb. Rozpětí mezi 3M Priborem a 2T repo sazbou se přitom začalo zvětšovat a narovnávalo se následně až s časem.

M. Hampl: Odkazuje se na dotaz svého poradce ze stanoviska k situační zprávě. V modelu pracujeme s vpředhledíci plně racionálními agenty, kteří okamžitě přizpůsobují své chování všem dostupným informacím. To by mělo platit tím pádem i pro všechna očekávání, která se týkají politiky ECB. V textu situační zprávy se přitom pořád pracuje s tím, že očekávané a už oznámené změny v politice ECB ovlivňují trajektorii kurzu. Přitom v logice dokonale racionálních vpředhledících agentů by to mělo platit jenom v okamžiku, kdy se oznamuje nějaká změna. SM přitom uvádí, a je to i v MPD, že kurz ovlivňuje to, co už je známé ohledně budoucích záměrů ECB.

Odpověď SM: V kurzové rovnici plnou vpředhledícnost nemáme. Je tam pouze jakýsi postupný náběh s tím, že v delším horizontu má ta informace menší a menší váhu. Domníváme se, že v realitě se agenti prostě nedívají tak daleko dopředu. Takže v kratším horizontu je to více očekávané a v tom delším horizontu tam už hrají roli více a více překvapení. Navíc to empiricky mnohem více sedí na prognóze. Zároveň máme v kurzové rovnici část agentů, kteří extrapolují minulý vývoj. Částečně tak kurz vychází z minulého vývoje kurzu, což opět mnohem lépe funguje na prognóze. V naší upravené UIP má vpředhledícnost 60% váhu.

V. Benda: Vnímá, že jedním z argumentů pro návrh SM na zvýšení úrokových sazeb je vývoj kurzu. Ptá se, kde by SM hypoteticky viděla kurz koruny vůči euru, aby to vedlo k doporučení nezvyšovat úrokové sazby do konce tohoto roku.

Odpověď SM: Na aktuálně končícím čtvrtletí jsme měli předpoklad 26 CZK/EUR, což se zhruba naplnilo. V následujících čtvrtletích máme relativně rychlé posílení přibližně na 25,2 CZK/EUR. Při tomto posilování prognóza implikuje, že zhruba do poloviny příštího roku bychom mohli zůstat se sazbami stabilní. Situace je však taková, že nepředpokládáme s ohledem na překoupenost trhu, že by k takto rychlému posilování koruny došlo. V nové prognóze toto posilování budeme určitě odkládat více do budoucna. Dobře jsme si ověřili, že citlivostní scénář, kterému jsme už minule relativně silně věřili, není jenom hypotéza, ale že to opravdu funguje v praxi. Po srpnovém zvýšení sazeb se kurz dostal na silnější úroveň pouze v řádu desítek minut, a pak se zase vrátil na předchozí hodnotu. Teď jsme si dokonce vyzkoušeli, že komunikování o budoucím zvyšování sazeb kurz také nikam zatím neposílá, protože pravděpodobně každé drobné posílení je příležitost k vybírání zisků. Z tohoto pohledu se víra SM v citlivostní scénář proti minule utužila. Momentálně si nedovedeme představit, že by kurz rychle ujel až na hodnoty, které jsou v základním scénáři prognózy.

V. Benda: V prognóze trajektorii kurzu, která míří k 25 CZK/EUR ke konci tohoto roku a 24,5 CZK/EUR v roce 2018, odpovídá poměrně agresivní zvyšování úrokových sazeb na horizontu měnověpolitické transmise, až na 2,5 %. Ptá se, kam by se musela posunout trajektorie devizového kurzu na horizontu prognózy, aby to implikovalo nezvyšování úrokových sazeb. Neboli jak citlivá je trajektorie úrokových sazeb na vývoj kurzu.

Odpověď SM: Aktualizaci citlivostních hranic jsme po rozhodnutí v srpnu už nedělali. Kurz je pořád stabilní i přes poslední komunikaci bankovní rady. Přijde nám, že jsme tak daleko vzdáleni

exitu, že tyhle otázky už si v zásadě není třeba klást, i když takovou simulaci můžeme kdykoli zopakovat. Navrhujeme dokonce zrušit intervenční mandát SBO. Je to spíše o tom, jaký prostor máme vůči základnímu scénáři. A tento prostor je dostatečný pro nejbližší čtvrtletí, protože na 25,2 CZK/EUR to prostě zatím nevypadá a nevypadá to ani na 24,9 CZK/EUR v prvním čtvrtletí příštího roku. Druhý zdroj našeho doporučení je, že v bilanci GRIPu nedáváme všem bodům úplně stejnou váhu. Více akcentujeme body z domácí ekonomiky, tzn. počáteční podmínky a v rámci nich zejména mzdy. Kdežto body v levém dolním kvadrantu vidíme trošku více zamlžené kvůli tomu, že jejich přenos k nám musí jít přes kurzový kanál, který momentálně nefunguje. Když se tyto body diskontují, tak už bilance rizik z GRIPu vychází více proinflačně. Když se k tomu přičte ten výše zmiňovaný prostor pro posílení kurzu, tak je trajektorie růstu sazeb najednou mnohem spjitější.

M. Mora: Ptá se, zda prudké posílení koruny vůči dolaru v dlouhodobějším horizontu nemá spíše proinflační efekt. Svou domněnku opírá o skutečnost, že nejsme příliš silnými dolarovými vývozci a tím, že jsou zasaženy zejména dovozní ceny, tak jestli to nevytváří nějaký důchodový efekt.

Odpověď SM: Přímý vliv je jasný. Posílení koruny vůči dolaru nám tlumí dovozní ceny ropy a téměř kompenzuje nárůst dolarových cen ropy na světovém trhu. Takže to je protiinflační vliv přes přímý kurzový kanál. Pak tam samozřejmě moc není ten poptávkový kanál, že by nám to přímo zhoršovalo konkurenci našich vývozců, ale úplně nulový vliv to nemá, protože jsme subdodavatel exportně orientovaných firem v Německu, ve Francii, které exportují i do dolarových oblastí, takže nepřímě to na nás efekty mít může. Zároveň to na nás může mít efekt přes politiku ECB, která nepochybně poměrně citlivě vnímala, když se kurz přiblížil k hranici 1,2 USD/EUR. Uvolněnější měnová politika ECB by pak ceteris paribus tlačila i na naši uvolněnější měnovou politiku, pokud ovšem bude fungovat kurzový kanál přenosu.

V. Benda: Vidí tam ještě efekt konkurenceschopnosti českých firem v rámci eurozóny, kde si konkurují s asijskými výrobci, jejichž měny jsou více svázány s dolarem. To znamená, že oslabování dolaru vede k snížení cenové konkurenceschopnosti středoevropských exportérů, včetně českých. Je to efekt, který se těžko podchycuje, ale je třeba ho brát také v potaz.

J. Rusnok: Ptá se, proč Německo ve srovnání s některými jinými zeměmi eurozóny neroste relativně rychleji.

Odpověď SM: Poslední data ukazují, že růst Německa se zvyšuje. Ve druhém čtvrtletí byl jeho růst přehodnocen nahoru. Zaznamenalo také vyšší růst mezd ve druhém čtvrtletí a důvěra spotřebitelů roste. Průmysl si vede dobře, vytváří se rozpočtové přebytky. Jiná otázka je, zda už Německo nedosáhlo svého potenciálu, který je kolem 2 %. Už asi není tou ekonomickou lokomotivou eurozóny, jakou bývalo. Uvidíme také, co udělá silnější euro, protože to exportní ekonomiku musí alespoň účetně postihnout. Na druhou stranu jsme měli asi před dvěma roky box, který ukazoval, že cenová elasticita německého vývozu je proti průměru eurozóny menší. Je to dáno jeho silným zastoupením v high tech strojírenství.

M. Mora: Ptá se na důvod zařazení cen stravování do regulovaných cen. Odkazuje se přitom na stranu 13 situační správy.

Odpověď SM: Jde o školní jídelny a podobný typ stravování, které je v regulovaných cenách.

O. Dědek: Má dotaz k textu situační zprávy, kde je současná pozice Beveridgeovy křivky přirovnávána k situaci z poloviny roku 2008. Tedy k období těsně před vypuknutím světové finanční krize. Ptá se, co se tím chce říci.

Odpověď SM: Polovina roku 2008 bylo období ještě před pádem Lehman Brothers. Byla to situace, kdy naše ekonomika byla historicky nejvíc přehřátá. Už jevila známky zpomalování, ale ještě nečelila tomu velkému šoku globální krize. Ten přišel až po prázdninách. My jsme už tehdy sice začali snižovat sazby v očekávání, že vývoj bude méně optimistický a zároveň v tomto období rychle posiloval kurz. Tehdy se koruna dostala na 23 CZK/EUR, ale z hlediska trhu práce to byl vlastně nejpřehřátější moment cyklu. Krize přišla z venku a neměla s domácím trhem práce nic společného. Doted' jsme říkali, že se trh práce podobá roku 2008 s výjimkou růstu mezd a teď se i ten růst mezd dostal přesně na tempa, kde byl v roce 2008. Tehdy to bylo nějakých 7% nebo 8 % meziročně.

T. Nidetzký: Děkuje za podklady k dnešnímu rozhodování. Chválí také novou podobu situační zprávy, která se nyní čte mnohem lépe.

V. Tomšík: Přidává se k poděkování za novou podobu situační zprávy. Věty s hlavním sdělením na začátku každého odstavce přispívají k lepší čtivosti. Tak, jak je to ve velké situační zprávě, se mu to teď líbí i v malé situační zprávě.

V. Benda: Také chválí novou podobu „malé“ situační zprávy, která se výborně čte. Jde o velký pokrok a výrazné zvýšení uživatelského komfortu. Zároveň děkuje odcházejícímu řediteli odboru makroekonomických prognóz, Tiborovi Hlédikovi, za jeho práci pro centrální banku.

M. Mora: Také děkuje odcházejícímu řediteli za spolupráci, byť jen krátkou. Dále sděluje, že si situační zprávu přečetl s velkým zájmem. Domnívá se, že je velmi dobře napsaná a že hlavní sdělení na začátku odstavců velmi dobře pomáhají. Jediná věc, která se mu četla a stále čte relativně složitě, je kapitola o platební bilanci.

J. Rusnok: Také děkuje odcházejícímu řediteli za jeho práci pro centrální banku a přeje mu stejně úspěšnou dráhu v nové pozici. Dále děkuje za novou podobu situační zprávy, která se podle jeho názoru povedla.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

J. Rusnok: Zahajuje jednání a vyzývá k vyjádření ostatní členy bankovní rady.

O. Dědek: Návrh měnověpolitického rozhodnutí má logiku ve smyslu konfrontace aktuální situace s poslední prognózou. Je celá řada momentů, které podporují návrh rozhodnutí: optimismus na vzestupu v eurozóně, urychlení růstu HDP, napětí na trhu práce a dopad do růstu mezd, hledisko finanční stability, nepolevující bublina na realitním trhu, kurz tvrdohlavě se bránící posílení, silnější vnímání více proinflačních domácích vlivů než protiinflačních zahraničních faktorů. Rozumí tomuto vyhodnocení. Podstatný je pro něj fenomén „zašpuntování“ kurzové složky transmisního mechanismu. Navzdory pozitivním zprávám z ekonomiky i rétorice členů bankovní rady kurz nejeví známky posilování. Klade si zásadní otázku, jak na to reagovat. Připomíná mu to paralelu s kurzovým závazkem. Úrokové sazby tehdy klesly na technickou nulu, centrální banka potřebovala uvolňovat měnovou politiku, tak to břemeno naložila na kurzovou složku i za cenu vychýlení kurzu z aktuální rovnováhy. Je možné se bavit, jestli to vyvolalo určité nerovnováhy

nebo ne. Teď jsme v podobné situaci: máme „zašpuntovaný“ kurzový kanál, měnová politika potřebuje zpříšňovat a tudíž to břemeno se přesouvá více na úrokovou složku. Vystává však otázka, jestli to zase nebude vybočení z úrovně, která by mohla vyvolat případné problémy. Tím možným problémem je velikost úrokového diferenciálu vůči eurozóně. Ten v současnosti dosahuje cca 0,8 procentního bodu. Pokud sazby dnes zvýšíme, tak se dostaneme někam už k jednomu procentnímu bodu, a když půjdeme ještě dále při projednávání příští prognózy, tak bude diferenciál někde u 1,5 procentního bodu. V situaci „zašpuntovaného“ kurzového kanálu to vadit nemusí, ale otázka je, jaká bude reakce, až se ten špunt uvolní. Překoupenost na trhu s korunou se snižuje možná rychleji, než jsme původně čekali. Pokud je to skutečně o zmiňovaných 100 mld. Kč v posledním období, pak při celkové spekulární pozici okolo jednoho biliónu korun by se při uvedeném tempu tento problém mohl za rok výrazně zmírnit. Základní otázkou tedy je, jak naložit s kurzovou nejistotou. Je správné sledovat čistě mechanicky logiku měnových podmínek, tj. nefunguje kurz, takže musí nastoupit úroková složka i za cenu případných problémů? V rámci této nejistoty by spíše volil obezřetnější přístup při zvyšování úrokových sazeb. Na příštím zasedání budeme mít lepší představu ohledně záměru ECB, i když asi nelze tyto informace příliš přeceňovat. A také budeme mít k dispozici novou prognózu, což vytváří komfortnější prostředí pro rozhodnutí o dalším zvýšení sazeb. Uvádí, že jsme v srpnu udělali první důležitý krok a pro další rozhodnutí upřednostňuje vyčkat až na novou prognózu. K případnému zveřejňování trajektorie kurzu si klade otázku, jestli by k „odšpuntování“ kurzového vývoje nenapomohla tzv. forward guidance ohledně kurzu. Tedy že centrální banka dá najevo, kde by kurz koruny chtěla vidět v zájmu naplnění prognózy inflace. Kloní se k tomu nepodpořit návrh měnového rozhodnutí a chce počkat na novou prognózu.

T. Nidetzký: Po přečtení všech podkladů působí nová data neutrálně. Inflace je lehce pod prognózou, příznivější je vývoj v oblasti HDP a mezd, což je dáno vlivem vyšší zaměstnanosti a efektem malé ekonomiky a jednotlivých jednorázových efektů, které ovlivňují růst domácího HDP. Vývoj mezd nepředstavuje zásadní proinflační riziko, neboť ho vnímá jako dohánění minulého utlumeného vývoje a z hlediska souladu mezi měnovou politikou a makroobezřetnostní politikou to vnímá jako významný příspěvek k makroobezřetnostní politice do budoucna. Nejistotou, jak už bylo zmíněno, a určitým překvapením je vývoj kurzu koruny a její „neochota“ prolomit hranici 26 CZK/EUR. Na druhou stranu nás to zásadně neohrožuje a z hlediska rozhodování nám to naopak vytváří komfortní prostředí pro zvyšování úrokových sazeb. Otázkou nicméně je, jak dlouho nám tato kurzová stabilita vydrží, jestli nedojde k rychlejšímu posilování koruny, čemuž zatím nic nenavědčuje. Ekonomické prostředí vytváří podmínky pro zvyšování úrokových sazeb, otázkou zůstává, jakou strategii zvolit při jejich zvyšování. Do konce letošního roku vidí prostor pro nárůst repo sazby minimálně na 0,75 %. Otázkou je, jakým způsobem se na tuto výši dostaneme. Táže se SM, jakou cílovou hodnotu u úrokových sazeb předpokládá. Řekli jsme, že zvyšování úrokových sazeb by mělo pokračovat i v následujícím roce, tak by bylo dobré vědět, kam až směřujeme. To bude mít vliv na rozhodování, jakou kadenci jednotlivých kroků zvolíme. Osobně je pro méně časté úpravy sazeb, ale na druhou stranu nemá obavy z opuštění standardního kroku zvýšení sazeb o 25 bazických bodů, protože situace v ekonomice je dostatečně dobrá, aby unesla i jednorázové zvýšení sazeb o 0,5 procentního bodu.

V. Tomšík: Debata není, jestli zvýšit nebo nezvýšit sazby, na stole je skutečně zvýšení. Otázka zní, kdy to udělat. Při zvýšení sazeb před šesti týdny panovala jednoznačná shoda, že je na místě začít zvyšovat a shodli jsme se také, že je třeba sazby zvyšovat okamžitě. Domnívá se, že to bylo správné rozhodnutí a dnešní data ukazují, že jsme v rostoucí fázi hospodářského cyklu. Dostáváme

se do standardního módu, kdy hodnotíme aktuální rizika publikované prognózy. Problém je, že pokud se budeme chovat podle pravidel, tak odpočet (viděno GRIPem) ukazuje, že bilance rizik je téměř neutrální, jinými slovy bychom neměli dělat nic. Vlivem toho, že zatím nezveřejňujeme předpoklad kurzu, jsme se ocitli ve svých kleštích. Kdyby byl předpoklad kurzu zveřejněný, tak trh pochopí, proč je dnes na stole zvýšení sazeb. Pokud by dnes hlasoval pro zvýšení, tak to pro něj nebude snadné komunikovat, protože nemá k dispozici druhou složku měnových podmínek, kterou jsme nezveřejnili. Další otázkou je, jak by trh vnímal to, že jsme před pěti měsíci doručovali poměrně hodně uvolněnou měnovou politiku s tím, že ekonomika potřebuje natlakovat, před šesti týdny potom jako první v rámci EU zvýšíme sazby, zároveň ale nezveřejníme všechny předpoklady a najednou opět doručujeme další zvyšování. Z pohledu ekonoma by tomu rozuměl, ale z pohledu širšího a z pohledu tvůrce měnové politiky k tomu má velký otazník. Zřejmě nehrozí riziko, že bychom v případě naší malé otevřené ekonomiky neplnili svůj mandát cenové stability vlivem prodlení se zvýšením sazeb. I když Phillipsova křivka u nás platí asi nejvíce z celé EU, tak to ještě neznamená, že platí tak dobře jako před krizí. S rostoucím počtem obchodovaného zboží, nákupů přes internet a s rostoucím využitím moderních technologií je cenová elasticita vyšší, a proto nemá obavy, že by v takto malé otevřené ekonomice hrozilo neplnění cenové stability v následujícím roce až roce a půl. Prognóza to tak i ukazuje a její rizika jsou naprosto neutrální. Další věci jsou mzdy a jejich historicky vysoký růst, ve kterém vidí nejenom rizika, ale i šanci pro ekonomiku. Pokud bude růst mezd takto vysoký, tak se podnikatelé začnou více a více zamýšlet, jestli nezačnou nahrazovat práci kapitálem. Jinými slovy jestli nezačnou více investovat do moderních technologií a přepínat na kapitál. To znamená zvýšení konkurenceschopnosti a zvýšení potenciálu, a to je jediné dobře. Dále se zmiňuje o překvapení ze strany růstu HDP, které je však dané zejména fixními investicemi, které pozitivně ovlivní potenciál ekonomiky, takže to nemusí být proinflační faktor. Nevidí zde proto riziko z hlediska plnění mandátu cenové stability. Z pohledu finanční stability je zřejmé, že by byla raději, pokud by měla vyšší úroveň reálných i nominálních úrokových sazeb. V nejbližší době určitě půjdeme s tímto v souladu. Z hlediska finanční stability je jedno, jestli zvýšíme sazby o šest týdnů dříve nebo později. Pro finanční stabilitu je důležité mít jiné nástroje a ty ona používá. Dnes by proto nechtěl argumentovat ve prospěch zvýšení sazeb kvůli finanční stabilitě. Standardní procedura je jednat o návrhu SM, ale domnívá se, že je na místě podat také protinávrh. Domnívá se, že po šesti týdnech nemá jak veřejnosti vysvětlit, že přichází opět se zvýšením úrokových sazeb, když ještě před pěti měsíci byla měnová politika poměrně hodně uvolněná přes kurzový závazek. Chce předejít dohadům, proč najednou jdeme se sazbami tak rychle nahoru, když nejsou ještě zveřejněné všechny předpoklady. Žádá SM, aby do příště připravila situační zprávu tak, aby se bankovní rada případně mohla rozhodnout pro zveřejnění trajektorie kurzu koruny. Pomohlo by to zvýšit sazby, odkomunikovat kurzovou trajektorii a vrátit se do standardního režimu. Navíc budeme příště více vědět také o druhém významném faktoru, a tím jsou další kroky ECB.

M. Hampl: Zmiňuje, že na minulých zasedáních si kladl otázky, proč nepozorujeme vyšší růst HDP, proč nefunguje tak dobře Phillipsova křivka a proč nefungují arbitrážní obchody standardně tak, jak fungovaly dříve. Za posledních pár měsíců je podle něj ekonomický obrázek srozumitelnější a konzistentnější. Za prvé, minulá data o HDP se posunula nahoru v souladu s intuicí, aktuální čísla jsou vyšší oproti prognóze. Možná už je dnes otevřená kladná produkční mezera více, než si myslíme. Za druhé, Phillipsova křivka se zdá, že u nás funguje relativně dobře oproti jiným ekonomikám. Jinými slovy očekávané vazby fungují očekávaně. Za třetí, standardní arbitrážní obchody, ať již nepokrytá nebo pokrytá úroková parita, zřejmě nějakou dobu fungovat nebudou. Nejde přitom jen o samotnou překoupenost trhu s korunou a velikost nakoupených

devizových rezerv. Je tam řada dalších omezení. Kapitálové požadavky, dokonce i na expozice vůči centrální bance, vnitroskupinové i meziskupinové limity, pravidla risk managementu, to vše vytváří celosvětově nefunkčnost některých arbitrážních obchodů, u nás možná ještě zesílenou způsobem provádění měnové politiky. To jinými slovy vytváří relativně komfortní situaci ve druhé noze měnových podmínek, tj. v úrokových sazbách, aby dělala to, co nedělá kurz a co jsme předpokládali, že kurz bude dělat. Připadá mi, že máme komfortnější situaci než v řadě jiných ekonomik – čitelnější, srozumitelnější a konzistentnější. V zásadě vše zafungovalo ještě lépe, než se možná na začátku zdálo. V současnosti jsme v přeneseném významu v situaci balónu plného vody s malým odtokem. Kurz tak v současnosti nereaguje na změny v úrokových sazbách a je tím pádem pro nás méně relevantní také měnová politika ECB. Proto nám zůstává větší stupeň volnosti v oblasti úrokových sazeb. Abychom dosahovali svých cílů, musíme nástroji hýbat oběma směry, někdy dokonce i razantněji. Výrazem stability není, že se nástroje nemění. Výrazem stability je, že dosahujeme cílů tak, jak bychom měli. Při exitu z kurzového závazku jsme zvolili trochu jinou strategii, než preferoval on. Řekli jsme si, že po ukončení závazku si dáme oddech, a potom možná přijde určité zpříšňování. Osobně si myslel, že lze kurzový závazek skončit později, a poté začít s razantnějším zpříšňováním. Nicméně byla zvolena určitá strategie, která říká, že bychom v postupném utahování měnové politiky měli v zásadě pokračovat, že bychom se tedy měli posunovat po 25 bazických bodech zpátky k rovnováze. To, co říká situační zpráva, a co implikuje prognóza, není vybočování z rovnováhy, ale naopak je to pořád návrat k rovnováze. Reálnou rovnovážnou úrokovou sazbu máme v modelu nastavenou na 1 %. Jinými slovy, při kredibilitě inflačního cíle je nominální rovnovážná úroková sazba 3 %. Jsme tedy zatím hodně daleko od rovnováhy tak, jak ji modelově definujeme. Spíše se bavíme o tom, jestli se máme v této fázi cyklu v jednotlivých krocích blížit k rovnováze rychleji nebo pomaleji. O tom proč sazby dnes zvýšit ho přesvědčuje i to, že SM hlasovala o měnověpolitickém doporučení jednomyslně, což ho překvapilo. Domnívá se, že je právě teď ten okamžik, kdy se má jeden z kroků ke zvýšení sazeb udělat. Koneckonců i v budoucnu nás další takové kroky čekají, pokud nepříjde nějaký obrovský šok. Dále se věnuje otázce zveřejnění trajektorie kurzu. Vždycky byl pro, abychom byli maximálně transparentní. V oblasti zveřejňování trajektorie kurzu jsme byli nejtransparentnější na celém světě, nikdo jiný nezveřejňoval očekávanou trajektorii vývoje nominálního kurzu vůči jedné konkrétní měně. Při mimořádné situaci na trhu to však má i jistá rizika. Riziko vidí v tom, že se můžeme dostat do situace, kdy se naše očekávání mohou systematicky, dlouhodobě odchylovat od toho, co se na trhu děje. To může být dobrým argumentem, proč používat druhou nohu měnových podmínek. Druhá stránka je ale, že budeme konzistentně napadáni za to, že máme zcela nerealistické prognózy. Proto je také rád, že se budeme dlouhodobě bavit o tom, jak prognózujeme kurz v modelu.

V. Benda: Od začátku roku jsme překvapováni spíše na proinflační straně. Když jsme se rozhodovali o exitu, měli jsme ještě poměrně velkou dávku nejistoty, zda překvapení na proinflační straně – z hlediska růstu cen, oživení ekonomiky, návratu cen komodit k růstu, vývoje zahraničního PPI – jsou dočasná nebo trvalejšího rázu. Rozhodnutí o exitu bylo z velké části skokem do tmy. Postupem času se ukazuje, že rozhodnutí o exitu bylo správné a dobře načasované. Potvrzuje se, že je prostor pro další zpříšňování měnové politiky. Je přesvědčen, že v následujících měsících kumulace proinflačních rizik a faktorů bude pokračovat. Připomíná, že překvapení v růstu HDP ve druhém čtvrtletí nebylo pouze v investicích, ale bylo také ve spotřebě domácností. Investice nemají tak velkou váhu v HDP jako spotřeba domácností. Navíc investice, které jsou dovozně náročné, nemají takový vliv na cenový vývoj a na vývoj ekonomiky jako spotřeba domácností. K argumentu o pozitivním působení vysokého růstu mezd na proces nahrazování práce kapitálem uvádí, že se

centrální banka hodně bránila kritice, že oslabení kurzu podporuje lenivé exportéry. Říkala, že to tak není, že jde o nástroj měnové politiky, který dopadá plošně na celou ekonomiku. Byl by proto opatrný s používáním tohoto argumentu, který nepovažuje za kompatibilní s inflačním cílením. Měnověpolitické doporučení podporuje. Hlavním argumentem je zhodnocení současného ekonomického vývoje, především odečet od poslední prognózy, kdy máme rychlejší růst HDP a spotřeby, viditelně rychlejší růst mezd a zahraničí se vyvíjí příznivě. Na současnou situaci se dívá optikou „Tůmova pravidla“, tedy zásady: „Pokud mám dojem, že bych měl něco udělat, tak bych měl mít velmi silný argument, proč to odkládám.“ Nevidí přitom důvod pro odklad zvýšení úrokových sazeb. Očekává, že příští prognóza bude obsahovat silnější inflační tlaky a více proinflační kurz, protože nebude posilovat, tudíž potřebujeme přísnější měnovou politiku přes úrokové sazby. Šest týdnů do příštího zasedání nemá silný význam v transmisním mechanismu, ale není argumentem pro odložení zvýšení sazeb. Je přesvědčen, že potřebujeme navýšit úrokové sazby na nějakou dlouhodobě udržitelnou úroveň. Zamlouvá se mu prognóza na hodnotě 2,5 %. Otázkou je, kolik na to máme času. Momentálně jsme ve výhodné, rostoucí fázi hospodářského cyklu, kdy ekonomika, veřejnost i trhy jsou schopny snáze vstřebat růst úrokových sazeb. Až příští rok zpomalí růst HDP třeba na 2,5 %, bude obhajoba růstu úrokových sazeb horší. Může se stát, že přijde nějaký externí šok, který způsobí, že budeme potřebovat uvolnění měnové politiky. Přitom budeme pouze v polovině cyklu zvyšování sazeb a nebudeme mít dostatečný polštář k případné reakci a tlumení negativního cyklického vývoje. Z tohoto důvodu podporuje doporučení sekce měnové zvýšit úrokové sazby již na tomto zasedání. Do konce letošního roku se ještě o sazbách bude dvakrát hlasovat. Pokud zvýšení sazeb odložíme, může se stát, že budeme muset přikročit ke zvýšení sazeb o 50 bazických bodů. V hlediska vstřebatelnosti pro ekonomiku je to horší než postupný a plynulý nárůst po 25 bazických bodech.

M. Mora: Celkový obrázek je jasný, lišíme se pouze v tom, jestli sazby zvýšíme dnes nebo až na příštím zasedání. Bavíme se přitom o zvýšení na 2T repo sazby z 0,25 % na 0,5 %. Z protiinflačních tlaků považuje za největší míru nejistoty neustálenost v doméně globální politiky, kde vidí celou řadu rizik, která kdyby se naplnila, tak by velmi silně mohla posunout jak investiční, tak spotřebitelský sentiment a dopadnout na reálný ekonomický vývoj. Ale jsou to hypotézy, zatím nic takového nevidíme. Vidíme však jisté náznaky, viz například i poslední politický vývoj v Německu. Dále vidíme slabší cenový vývoj v eurozóně, jak u spotřebitelských cen, tak u cen průmyslových výrobců. Politika ECB na tohle všechno reaguje, stejně tak jako na posilující kurz eura vůči dolaru. Je ale otázka, jak už bylo SM zmíněno v otevřené části jednání, do jaké míry nás politika ECB musí zajímat ve chvíli, kdy kurzový kanál je lehce „zabetonovaný“ a zároveň arbitrážní obchody úplně nefungují. Navíc silné euro více dopadne na ekonomiky, které mají menší váhu v efektivní eurozóně. Předpokládá, že Německo a jádro eurozóny se s tím vypořádají daleko lépe, tím pádem míra protiinflačního působení nebude tak silná. Proinflačně působí jednoznačně domácí mzdový vývoj a růst HDP, resp. jeho složka spotřeby, protože jeho investiční část by mohla působit naopak protiinflačně. Z domácích faktorů jako proinflační faktor vnímá ještě fiskální politiku byť jen částečně. Ze zahraničních faktorů pak proinflačně působí větší než předpokládaný růst u našich hlavních hospodářských partnerů. Pokud si tyto faktory dá dohromady, tak protiinflační faktory jsou hypotetické, zatímco proinflační jsou daleko konkrétnější. V prezentaci situační zprávy jsou tyto faktory nazvány hmatatelné, s čímž souhlasí. Lze k tomu ještě připojit úvahy ze stanoviska poradce k situační zprávě o tom, jak měříme HDP a inflaci, zda se naše ekonomika nepřehřívá ještě daleko více, než to sledujeme na datech. Když připojíme též úvahy z oblasti finanční stability a úvahy o rozpětí mezi 3M Priborem a 2T repo sazbou, které se pravděpodobně bude dále snižovat a my přitom potřebujeme hýbnout Priborem, tak ze zvýšení

repo sazby o 25 bazických bodů obavy nemá. Za hlavní nejistotu považuje kurz koruny. První otázkou je, zda kurzová stabilita v letních měsících je vodítkem i do budoucna. Nebo proč by se nemohl opakovat scénář z května a června, kdy kurz posiloval? Na druhé straně by kurz mohl při zvýšení sazeb ještě více „zatuhnout“. Neboli kurzový kanál nefunguje, přitom je to zásadní cena v malé otevřené ekonomice, a nepřejeme si, aby tomu tak bylo napořád. Je otázkou, do jaké míry by nám zatuhlost trhu s korunou měla bránit ve zvyšování sazeb v situaci, kdy cíluje inflaci. Na to by chtěl ještě slyšet názor SBO nebo SM.

J. Rusnok: Rozhodujeme skutečně pouze o jemném ladění, a to zejména z hlediska časování. Není mezi námi žádný koncepční spor v tom, že situace nazrává k tomu, abychom pokračovali v trajektorii zvyšování úrokových sazeb ve směru k nějaké „normální úrovni“. Přitom všude kolem nás zároveň probíhá debata o tom, co je ten nový „normál“. V modelu máme sice 1% reálnou rovnovážnou úrokovou míru, ale zdá se, že to je už jenom modelový předpoklad. Ve stanovisku poradce k situační zprávě se uvádí, že možná už dnes se špatně měří HDP, protože existuje tolik digitálních věcí, které mají nějakou užitnou hodnotu, ale špatně se zachycují v klasickém výkaznictví. V tom má možná pravdu. Otázkou však je, zda tam nejsou také protisměrné pohyby, takže nakonec bychom možná došli k závěru, že HDP měříme víceméně dobře, podobně jako jsme k tomu došli v případě cenového indexu, když jsme řešili váhy spojené s nemovitostmi. Technologické změny, jako jsou internetové obchody, cenové srovnávače, zlepšení logistiky, představují protiinflační faktor, v ČR zvláště, což je potřeba vzít do úvahy. Uvádí příklad v Česku relativně nejlevnějších notebooků. Je jasné, že budeme úrokové sazby zvyšovat, otázka je pouze, jak rychle. Kloní se k tomu, že šest týdnů odkladu přinese komfort nové prognózy s řadou nových dat, která asi potvrdí probíhající trendy, ale zároveň to neznamená, že bychom odkladem něco propásli. Trh už má do značné míry zakomponováno zvýšení sazeb buď teď, nebo v listopadu. Se SAOFS se shodujeme, že bychom měli rádi vyšší sazby. Zároveň ale od SAOFS zaznělo, že průsak zvýšení našich základních sazeb bude nejvyšší v komerčním sektoru, ale tam to nejméně potřebujeme, protože průmysl se nám nepřehřívá. Vzpomíná, že v době před krizí, kdy rostlo HDP tempem 5 až 6 %, průmysl rostl dvojcifurným tempem. Dnes takto rychle neroste. Anekdotická evidence ukazuje, že zakázkové krytí na příští rok není v současné době takové, jaké bylo v posledních dvou letech. Fakt, že koruna neposiluje, mu nevádí. Koncem kurzového závazku neskončilo působení předzávazkové měnové politiky, je tam určitá setrvačnost. Stejně tak tomu bude v případě ECB, až jednou ukončí svou politiku kvantitativního uvolňování. Otázkou je přitom, kdy to bude. V současnosti se u nás odehrávají přirozené procesy z nahromadění našich devizových rezerv, zvětšení bilance atd., které se odrážejí v domácím finančním sektoru. Všechno je přitom relativní, zejména kurz. Z měn relevantních obchodních partnerů eurozóny za poslední rok vůči euru nejvíce posílila česká koruna, a to jako jedna ze tří měn, vůči ostatním měnám posílilo euro. V prognóze jsme sice očekávali větší posílení koruny, ale to neznamená, že se nic neděje. Posílili jsme o korunu na jednom euru, což podle SM představuje ekvivalent přibližně čtyř zvýšení sazeb po 25 bazických bodech. Takže podle této logiky už jsme udělali pět zvýšení sazeb. Jestli uděláme další krok ve zvýšení sazeb za šest týdnů, tak se vůbec nic v nastavení měnových podmínek nestane. Kurz koruny se postupně odblokuje, což bude trvat ještě několik měsíců, možná půl roku. U aktualizované prognózy inflace pro malou situační zprávu žádná dramatická změna není, dokonce je vyhlazenější. Dále uvádí, že eurozóna od 1. ledna 2018 s kvantitativním uvolňováním neskončí. Možná začne s určitým snižováním kvantitativního uvolňování, ovšem pravděpodobně velmi pomalým. ECB přes dobrý růst HDP eurozóny předpokládá nižší inflaci, než měla v minulé prognóze. Mzdy v západní části eurozóny odpovídajícím způsobem nerostou. Podle aktualizace naší prognózy se prodlouží období nízkých sazeb v eurozóně. Nejsme tak v situaci, že

bychom něco propásli, když počkáme se zvýšením sazeb. Zmiňuje také, že za šest týdnů budeme mít v ČR po volbách, což je také relevantní. Budeme také vědět víc, co se bude dít v Německu. Z tohoto pohledu odklad o šest týdnů našemu rozhodování neuškodí.

V. Tomšík: Souhlasí s V. Bendou, že od začátku roku vidíme v domácí ekonomice překvapení pouze na proinflační straně. Proto i kurzový závazek byl ukončen v prvním možném termínu. Na druhou stranu vidíme i překvapení na protiinflační straně, ale ne z domácí strany, nýbrž ze zahraničí. Je to zejména PPI v zahraničí, které nás dlouhodobě překvapuje na protiinflační straně. Souvisí to i s tím, jak se v eurozóně odkládá diskuze o ukončení uvolněné měnové politiky. Z toho vyplývá otázka, jestli vůbec funguje přelévání mezi ekonomickým růstem, inflací a mzdami. V eurozóně byla prognóza HDP na nejbližší období zvýšena, ale vůbec se nezměnila prognóza inflace a mezd. To je pro nás jako otevřenou ekonomiku, která je z 80 % navázána exportem a importem na EU, protiinflační překvapení. Souhlasí s tím, že naším cílem je cenová a finanční stabilita. Není to o tom, abychom podporovali export a import. To také dlouhodobě říkáme. Poznámka ohledně růstu mezd a nahrazování pracovní síly kapitálem není o tom, že bychom měli podporovat dovoz, ale o tom, že rostou jednotkové mzdové náklady. To je klíčový faktor pro prognózování inflace. Ve chvíli, kdy rostou jednotkové mzdové náklady, si podnikatelé nepochybně budou klást otázku, jestli nedokážou počet pracovníků nahradit kapitálem, aby zvýšili výrobu a udrželi ziskové marže. V realitě kapitál asi dovezou. Z pohledu jednotkových mzdových nákladů nahrazování práce kapitálem musíme sledovat. K diskuzi o úrokových sazbách uvádí, že je relevantní zvyšovat sazby i při malých situačních zprávách, pokud je potřeba zasáhnout, tedy ne jen čtyřikrát ročně při velkých situačních zprávách. Ale dozvuky deset let uvolněné měnové politiky se promítají v tom, že existuje napětí na trhu. To je dáno distorzí v podobě překoupenosti trhu. Je přesvědčen, že napětí na trhu by se zvýšilo, pokud po šesti týdnech opět vzrostou úrokové sazby. Úrokový diferenciál jsme vždy považovali za velmi důležitý a ve chvíli, kdy devizový trh není v pořádku, tak bychom se měli snažit tu distorzi odventilovat. Na korunových účtech nerezidentů je dnes uloženo 600 mld. Kč, před krizí to bylo okolo 250 až 300 mld. Kč, takže 300 mld. Kč je tam vlastně přebytek. Jestli v následujících měsících bude docházet k pravidelnému odlivu o 40 až 50 mld., tak „vysezením“ dokážeme distorzi zmírnit. Anebo se můžeme vrátit ke standardní měnové politice a distorzi zmírnit transparentním publikováním trajektorie kurzu. Pak nám to pomůže ve zvyšování úrokových sazeb i v malých situačních zprávách. Je to o míře vyhlazování nejen v modelu, ale i v rozhodování, není to diskuze o tom, jestli zvýšit sazby nebo ne – to je na místě. Myslí, že je lepší počkat a distorze na trhu „vysedět“.

M. Hampl: Necílujeme hrubý provozní přebytek firem, ale inflaci a finanční stabilitu, k čemuž se hlásí. Vyhlazování úrokových sazeb už je nastaveno v modelu. Vyhlazovat toto vyhlazování je vyhlazování na druhou neboli kompromis z kompromisu. Je otázka, jestli teď je ten okamžik vyhlazovat vyhlazování. Klíčová otázka je „zatuhlost“ devizového trhu a co pomůže nebo nepomůže. Při zvýšení sazeb na 10 % by nějaký dopad na kurz samozřejmě byl, protože „zatuhlost“ trhu je dána tím, že se zvýšily prahy, za jakých je možné některé arbitrážní obchody provádět. Spíše očekává, že posun sazeb nahoru bude pomáhat odblokovat trh. Možná ale platí hypotéza, že zvyšování sazeb umožňuje některým tržním hráčům přehodnotit horizont uvažování a zůstat v tuzemské ekonomice déle. Na obecné úrovni se arbitrážní obchody v nějakém okamžiku realizují a jen se změnily kvantitativní parametry, za kterých je možné je udělat. V tomto smyslu si nemyslí, že posun sazeb nahoru by tomu škodil. Za správný krok považuje „znormálnění“ rozpětí mezi lombardní a diskontní sazbou. Kurz je slabší než v prognóze, tím pádem nedoručujeme měnové podmínky, které jsou podle prognózy nutné k dosažení cíle. To je jedním z důvodů, proč je potřeba

použít druhou složku měnových podmínek – úrokové sazby. Po srpnovém zvýšení úrokových sazeb průměrná sazba z hypoték klesla z důvodu extrémně vyostřené konkurence na tomto trhu. Na druhou stranu jde o prahy, vnímání a očekávání. Změna úrokových sazeb směrem nahoru určitě jde v správném směru, i když samotný dopad nemusí být tak velký.

L. Holub (zástupce ředitele SAOFS): Pro finanční stabilitu by zvýšení sazeb o 50 bazických bodů nebylo příliš strmé, protože transmise v oblastech, kde potenciálně může přinést problémy (hypoteční úvěry), je pomalá. Rychlejší je transmise u firemních úvěrů. Firmy by na to však měly být připraveny. Jejich ekonomická situace je dobrá a zvýšení by měly být schopné absorbovat bez výraznějších problémů. Je to otázka načasování, horší schopnost absorpce přichází přirozeně v horších dobách.

T. Holub (ředitel SM): Pod vlivem zvyšování sazeb se může stát, že investoři na devizovém trhu se prostřídají. Přilákáme carry tradery, pokud začnou fungovat částečně arbitráže, které tak umožní odchod spekulantů. Ale už i to je odchylka od normálního působení. Normální transmise a model jsou založeny na předpokladu, že zvýšíme sazby, přilákáme carry tradery a kurz posílí. A teď ta hypotéza je, že kurz neposílí, jen dojde k vystřídání jednoho typu investorů za druhý.

K. Bauer (ředitel SBO) (reakce na vyjádření T. Holuba): Toto se asi potvrzuje. My jsme viděli nějakou aktivitu na trhu, a to po srpnovém zvýšení sazeb a některých zveřejněných datech. Jiné vysvětlení než výměnu motivací pro dlouhou pozici v korunách od našich běžných partnerů nemáme.

J. Rusnok: Vznáší dotaz na K. Bauera k doporučení zrušit intervenční mandát SBO. Jaká je přidaná hodnota rušit ten mandát teď, nebo až za šest týdnů?

K. Bauer (ředitel SBO): Akceptujeme návrh SM na zrušení intervenčního mandátu, který umožňoval rychlou reakci na případné výrazné kurzové výkyvy či poruchy ve fungování trhu v bezprostředním postexitovém období. S tím, jak se vzdalujeme od exitu a s dlouhým obdobím stability máme komfort, že nemusíme reagovat okamžitě. Sice bychom ztratili jistou flexibilitu, která by se mohla hodit v určitých časech, např. koncem roku v období nízké likvidity. Budeme však schopni reagovat standardním způsobem. Z pohledu SBO je jedno, jestli mandát bude zrušen až za šest týdnů. Jedná se o další krok normalizace měnové politiky. Je to pouze pro nás, navenek o tomto mandátu nikdo neví.

M. Mora: V prognóze je nastaveno, že od roku 2018 bude kurz tažen jen fundamentálními faktory. Čekal by, že to může trvat daleko déle.

T. Holub (ředitel SM) (v odpovědi na dotaz M. Mory): To je čistě technický předpoklad citlivostního scénáře. Vůči základnímu scénáři je v něm prodlouženo období, kdy funguje „zatuhost“ trhu, o jedno čtvrtletí, a pak už je trajektorie kurzu výsledkem modelu. Není za tím nějaká hlubokomyslná úvaha, že tomu tak opravdu bude.

V. Benda: Ve vztahu ke kurzu je indiferentní, ať posiluje nebo oslabuje, je to dáno trhem a my se musíme přizpůsobovat. Prognózovat kurz je obtížné kvůli množství vstupujících proměnných. V této souvislosti vznáší dotaz na publikaci trajektorie kurzu, přičemž v současnosti výstup modelu

neodpovídá intuici SM. Ptá se, zda by bylo SM komfortní publikovat tuto trajektorii kurzu. Zmiňuje přitom, že to od nás žádné mezinárodní instituce, ani vláda a veřejnost nepožadují.

T. Nidetzký: Při ukončení kurzového závazku použil paralelu, že jsme dobyli vrchol a teď je úkolem horolezců vrátit se do základního tábora. Při sestupu jsou dvě rizika. Jedno riziko je, že to horolezci nestihnou, změní se předpověď počasí a oni zmrznou. Druhé riziko je příliš rychlý sestup a výšková nemoc, což také končí smrtí. S tím souvisí otázka, v jaké výšce je náš základní tábor (normální úroveň úrokových sazeb), resp. jakými kroky (rychlost a časování zvyšování úrokových sazeb) se do něj bezpečně dostaneme.

M. Mora: Ke zveřejňování trajektorie kurzu uvádí, že jsme jediní z významnějších centrálních bank, kdo trajektorii kurzu zveřejňuje. Obecně není zastáncem úplné transparency a přál by si, aby na toto téma proběhla ještě nějaká fundamentálnější debata.

O. Dědek (v reakci na T. Nidetzkého): Spíše než výšku základního tábora (normální úroveň úrokových sazeb) doporučuje sledovat výši úrokového diferenciálu vůči eurozóně. V české ekonomice jakožto dohánějící ekonomice mu nevádí rychlejší růst mezd a životní úrovně, pokud to nemá inflační dopady. Zda to bude mít inflační dopady, ukáže nová prognóza. Dnešním rozhodnutím o zvýšení sazeb bychom penalizovali ekonomiku za to, že se jí dobře daří, že rostou mzdy i HDP, přitom údaj o inflaci vyznívá neutrálně. Pro větší komfort by proto preferoval počkat, jak nové údaje vyhodnotí příští prognóza.

T. Holub (ředitel SM) (v odpovědi na dotaz T. Nidetzkého): K paralele o výši základního tábora potvrzuje, že v modelu je nastavena reálná rovnovážná sazba ve výši 1 %, tzn. neutrální nominální sazba 3M Příbor je 3 %. Vzhledem k rozpětí to pro 2T repo sazbu znamená zhruba 2,8 %. Máme samozřejmě určitou nejistotu. I naše empirické odhady ukazují, že reálná rovnovážná sazba během recese v letech 2012–2013 klesla až směrem k nule a teď se postupně zvyšuje zpět k 1 %. Takže my nevíme, v jaké výšce je základní tábor, ale víme, že jsme od něj hodně vzdáleni. Ukazuje to vývoj reálné ekonomiky i vývoj finanční sféry. Ekonomika rychle roste, ale případné zvýšení sazeb nevnímá jako penalizaci. Jak měnová, tak fiskální politika jsou expanzivní. S fiskální politikou nic neuděláme, chceme pouze zmírňovat uvolnění měnové politiky.

V. Benda: Doporučuje nepodceňovat vztah mezi cenovou a finanční stabilitou. Uvádí příklad ze Spojených států, kde do roku 2007 docházelo k plnění cílů měnové politiky při velmi nízkých úrokových sazbách. Opomenula se stránka finanční stability, která eskalovala v roce 2008 v plné síle. Bere vážně stanovisko SAOFS a akceptuje návrh na zpřísnění měnové politiky.

M. Hampl (v reakci na O. Dědka): Samotný vývoj měnových podmínek, i bez ohledu na vysoký růst mezd, by už dnes říkal, že je potřeba je změnit, aby bylo dosaženo cíle. Údaj o mzdách je jen dodatečná informace směřující proinflačním směrem. Máme komfortní situaci, kdy zvýšením úrokových sazeb se snažíme simultánně dosahovat obou cílů – v měnové politice i finanční stabilitě. V minulosti tomu tak bohužel nebývalo.

J. Rusnok: Všichni jsme se víceméně shodli, že směřujeme ke zvyšování sazeb. Žádný principiální spor není, drobný rozdíl je jen v časování, který je opravdu jen minimální. Podle prognózy jsme v horní polovině tolerančního pásma cíle. Je přesvědčen, že vyšší inflace české ekonomice

prospívá, pokud je v tolerančním pásmu. Vyšší inflace umožňuje větší pravděpodobnost, že se inflace déle udrží poblíž cíle.

III. Úkoly

Přípravit box do příští situační zprávy, který by se věnoval s využitím dat platební bilance (portfoliových investic) a korunových vkladů nerezidentů tomu, jak se snižuje překoupenost trhu s korunou.

IV. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy bankovní rada ČNB rozhodla většinou hlasů ponechat úrokové sazby na stávající úrovni. Dvoutýdenní repo sazba tak zůstává na úrovni 0,25 %, diskontní sazba 0,05 % a lombardní sazba 0,50 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali čtyři členové bankovní rady: Jiří Rusnok, Vladimír Tomšík, Oldřich Dědek a Tomáš Nidetzký. Tři členové bankovní rady hlasovali pro zvýšení dvoutýdenní repo sazby na 0,50 % a lombardní sazby na 1,00 %: Mojmír Hampl, Vojtěch Benda a Marek Mora.

Zapsal: Filip Novotný, sekce měnová