

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 2. listopadu 2017

Přítomni: Jiří Rusnok, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Vojtěch Benda, Oldřich Dědek, Marek Mora, Tomáš Nidetzký. Na jednání byl přítomen ministr financí Ivan Pilný.

I. Diskuze navazující na prezentaci 7. situační zprávy

J. Rusnok: Děkuje za prezentaci i situační zprávu a zahajuje diskusi.

V. Tomšík: Růst mezd pro letošní rok sekce měnová odhaduje na 7,2 %, na příští rok dokonce na 7,3 %. Na druhou stranu prognóza HDP očekává výrazné snížení růstu HDP ze 4,5 % na 3 %. Pokles HDP znamená, že národohospodářská produktivita, která je dopočtenou veličinou, výrazně nezrychlí svůj růst. Je tedy správné tvrzení na str. 14 situační zprávy, že aktuálně kulminující domácí inflační tlaky z trhu práce se pro příští rok zmírní? Poukazuje na problematičnost komunikace výše popsaných faktů, které mohou být svým vyzněním protichůdné.

Odpověď sekce měnové (dále jen SM): Národohospodářská produktivita práce zrychlí, a to ke 3 %. Je to dáno tím, že růst v první polovině letošního roku byl ovlivněn sezonními faktory nestejného počtu pracovních dnů, což je nezanedbatelné. V letošním roce zároveň část růstu souvisí s obnovením čerpání EU fondů, které z účetního hlediska mají kladný dopad do produktivity, ale SM v modelu tento dopad zmírňuje, protože se domnívá, že investice vládního sektoru zvyšují produktivitu až v delším horizontu, spíše až za horizontem prognózy. Výsledkem obou vlivů je plynulejší zrychlení modelové produktivity ve srovnání s produktivitou odvozenou z národních účtů.

V. Tomšík (v diskusi o překoupenosti trhu s korunou): Děkuje za box 1. Box ukázal, že hypotéza o tom, že by se překoupenost trhu rychle snižovala, neplatí; pouze se mění skladba investic do korunových aktiv od spekulativních do dlouhodobých. To naznačuje i přeřazení českých dluhopisů v indexu banky J. P. Morgan. Znamená to skutečně, že překoupenost může být poměrně dlouhodobý jev?

O. Dědek (v diskusi o překoupenosti trhu s korunou): Box č. 1, který popisuje držbu korunových aktiv nerezidenty, je kvalitně zpracován. Překoupenost koruny má dvě roviny. Statistická rovina popisuje, kolik nerezidenti drží korunových aktiv a vládních dluhopisů, a o tom jsou k dispozici kvalitní informace. Důležitá je ale ekonomická rovina. Podle hypotézy překoupenosti bude posílení kurzu následováno likvidací pozic zahraničních investorů, což korunu zpátky oslabí. Nicméně kurz už posílil o více než 5 % od ukončení kurzového závazku. Výrazné posílení, o 30 haléřů během krátké doby, nastalo po komentářích členů bankovní rady. Pokud by překoupenost nebyla přítomna, byl by kurz více volatilní a více by reagoval na zprávy z ekonomiky?

M. Mora (v diskusi o překoupenosti trhu s korunou): V návaznosti na dotaz O. Dědka se ptá, zda je argument překoupenosti nadále relevantní. Při projednávání šesté situační zprávy zazněly argumenty, že zvýšení úrokových sazeb o 0,25 p. b. bude mít malý vliv na kurz. Argumenty byly opřené o skutečnost, že srpnové zvýšení sazeb i zveřejnění příznivých makroekonomických údajů na začátku září nemělo na kurz výrazný vliv. Nicméně po 27. září začal kurz posilovat poměrně svižně, asi o 50 haléřů za více než měsíc. Proč se tomu tak stalo? Hlavní změna, která nastala v září, byla „jestřábí“ komunikace trajektorie zvyšování úrokových sazeb. Nakolik pořád platí hypotéza překoupenosti trhu? To je důležité pro další nastavení měnové politiky, její úrokové i kurzové složky.

Odpověď SM: Box sám o sobě nepřinesl zásadně nové informace. SM si byla od počátku vědoma omezenosti datových zdrojů, které umožňují kvantifikaci překoupenosti pouze přibližně. Hlavní přidaná hodnota boxu spočívá ve varování, že není dostatečné sledovat pouze jeden izolovaný údaj. Korunové investice nerezidentů se celkem flexibilně přesouvají mezi různými formami investic. Pokud ČNB nepřistoupí k prodeji devizových rezerv, může dojít k poklesu pozice pouze skrze přebytky běžného účtu generované reálnou ekonomikou, což může trvat pět nebo šest let, nikoli pět či šest měsíců. Struktura investic se samozřejmě může měnit, dlouhodobí investoři mohou nahradit spekulativní pozice, aniž by to vedlo k rozkolísanému kurzu.

Fenomén překoupenosti skutečně působil, protože stabilita kurzu během léta na hladině 26 CZK/EUR není vysvětlitelná bez zohlednění faktoru překoupenosti. Podle předexitových a prvních poexitových prognóz by hladiny kurzu 25,0 CZK/EUR bylo dosaženo už ke konci letošního roku, a to z důvodu úrokového diferenciálu a obnovené reálné rovnovážné apreciacie. Efekt překoupenosti tedy nepochybně zafungoval. Otázkou je, jak silný bude v budoucnosti. Díky přítomnosti různých typů investičních pozic může tento efekt nyní působit slaběji a bylo by vhodné jej v komunikaci pomalu opouštět.

Ukazuje se, že přílišná komunikace s cílem vytvoření prostoru pro další zvýšení sazeb může být kontraproduktivní, neboť způsobí posílení kurzu tím, že vytváří pro trh očekávání ziskových příležitostí investic do koruny.

Odpověď sekce bankovních obchodů (dále SBO): K výraznějšímu posílení nedošlo po zasedání 27. září, ale až po komunikaci členů bankovní rady v říjnu. Po zářijovém zasedání se kurz ještě chvíli držel zhruba na předchozích úrovních, teprve poté začal výrazněji posilovat. Z tabulky v měnověpolitickém doporučení je přitom patrné, že „nejagresivnější“ tón měla komunikace členů bankovní rady až v průběhu října. Jedna z možných tržních interpretací je, že ČNB „pálí ze všech hlav“, aby dosáhla posílení kurzu.

Odpověď SM: Je vhodné připomenout, že v současnosti pozorovaná volatilita kurzu je spíše nižší, než jaká byla přítomna před přijetím závazku.

Odpověď SBO: Ano, je tomu tak. A pokud dochází k vyšší volatilitě, tak možná pouze proto, že se může vracet „mělké“ obchodování pozorované před přijetím kurzového závazku. Je naopak překvapivé, že od dubna až do současnosti probíhalo obchodování převážně plynule. V období před přijetím kurzového závazku mnohdy i malý obchod dokázal posunout kurz o 20 nebo 30 haléřů.

T. Nidetzký (v diskusi o úrokovém diferenciálu a kurzovém vývoji): Děkuje za kvalitní zpracování podkladových materiálů, ať už jde o situační zprávu, stanovisko poradce, stanoviska SBO a stanovisko SAO FS. Děkuje i za box č. 1 v situační zprávě, který vypovídá o tom, že překoupenost trhu je značná. Prognóza implikuje posílení kurzu na hladinu 24,8 CZK/EUR v polovině příštího roku, což mělo doručit návrat inflace k cíli. Kurz je v současnosti slabší, což znamená, že je nutné rychle zvyšovat úrokové sazby, protože ty mají pomalejší transmissi. Je tedy potřebné vědět, jak vysoká je nejistota ohledně kurzového vývoje. Poradce ve stanovisku argumentuje, že vliv úrokového diferenciálu na kurz by nemusel být vysoký. Žádá upřesnění, jak velký by byl pravděpodobný dopad na kurz při zvýšení úrokového diferenciálu.

M. Mora (v diskusi o úrokovém diferenciálu a kurzovém vývoji): Má SM kvalitativní hodnocení vlivu úrokového diferenciálu na kurz? Jak efektivně fungují arbitrážní obchody?

Odpověď SM: Úrokový diferenciál vůči EURIBORu je v prognóze zpracován. Prognóza také stále zpracovává faktor překoupenosti trhu, nicméně není zohledňován v plné výši na celém predikčním horizontu. Vzhledem k nedávnému posílení kurzu je možné, že k úrokovým arbitrážím dochází. Probíhají pravděpodobně méně pružně než v normálních dobách, ale nedá se říci, že by nebyly vůbec přítomny.

Odpověď SBO: Sazby, se kterými pracují modely, nejsou pro reálné obchodování dosažitelné. Podle SBO je reálný úrokový diferenciál blízký nule, což platí zejména pro zahraniční investory. Ti jsou schopni si půjčit za zhruba -0,30 % na tříměsíční horizont, ale nejsou schopni uložit za sazbu odpovídající PRIBORu. U českých bank mohou danou částku uložit za sazbu, která odpovídá implikovaným výnosům z forwardu, což je opět přibližně -0,30 %.

Odpověď SM: Záleží na typu investorů. Zahraniční matka si je jistě schopna pro sebe otevřít expoziční limit u dceřiné banky tak, aby získala výnos repo sazby ve výši 25 b. b. Nicméně tato možnost pro real money klienta je pravděpodobně nedosažitelná.

Dopady prodloužení programu kvantitativního uvolňování ECB SM hodnotí jako velmi malé. K. Galuščák jej ve svém stanovisku řadil k mírně protiinflačním rizikům, což kvalitativně platí. Prezentovaná simulace ale ukazuje, že se jedná o kvantitativně velmi slabý faktor.

J. Rusnok (v diskusi o úrokovém diferenciálu a kurzovém vývoji): Na horizontu prognózy má úroveň úrokových sazeb (3M PRIBOR) dosáhnout 3 %, nicméně úroveň EURIBORu bude 0 %. Nebude takto vysoký diferenciál znamenat prudké posílení kurzu?

Je třeba upozornit, že tržní výhledy EURIBORu jsou tradičně na dlouhých výhledech trochu diskontovány, protože jsou často vzadhledící. To následně znamená, že v delším výhledu model počítá s menšími úrokovými diferenciály, než jaké by vyplývaly z tržních výhledů úrokových sazeb. Nálada v eurozóně se může rychle změnit a trh v takovém případě může dlouhodobé výhledy poměrně rychle přehodnotit. Proto model tržním výhledům nepřikládá plnou váhu.

Pro prognózu kurzu na rok 2019 zároveň není podstatná pouze v té době panující výše úrokového diferenciálu, protože kurzová rovnice modelu je výrazně vpředhledící. Diferenciál, který model předpokládá pro roky 2018 a 2019, se do prognózy kurzu promítá již nyní, na přelomu let 2017/2018. V té době kurz nejvíce posiluje po částečném odeznění předpokládaného vlivu překoupenosti trhu. Kurz tedy reaguje na úrokový diferenciál s předstihem. Dle základního scénáře se kurz právě v souvislosti s výhledem úrokového diferenciálu relativně rychle dostává až na mírně nadhodnocené úrovně. A to je vlastně moment, kdy dle klasické logiky nepokryté úrokové parity by měl investor začít zvažovat korekci kurzu, která může eliminovat výnos z úrokového diferenciálu.

T. Nidetzký (v diskusi o zveřejnění prognózy kurzu): Zveřejňování prognózy kurzu je konzistentní s režimem inflačního cílování. Zveřejňování prognózy kurzu dokáže trh dotlačit k prognóze. Otázka je, zda zveřejnění v současné době nezavře komfortní prostředí, které by

vytvořilo prostor k rychlejšímu nárůstu úrokové sazby, což by bylo žádoucí z pohledu finanční stability, kde přetrvávají rizika v oblasti úvěrování zejména u rezidenčního bydlení.

M. Mora (v diskuzi o zveřejnění prognózy kurzu): Upozorňuje, že hodnota kurzu se aktuálně nachází někde kolem 25,57 CZK/EUR. Prognóza SM přitom počítá pro čtvrtý kvartál s průměrným kurzem ve výši 25,8 CZK/EUR. Může se prognóza naplnit? Proto navrhuje, aby prognóza kurzu nebyla příliš komunikována. Ze stejného důvodu pak nepovažuje za rozumné zveřejnit citlivostní scénáře.

Odpoověď SM: Prognóza pro čtvrté čtvrtletí, tj. 25,8 CZK/EUR, se stále může přibližně naplnit. Průměr za dosavadní část čtvrtletí je poměrně blízko k této hodnotě. Zvýšení sazby o 0,25 p. b. navíc může být pro část trhu mírným zklamáním. Na základě historické zkušenosti je také možné, že některé pozice se uzavřou ke konci roku. Na základě toho, že je kurz aktuálně o 20 haléřů silnější než jeho prognóza pro čtvrté čtvrtletí, zatím nelze usuzovat, že se nemůže naplnit. Zároveň je tato situace vhodná pro zveřejňování trajektorii kurzu, protože část investorů uvidí, že kurz je mírně silnější oproti prognóze ČNB. Do současnosti byla tržní interpretace opačná: kurz zatím neposílil na úroveň preferovanou ČNB a proto dojde ke zvýšení sazeb, což je interpretace, která je lákavá pro investory do korunových aktiv.

V. Tomšík (v diskuzi o zveřejnění prognózy kurzu): Táže se na názor SBO, kdy nastane dle jejich pohledu ideální stav ekonomiky na zveřejnění prognózy kurzu. Připomíná, že ČNB již dříve o zveřejnění prognózy kurzu rozhodla, a že není jediná centrální banka, která ji publikuje, neboť jiné centrální banky ji publikují ve formě prognózy efektivního kurzu.

Odpoověď SBO: SBO termín zveřejnění nehodnotí z pohledu stavu ekonomiky. Upozorňuje na to, že se prognóza ČNB na dlouhém konci nachází výrazně níže, než jsou tržní očekávání. Proto SBO navrhuje počkat se zveřejněním na situaci, kdy bude prognóza blízko tržním očekáváním. Vzhledem k tomu, že se nacházíme stále ještě blízko exitu, rozdíly mezi prognózou kurzu a tržními očekáváním by mohly vyvolat příliš vysokou volatilitu, a možná i zavřít prostor ke zvyšování sazeb.

Odpoověď SM: SM se nedomnívá, že by se prognóza výrazně lišila od tržních očekávání na konci roku 2019. Rozdíl naproti tomu existuje u ročního výhledu, kde trh podle šetření IOFT očekává asi o čtyřicet haléřů slabší kurz než prognóza. Analytici zřejmě i v tomto horizontu zohledňují překoupenost trhu a čekají tak více lineární posilování koruny.

J. Rusnok (v diskuzi o zveřejnění prognózy kurzu): Existují dobré důvody se k publikaci prognózy kurzu vrátit, otázkou zůstává časování. Pragmatický přístup je uvést, že její

zveřejnění nastane od počátku příštího roku. Navrhuje ponechat toto téma až na debatu o podobě komunikace výsledků dnešního zasedání.

Odpověď SM: Zveřejňování prognózy kurzu od počátku příštího roku je také představitelné. Je ale nejisté, zda za 3 měsíce bude existovat komfortnější pozice pro zveřejnění, neboť prognóza kurzu může být vzdálena skutečnému vývoji.

J. Rusnok (v diskuzi o zveřejnění prognózy kurzu): To není principiální argument pro zveřejnění endogenní prognózy kurzu.

V. Tomšík (v diskuzi o zveřejnění prognózy kurzu): Argumenty pro zveřejňování prognózy kurzu jsou nadčasové.

Odpověď SM: Dlouhodobé argumenty jsou opravdu nadčasové. Momentální situace navíc umožní provést tento krok, aniž by to na trhu vyvolalo zvýšenou volatilitu. To je jiná situace, než pokud by aktuální kurz byl zásadně odlišný od prognózy.

O. Dědek (v diskuzi o vývoji ekonomického potenciálu): V současné době česká ekonomika dosahuje poměrně robustních temp ekonomického růstu srovnatelných s předkrizovým obdobím. Během krize se objevovaly komentáře o snížení dlouhodobých temp růstu potenciálního produktu. Měnila sekce měnová rovnovážné tempo růstu potenciálního produktu během krize? Nemělo by být nyní přehodnoceno opět směrem nahoru? Na str. 39 situační zprávy je informace, že využití kapacit se pohybuje kolem 84 %. Je to konzistentní s kladnou mezerou výstupu?

Odpověď SM: V období před krizí byl dlouhodobý růst nastaven na úrovni 4 %, který byl následně snížen na 3 %. Skutečnost, že v tomto roce růst ekonomiky dosáhne 4,5 %, neznámá, že by tempo potenciálního růstu dosahovalo takto vysoké úrovně. Ekonomika se v současnosti nachází nad potenciálem a vytváří inflační tlaky. Je to patrné z boxu, který ukazuje celkové napětí na trhu práce formou nového kompozitního indexu LUCI. Při diskuzi o odhadech mezery výstupu na přípravných schůzkách s bankovní radou zaznívaly pochybnosti, zda mezera výstupu není ještě více rozevřená do kladných hodnot, než jak ukazují aktuální odhady pracující s růsty potenciálu kolem 3,5 %. Není tedy důvod se domnívat, že dlouhodobé rovnovážné tempo bylo v modelu překalibrováno na příliš nízkou hodnotu. Snížení dlouhodobého růst na 3 % bylo vnímáno jako málo radikální. Panovaly i názory, že se ekonomický růst již nikdy nevrátí ke 2 % a že růst potenciálního produktu je 2 % nebo nižší. Kalibrovaná hodnota 3 % zároveň zhruba odpovídá tomu, jak se česká ekonomika v mezidobí přiblížila úrovni vyspělých zemí eurozóny.

Změna kalibrace byla tehdy diskutována i s našimi kolegy v rámci zemí V4 a i oni mají odhady potenciálního produktu pohybující se kolem 3 %.

M. Hampl (v diskusi o vývoji ekonomického potenciálu): Dodává, že stále ani dnes nedosahuje růst reálného HDP hodnot obvyklých před krizí, kdy byly dosahovány i růsty vyšší než 6 %.

Odpověď SM: Krátkodobě byla tehdy dosažena tempa růstu téměř 7 %.

J. Rusnok (v diskusi o vývoji ekonomického potenciálu): Připomíná, že kolega Dědek se ptal také na to, zda je kladná mezera výstupu konzistentní s údajem využití kapacit na 84 %.

Odpověď SM: Ve zpracovatelském průmyslu je využití kapacit vyšší. V posledním konjunkturním šetření se navíc začal opět zvětšovat nedostatek materiálu a zařízení, což zřejmě signalizuje, že ekonomika se opravdu začíná dostávat na hranu svých výrobních kapacit. Podniky si už stěžují nejen na nedostatek zaměstnanců, jako doposud, ale i na to, že jejich subdodavatelé, možná proto, že také nemají dostatek zaměstnanců, jim nestačí včas dodávat. Což je anekdotická evidence v souladu s přehřívající se ekonomikou.

J. Rusnok (v diskusi o vývoji ekonomického potenciálu): Jaké jsou odhady potenciálních růstů u jádra eurozóny?

Odpověď SM: Odhady pro Německo jsou 2 %. Současný růst v Německu je 1,9 %, což je tedy blízko potenciálnímu růstu.

O. Dědek. Táže se na „palcové“ pravidlo, podle něhož je posílení kurzu o 1 % ekvivalentní zvýšení sazeb o 25 b. b. Jak spolehlivé je toto pravidlo?

Odpověď SM: Je to skutečně pouze „palcové“ pravidlo, se kterým je třeba zacházet opatrně nejméně ze dvou důvodů. Jednak hodnoty – 1 % zhodnocení kurzu vs. 0,25 p. b. zvýšení sazeb – jsou založeny na dopadu dané změny do mezery výstupu domácího produktu. Změna kurzu ale má samozřejmě i další transmisní mechanismy, jako např. přímou transmisí skrze dovozní ceny. V tomto smyslu je kurz silnější a rychlejší nástroj než sazby. Za druhé, pravidlo platí pouze za předpokladu, že daná změna kurzu je čistě kurzový šok, vyvolaný nějakou změnou sentimentu na trhu nebo preferencemi investorů apod. Pokud kurz posiluje v důsledku růstu produktivity domácí ekonomiky, implikace pro ekonomický vývoj a inflaci je odlišná. Pravidlo tedy nelze interpretovat čistě mechanicky.

O. Dědek. Na str. 12 situační zprávy se uvádí, že inflace v eurozóně je pod cílem. Upozorňuje, že cíl ECB není 2 %, ale je to inflace pod 2 %, poblíž („close to“). Co znamená „poblíž“? Používá vůbec ECB kategorii plnit/neplnit inflační cíl?

Odpověď SM: Obecně se má za to, že ECB cílí na inflaci někde v intervalu 1,8 % a 1,9 %. V současnosti dosahuje inflace v eurozóně zhruba 1,5 %, a komentáře ECB uvádí, že inflace je stále nízká a z toho důvodu je třeba pokračovat v uvolňování měnové politiky. Nikde není možné najít, zda je cíl 1,8 %, 1,9 %, nebo zda je těsně pod 2 %. Ale to z hlediska současné inflace není podstatné.

J. Rusnok (v diskuzi o inflačním cíli ECB): Ujist'uje se, že 2% inflace je vážený průměr inflací zemí eurozóny.

Odpověď SM: Ano, jedná se o vážený průměr podle vah jednotlivých členských zemí na ekonomické velikosti eurozóny. Nejedná se o efektivní eurozónu dle podílů na českém zahraničním obchodu.

M. Mora (v diskuzi o výpočtu efektivních indikátorů eurozóny): Ve stanovisku poradce K. Galuščáka je docela zajímavá úvaha ohledně efektivních vah počítaných na základě obchodu s hrubou přidanou hodnotou. Bylo by možné jejich výpočet zoperacionalizovat? Byl by vliv zahraničí více nebo méně proinflační, pokud by byly použity tyto váhy? Váha silnějších ekonomik, jako třeba německé, by se pravděpodobně snížila a naopak by se zvýšily váhy ekonomik Itálie, Číny a Spojených států.

J. Rusnok (v diskuzi o výpočtu efektivních indikátorů eurozóny): Dle předpokladů bude zpomalení ekonomického růstu v efektivní eurozóně nižší než v eurozóně jako takové. Jedná se o vliv Německa?

Odpověď SM: Myšlenka vážit efektivní HDP eurozóny přidanou hodnotou, nikoli obratem obchodu, je dobrá. Není ovšem příliš operabilní, jelikož data navrhovaná k použití jsou zveřejňována až s velkým zpožděním. Současná praxe má výhodu, že umožňuje zohledňovat aktuální vývoj exportů. Poradcem navržený postup tak může sloužit spíše jako ověření výpočtu vah. Pro operativní práci by ovšem využívání jím navrženého výpočtu bylo obtížné.

Odpověď poradce K. Galuščáka: Je otázkou, jak výrazně se váhy v čase mění. Navržený přístup se dá používat ke kalibraci vah.

Odpověď SM: Bylo by to principiálně možné. Stávající praxe ovšem spočívá v pružné reakci na změny zahraničního obchodu. Aktuální váhy jsou spočítány jako klouzavý průměr obrátů obchodu za poslední rok, což znamená, že se váhy mění s mnohem vyšší frekvencí. Návrh poradce může být zajímavou alternativou k našemu přístupu, ale v naší běžné praxi je těžko využitelný, neboť data, která používá, jsou příliš zpožděná. Otázkou zůstává, co je lepší: jestli výpočet vah na základě přidané hodnoty z dat roku 2014 nebo na základě obrátů vývozu, avšak

zpožděných o pouhé jedno čtvrtletí. Zároveň je možné říci, že v současnosti zřejmě nemá volba výpočtu vah větší implikace do výsledného hodnocení zahraniční situace. Jak SM zmínila v prezentaci, růst v eurozóně je nyní poměrně vyvážený. I ekonomiky Itálie a Francie již vykazují solidní růst. Proto v současné době volba vah nehraje velkou roli.

V. Benda: Nejzávažnějším rizikem je citlivostní scénář vyšších domácích inflačních tlaků. Žádá poradce o vysvětlení jeho stanoviska, proč inflační tlaky nemusí být tak vysoké.

Odpověď poradce K. Galuščáka: Podle situační zprávy je růst mezd vysvětlen do značné míry růstem odměn, což nesvědčí o dlouhodobých fundamentálních tlacích. Je vhodné počkat, zda budou podniky tento vývoj promítat také do růstu základních mezd. Jak ukazuje i šetření podniků v rámci projektu Wage Dynamics Network, mnoho firem upravuje základní mzdy až po Novém roce. To je asi nejsilnější důvod, proč s hodnocením inflačních tlaků počkat. Za druhé, více klesá dlouhodobá nezaměstnanost, a příliv dlouhodobě nezaměstnaných nemá tak velký tlak na růst mezd jako krátkodobě nezaměstnaní. Na druhou stranu nyní déle trvá obsadit volná pracovní místa, což je spíše argument v opačném směru, tedy ve směru vyšších inflačních tlaků. V příloze ve stanovisku je přidaná hodnota po odvětvích v roce 2014 spotřebovaná v tuzemsku a v zahraničí. V průmyslu je velká část přidané hodnoty spotřebovaná v zahraničí, přitom přidaná hodnota je skrze produkční funkci vztažena k výrobním faktorům. Poptávka po práci v průmyslu je ve velké míře ovlivněna vývojem poptávky v zahraničí. Předpoklad citlivostního scénáře o setrvalosti domácích inflačních tlaků tedy značně závisí na vývoji zahraniční poptávky.

V. Benda: Jak silně sekce měnová vnímá scénář vyšších domácích inflačních tlaků? Jedná se o cvičení nebo o plnohodnotnou alternativu?

Odpověď SM: SM zpracovala citlivostní scénář vyšších domácích inflačních tlaků jako reakci na poptávku bankovní rady. Již základní scénář obsahuje relativně dost domácích inflačních tlaků, což odráží pohled sekce. Nicméně existuje možnost, že by se domácí inflační tlaky nemusely zmírnit tak rychle a plynule, jak předpokládá základní scénář, což by následně mohlo vyžadovat rychlejší zpřísnování měnové politiky. I tak by inflace setrvala déle nad cílem než podle základního scénáře prognózy. SM nemá silnou preferenci ohledně publikace tohoto scénáře. Doporučuje však nepublikovat oba citlivostní scénáře zároveň, protože to by mohlo působit jako silný signál rychlého zvyšování sazeb a následně způsobit rychlé posilování koruny, což by bylo kontraproduktivní.

V. Benda: Zaujal jej box k indexu LUCI, jedná se totiž o neortodoxní pohled na hodnocení inflačních tlaků z trhu práce. Podle tohoto indexu jsou inflační tlaky vysoké a rostou. Lze tedy říci, že index LUCI podporuje citlivostní scénář? Poradkyně Dana Hájková si všimla, že při zahrnutí novějších dat hodnota indexu postupně klesá. Znamená to, že dochází k nějaké strukturální změně na trhu práce, která by znamenala, že inflační tlaky z trhu práce budou slabší?

Odpoověď SM: Vyznění boxu skutečně scénář vyšších domácích inflačních tlaků podporuje, protože podle tohoto indexu je trh práce výrazně „natlakovaný“ a toto „natlakování“ se v poslední době ještě poměrně silně zvyšuje. Zapracování nových dat sice opravdu vede k mírnému snížení hodnoty tohoto indexu, nicméně to je technická daná normalizací indexu a neodráží ekonomické fundamenty. Příběh o přehřátém trhu práce je robustní.

M. Hampl: Děkuje sekci měnové za zpracování všech citlivostních scénářů. Zejména oceňuje scénář vyšších domácích inflačních tlaků, který je oproti přípravným schůzkám již intuitivní a měl by být zveřejněn, ovšem nikoliv ve verzi „spící centrální banka“. Je již patrný vliv prvního zvýšení měnověpolitické sazby na klientské sazby? Podle komentářů v situační zprávě na str. 45, je ten vliv malý.

Odpoověď SM: Výnosové křivky se posunují nahoru, to platí pro IRS i pro výnosy vládních dluhopisů. Data za klientské sazby jsou k dispozici pouze za září a zatím nesevďčí o promítnutí zvýšení měnověpolitických sazeb. U klientských sazeb z úvěrů podnikům je zvýšení zanedbatelné. U spotřebitelských úvěrů převažuje dlouhodobý trend jejich poklesu. Silnější růst nastal pouze u sazeb na hypotéky, ale tyto nárůsty – což mohou potvrdit kolegové ze SAO FS – jsou spíše odrazem dopadů makroprudenčních opatření, nutících banky limitovat objem nových obchodů v intervalu 80 až 90 % LTV na 15 % nových úvěrů. Proto zájemcům, kteří mají vysoké požadavky na LTV, banky zvyšují sazbu a to o více než o 0,5 p. b. Nicméně SM očekává, že pokud bude zpříšňování měnové politiky pokračovat a komunikace členů bankovní rady bude konzistentní s vyzněním základního scénáře, nárůst klientských úrokových sazeb se dostaví.

M. Hampl: Jak se změnilo rozpětí mezi tříměsíčním PRIBOrem a REPO sazbou. Vyvíjí se dle našeho očekávání?

Odpoověď SM: Rozpětí mezi tříměsíčním PRIBOrem a dvoutýdenní repo sazbou se zatím chová podle předpokladů i minulých zkušeností. Prognóza předpokládá jeho dlouhodobou hodnotu

0,2 p. b. S očekávaným zvýšením repo sazby na dnešním zasedání toto rozpětí vzrostlo až ke 0,3 p. b. SM očekává, že po provedeném zvýšení opět klesne. Bude samozřejmě záležet na bezprostřední komunikaci na měnověpolitickém zasedání, případně na komunikaci před dalším jednáním, zda bude trh očekávat další zvýšení sazeb ve zbytku roku; v takovém případě by rozpětí mohlo opět vzrůst. Nicméně hodnota 0,2 p. b. je dlouhodobým průměrem tohoto rozpětí.

M. Hampl: Růst mezd ve veřejném sektoru na příští rok se snižuje k 4 %. Jak vysoká je míra nejistoty ohledně tohoto údaje. Jedná se pouze o efekt základny? Nebude tento růst vyšší?

Odpoověď SM: Vývoj mezd ve veřejném sektoru je letos skutečně vysoký z důvodů mnoha opatření, jakými jsou zvýšení mezd u zdravotních sester a příslušníků bezpečnostních sborů a zrušení nejnižších tarifů v sociálních a kulturních službách. V listopadu se projevuje zvýšení platů ve školství o 15 % a plošné zvýšení ve zbytku veřejného sektoru. V příštím roce se projeví efekt srovnávací základny, proto SM předpokládá pokles růstu mezd ve veřejném sektoru ke 4 %. Pro rok 2019 je předpokládán růst mezd v souladu s rozpočtovou dokumentací, respektive se střednědobým fiskálním výhledem, a odpovídá tedy hodnotám, které předpokládá Ministerstvo financí.

I. Pilný (ministr financí): Rád by zmínil několik poznámek k vývoji české ekonomiky. Nedostatek pracovních sil bude přetrvávat, protože žádný systémový a soustavnější příliv pracovníků z regionů, jako je Ukrajina nebo Vietnam, nelze očekávat, a to zejména z politických důvodů. Na pracovním trhu přitom již nejsou k dispozici žádní lidé, kromě věkové skupiny 50+, kterou ovšem rekvalifikační programy výrazným způsobem neoslovují. Bude tak vytvořen velký tlak na mzdy, protože opatření, které přijala vláda v předvolebním rozpočtu, se začne teprve projevovat, jelikož začíná platit teprve od 1. listopadu. Jedná se o poměrně razantní nárůst, který se promítne do základních platů, což následně ovlivní i soukromou sféru. Existuje i tlak na zvyšování minimální mzdy.

Na rozdíl od ČNB neočekává výraznější nárůst investic z veřejných zdrojů, protože evropské programy jednak nejsou úplně adekvátní potřebám české ekonomiky, jednak jsou svázány přílišnou administrativou. Investice ve veřejném sektoru proto klesají. Na základě informací z konference svazu měst a obcí uvádí, že klesají i investice obcí a měst.

Proto je poněkud méně optimistický ohledně vývoje ekonomiky. Politická situace není příznivá pro řešení problémových aspektů české ekonomiky. Tlak na růst mezd ve veřejném sektoru

bude přitom stále pokračovat. Pokud prodavačka v Lidlu má vyšší plat než učitelka v mateřské školce, je potřeba tento problém adresovat.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

J. Rusnok: Zahajuje uzavřenou část jednání a žádá, aby obsah vystoupení byl relevantní pro měnověpolitické doporučení a pro komunikaci.

V. Tomšík: Z měnověpolitického hlediska je důležitý vývoj v domácí ekonomice. Prognóza věrně zachycuje situaci v domácí ekonomice. Růst soukromé spotřeby, která tvoří 60 % HDP, ale i investic je robustní. V souvislosti s růstem mezd lze očekávat další růst disponibilního důchodu domácností a spotřeby, zejména v příštím roce. Domácí inflační tlaky jsou nepochybně přítomné a jsou perzistentní. Tudíž se realizují podmínky úspěšného exitu, kterými jsou udržitelnost domácích inflačních tlaků a tedy také to, že není nutné se vrátit ke kurzovému závazku nebo k nestandardní měnové politice. Na druhou stranu je třeba si klást otázku, zda nebudou domácí inflační tlaky eliminovány zahraničním vývojem. Od minulého měnověpolitického jednání stále není jisté, zda bude ukončena politika kvantitativního uvolňování ECB. To, že se tento program posunul do září příštího roku, a že se snížil objem nákupu aktiv z 60 na 30 mld. měsíčně, ještě neznamená, že bude tento program ukončen. Uvolněná měnová politika ECB signalizuje, že zahraniční inflační tlaky jsou stále slabé, o čemž svědčí předpoklad nízkých růstů zahraničního PPI, a to nepochybně představuje protiinflační faktor pro českou ekonomiku.

I přes vývoj v zahraničí souhlasí s prognózou, tedy s postupným zvyšováním úrokových sazeb. Klade důraz na slovo „postupné“. Postupné zvyšování sazeb je mnohem vhodnější než jednorázové prudké zvýšení. To je konzistentní s prognózou, podle níž by mělo dojít k postupnému zvýšení sazeb s následnou stabilitou úrokových sazeb během dvou čtvrtletí v příštím roce.

Pokud by se realizovaly citlivostní scénáře vyšších inflačních tlaků, bankovní rada bude reagovat. Na rozdíl do snižování sazeb, kde nulová hranice představuje omezení, neexistuje horní mez na zvyšování sazeb.

Zpřísnování měnové politiky je možné dosáhnout přes dva kanály: kurzem a úrokovými sazbami. Zkušenost z předkrizového vývoje ukazuje, že kurzový vývoj může přinášet

překvapení, která vedou k podstřelování inflačního cíle. Dlouhodobé podstřelování inflačního cíle v minulosti vedlo mimo jiné i ke snížení inflačního cíle z 3 % na 2 %. Překvapení z posilování kurzu mohou být opět přítomna. Důležitý je vzkaz z boxu 1. „Překoupenost“ trhu existuje a z přebytků běžného účtu se dá spočítat, že minimálně 5 až 6 let překoupenost bude přítomna. Pravděpodobně se bude jednat o střednědobý faktor, se kterým bude třeba pracovat. Je v praxi vyzkoušeno, není to pouze ekonomická teorie, že publikace předpokladů prognózy ukotvuje očekávání lépe než individuální vyjádření členů bankovní rady o budoucím vývoji sazeb. Není klíčové, zda k obnovení trajektorie kurzu dojde již nyní nebo za tři měsíce, ale důležité je ji obnovit. Může to pomoci lépe uchopit oba kanály – kurz i úrokovou sazbu. Není totiž lhostejné, zda se měnová politika zpříšňuje přes kurzový nebo přes úrokový kanál. Rozdíly jsou v sektorových dopadech i v rychlosti působení. Je mylná představa, že mlžení ohledně kurzu umožní rychlé zvýšení sazeb a rychlé vzdálení se od nulových úrokových sazeb. Komunikace, že k obnovení zveřejňování trajektorie kurzu dojde od první prognózy v roce 2018, bude transparentní a nikdo nebude moci argumentovat, že okamžik obnovení zveřejňování byl oportunisticky zvolen.

T. Nidetzký: Prognóza a její naplňování vytváří dostatek předpokladů pro zvýšení úrokových sazeb a proto, aby se měnová politika normalizovala. Zvýšení dvoutýdenní sazby o 25 b.b. získá pravděpodobně podporu. Otázka je, zda mimořádná ekonomická situace neposkytuje příležitost k tomu, aby zvýšení bylo razantnější a aby odpoutání od nulové hranice úrokových sazeb bylo rychlejší; tato příležitost se již v budoucnosti nemusí opakovat. Pokud by bylo došlo v září ke zvýšení o 25 b.b., dnes o tomtéž zvýšení opět debatujeme. Mandátem ČNB je nejen cenová, ale i finanční stabilita. Zvýšení sazeb je jedním z nástrojů pro stabilizaci trhu úvěrů a nemovitostí, zvláště pokud nejsou k dispozici konkrétní nástroje, o které ČNB usilovala. To platí i s vědomím toho, že se zvýšení úrokových sazeb dotkne nejdříve úvěrů nefinančních podniků, protože zvýšení sazeb se projeví nejprve v klientských sazbách pro nefinanční podniky. U spotřebitelských úvěrů, kde je vysoká marže, se projeví až později. U hypotečních úvěrů se projeví až při změnách fixací.

Se zveřejňováním prognózy kurzu souhlasí. Otázka je načasování. Doporučuje se k debatě vrátit až na začátku roku 2018 při nové prognóze. V současné době by prognózu kurzu nezveřejňoval. Při zveřejnění prognózy kurzu na hodnotě 24,80 Kč/euro v příštím čtvrtletí příštího roku, by mohl být kurz dotlačen na tuto úroveň, což by zavřelo dveře k dalšímu zvyšování úrokových sazeb.

O. Dědek: Přisvojuje si návrh SM zvýšit úrokové sazby o 0,25 p.b. Bilance rizik je pouze mírně proinflační, což znamená, že měnová politika není pod tlakem a tomu by měla odpovídat i kalibrace kroků. Inflační tlaky kulminují, ale v rámci tolerančního pásma, a to včetně citlivostních scénářů. To platí dokonce i ve scénáři, který by se dal nazvat „delší rozpoznávací zpoždění bankovní rady“. Scénář vyšších domácích inflačních tlaků je realistický, ale není vhodné na něj v současné době preemptivně reagovat.

Sdílí hodnocení o tom, že se trh práce přehřívá. ČNB ale necílí mzdivý růst. Mzdivý růst by ale neměl ohrožovat inflační cíl, což se ovšem ani podle citlivostních scénářů neděje. Mzdivý růst by také ani neměl vyvolávat makroekonomické rovnováhy, tzn. ztrátu vnější cenové konkurenceschopnosti. Podle predikce běžného účtu platební bilance se riziko ztráty cenové konkurenceschopnosti nerýsuje. Trh práce je důvodem zvýšené pozornosti, ale jeho stav je stále v mezích mírného rizika proinflačních tlaků.

Jak již zmínil na otevřené části jednání, výrazná „statistická“ překoupenost koruny, projevující se ve vysokých korunových vkladech nerezidentů, nebrání posilování kurzu, o čemž svědčí nedávný vývoj. ECB pokračuje v politice kvantitativního uvolňování a její úrokové sazby jsou záporné. Také centrální banky ve Švýcarsku, Dánsku nebo Švédsku mají záporné úrokové sazby, a to zejména z důvodu bránění nadměrnému posilování národních měn. Česká republika je v podobné situaci: dobré makroekonomické fundamenty v kombinaci s vyšším úrokovým diferenciálem by mohly vyvolávat apreciační tlaky, které by mohly podvazovat ekonomický růst. Tato kurzová nejistota se nejlépe ošetří principem předběžné obezřetnosti, a proto je lepší zvyšovat sazby postupně.

Z hlediska finanční stability by úrokové sazby měly být výše, než jsou nyní. Vyšší úrokové sazby by „ochladily“ trh nemovitostí, ale mohly by způsobit problémy s apreciací kurzu. Existují ale i optimistické signály svědčící o tom, že by hypoteční vlna mohla již kulminovat. Publikování prognózy kurzu je návrat k tomu, co se dlouhodobě osvědčilo. Je příznivcem transparency a publikování by mohlo přispívat k ukotvování kurzových očekávání. Vhodný okamžik je ten, kdy prognóza není daleko od reality, což platí v současné době. Je rozumné postupovat pomalu a oznámit, že k obnovení prognózy kurzu dojde při první situační zprávě v roce 2018.

M. Mora: Přidává se k těm členům bankovní rady, kteří souhlasí s hodnocením situace se sekci měnovou. Růst mezd a spotřeby v domácí ekonomice i zahraniční poptávka představuje

proinflační faktor. Zahraniční index cen výrobců je protiinflační faktor, stejně jako politika ECB, která nás ovlivňuje více, než si řada členů bankovní rady připouštěla. Dalším protinflačním faktorem jsou politická rizika ve světě, která, pokud by se materializovala, by otřásla finančními trhy a začala by působit protiinflačně. Domácí fiskální politika bude působit lehce expanzivně, takže je správné zpřísnit politiku měnovou.

Pokud existují nejistoty ohledně vývoje kurzu, existují implicitně i nejistoty ohledně úrokových sazeb. Proto souhlasí s O. Dědkem o postupných krocích, což znamená zvyšovat pouze o 25 b.b. a ne o více. Zároveň je důležité nebát se změnit úrokové sazby i v případě malých situačních zpráv, pokud by to bylo nutné. Odkazuje tím na debatu na minulém měnověpolitickém jednání, na němž někteří členové měli pocit, že je lepší se změnou sazeb počkat na plnohodnotnou prognózu. Pokud je to potřeba, úrokové sazby se mají zvyšovat i bez plnohodnotné prognózy. Doporučuje opatrnou komunikaci, protože „jestřábí“ komunikace může způsobit posílení kurzu, což by vedlo k tomu, že se sazby nakonec nezvýší. Doporučuje tedy zvýšení pouze o 25 b.b. Táže se SM, zda bilance rizik je mírně vychýlená proinflačním směrem i při zvýšení o 25 b.b.

T. Holub (ředitel SM): Ano, tak je to i standardní. Rizika jsou chápána vždy nad rámec prognózy a současná prognóza má v sobě již zvýšení o 0,25 p.b. Mírně proinflační rizika naznačují, že by zvýšení sazeb mohlo být i vyšší.

M. Mora. V takovém případě nesouhlasí s hodnocením rizik a vidí je jako vyrovnaná. Nesouhlasí se zveřejňováním citlivostních scénářů, protože to by mohlo být kontraproduktivní, zejména v situaci, kdy není jasné, jak se bude vyvíjet kurz.

ČNB je jediná centrální banka, která kurz zveřejňovala ve formě nominálního kurzu k euru; ostatní centrální banky zveřejňují efektivní reálné kurzy. Pokud je ČNB jediná na světě, kdo kurz zveřejňuje touto formou, je otázka, zda je to správné. Nicméně zdá se, že existují dobré zkušenosti s touto formou. Podporuje tedy kompromis zveřejnit prognózu kurzu až s další prognózou a oznámit to dnes.

Při minulých diskuzích o kurzovém vývoji byla identifikována řada milníků: na konci června končil tzv. měkký závazek, v září maturovaly státní pokladniční poukázky, hranice 25,80 byla chápána jako milník, protože to byla úroveň kurzu před přijetím závazku. Při jejich překročení se nic závažného nestalo. Ze strany SBO však zaznělo, že určitým milníkem by mohl být konec

roku díky možnému uzavírání pozic, takže intervenční mandát by bylo dobré zachovat do počátku roku 2018.

V. Benda: Domácí silné proinflační faktory vyplývají z vývoje na trhu práce, ze svižného růstu mezd a ekonomického růstu. Na druhé straně jsou přítomny zahraniční nízkoinflační faktory, které zmiňoval již viceguvernér Tomšík. Příkladá větší váhu domácím faktorům a vidí velké riziko naplnění citlivostního scénáře vyšších domácích inflačních tlaků. Proto by měla měnová politika pokračovat ve zpřísnění a to i přes to, že politika ECB v současnosti omezuje manévrovací prostor domácí měnové politiky. Z hlediska domácích inflačních tlaků by bylo možné zvýšení o 50 b.b. Proti tomu stojí vývoj kurzu koruny. Trh s korunou začíná fungovat očekávaně, byť ne tak silně jako před zavedením kurzového závazku. Od září kurz posílil o 1 %, což odpovídá zvýšení o 25 b.b., byť tyto dva kanály zpřísnění není možné úplně srovnávat. Akceptuje názor SM a SBO, že případné velké skokové změny úrokové sazby by mohly na trhu vyvolat komunikační šum.

Přiklání se k doporučení SM na zvýšení úrokových sazeb o 25 b.b. Podporuje akcent v MPD, že by se o zvýšení sazeb mělo diskutovat na každém měnověpolitickém zasedání, nejenom tehdy pokud je k dispozici nová prognóza. Pokud by rozhodování byla odkládána pouze na zasedání, kde je k dispozici nová prognóza, tak by zvyšování muselo být razantnější.

Co se týče zveřejnění prognózy kurzu, tak tu podporuje už od současné prognózy. Bude potřeba vzdělat trh, že zveřejnění prognózy je něco jiného než kurzový závazek. Jedná se o nástroj komunikace, jakou změnu úrokových sazeb oproti prognóze má trh očekávat, pokud se kurz od prognózy odchýlí.

Souhlasí s opuštěním intervenčního mandátu SBO. Nedoporučuje zveřejňovat box o překoupenosti devizového trhu. Přiklání se k publikaci citlivostního scénáře na vyšší inflační tlaky z domácí ekonomiky.

M. Hampl: Heslem dne je normalizace měnové politiky. Podporuje názor SM zvýšit repo sazbu o 0,25 p.b. a lombardní sazbu zvýšit na 1 %, neboť to vede k normalizaci rozpětí mezi diskontní a lombardní sazbou. Je představitelné i vyšší zvýšení základní úrokové sazby, ale pro takové zvýšení nebyly předloženy silné argumenty. Normalizace také znamená, že je lepší zvyšovat úrokové sazby po standardních krocích, třeba i častěji. Zvýšení o více než 0,25 p.b. u některých tržních hráčů může vyvolat, byť neopodstatněně, dojem paniky. Kompenzací za vyšší zvýšení sazeb je zveřejnění citlivostního scénáře vyšších domácích inflačních tlaků, který ukazuje rizika

na proinflační straně a který ukazuje, že existuje možnost rychlejšího zvyšování sazeb. Podporuje tedy jeho zveřejnění. Nepodporuje zveřejnění scénáře „spící centrální banka“, jeho zveřejnění by mohlo uškodit.

Co se týče zveřejnění prognózy kurzu, platí, že je občas dobré dělat to, co nedělá nikdo jiný na světě; s tím má ČNB dobrou historickou zkušenost. Zveřejňování scénáře má přínosy i náklady, které byly diskutovány již v minulosti. Navrhuje zveřejnit kurzovou prognózu již nyní. Zveřejnění lze odložit i na později, ale pokud se ke zveřejnění ČNB zaváže, pak je potřeba jej udělat i v případě nepříznivého vývoje kurzu či jeho prognózy. Proto je vhodnější udělat tento krok okamžitě.

Doporučuje nezveřejňovat scénář překoupenosti trhu. Tento scénář nemá žádné komunikační přínosy.

Jako prvek normalizace doporučuje i zrušit mandát SBO.

Reaguje na diskuzi ohledně změny inflačního cíle ČNB, která byla rozhodnuta v roce 2007 a realizována od roku 2010. Ke změně inflačního cíle nedošlo kvůli jeho podstřelování; podstřelování bylo jenom jedním z oportunistických důvodů, proč změnu cíle udělat bez dodatečných nákladů. Hlavní důvody byly jiné: (a) 2% inflační cíl je standardní cíl ve vyspělých ekonomikách, (b) pro část bankovní rady to byl nástroj snazšího plnění konvergenčních kritérií.

J. Rusnok: Děkuje za dosavadní diskuzi, která byla věcná. Každé měnověpolitické jednání lze přirovnat k terapii. Na současném jednání nejsou pochybnosti o tom, kterou účinnou látku použít, ale zda jí použít více či méně.

Děkuje sekci měnové za návrh slova „neutralizace“, slovo „normalizace“ má nepříznivý historický nádech. ČNB směřuje k neutralizaci měnové politiky. Zdá se, že bankovní rada dochází ke konsensu o velikosti zvýšení sazeb. Zvýšení o 0,5 p.b. by mohl být adekvátní krok, který by ale byl komunikačně složitý, a proto se přiklání k návrhu SM na zvýšení o standardních 0,25 p.b.

Na minulém jednání byly předloženy relevantní důvody pro stabilitu měnověpolitických sazeb a k žádné měnověpolitické chybě nedošlo. Nejedná se tedy o novou doktrínu neměnit nastavení měnové politiky bez plnohodnotné prognóza. Pokud následující vývoj ukáže, že se situace přibližuje citlivostnímu scénáři s vyššími domácími inflačními tlaky, neexistuje důvod, aby při projednávání malé situační zprávy nedošlo k dalšímu zvýšení sazeb.

Názor dvou klíčových sekcí na zveřejňování trajektorie kurzu se liší. SM navrhuje okamžité zveřejnění, SBO navrhuje počkat. Není také zřejmé, zda bude zveřejnění prognózy kurzu

pochopeno tak, jak bývalo chápáno před zavedením kurzového závazku. Souhlasí s M. Hamplem, že pokud se ČNB zaváže ke zveřejnění prognózy kurzu od příští velké situační zprávy, pak je nutné ji zveřejnit bez ohledu na vývoj kurzu v meziobdobí. Nicméně se to jeví jako přijatelná cesta. Dovede si představit, že ke zveřejnění dojde i, aniž by se ČNB nyní k němu zavázala.

Původně nechtěl zveřejňovat žádný citlivostní scénář, neboť citlivostní scénáře jsou součástí tvorby prognózy a doporučení a nejsou finálním produktem. Nicméně chápe argumenty pro zveřejnění citlivostního scénáře s vyššími inflačními domácími tlaky z komunikačních důvodů. Požaduje názor SBO ohledně zrušení mandátu, zda jej zrušit již teď nebo jeho zrušení odložit o jedno zasedání.

K. Bauer (ředitel SBO): Po opuštění kurzového závazku se neobjevila dramatická volatilita kurzu, mantinely mandátu jsou široké a kurzový vývoj je od nich daleko. Těžko by se hledal scénář ukazující na nutnost okamžité reakce. Blíží se konec roku, což je období s nízkou likviditou na trhu, ale SBO se umí s touto situací vyrovnat. Proto z pohledu SBO není pokračování mandátu nutné. A hlavně SM nevidí rizika z hlediska zpožděné reakce.

Ivan Pilný (ministr financí): Děkuje za slovo. Chtěl by říci pár věcí, aniž by chtěl ovlivňovat rozhodnutí bankovní rady. V minulosti existovalo období se stabilní politickou situací bez ohledu na hodnocení vlády, jejímž je členem. Tato situace končí, a proto bude potřeba stabilní a čitelné kotvy. Proto se přimlouvá za uváženou a transparentní komunikaci ČNB. Kurzový závazek bezpochyby české ekonomice pomohl.

Chtěl by vyzvat bankovní radu k odvaze a to i ve směru, ke kterému nemá politická reprezentace odvalu. Je potřeba se jasně vyjádřit ke směřování České republiky a to i ve vztahu k eurozóně. Vidí na konferencích ministrů financí, že se Česká republika dostává do pozice problematického člena. Bylo by dobře, aby ČR měla uváženou, nikoliv nutně razantní, trajektorii svého dalšího směřování. Netransparentnost České republiky v EU velmi škodí. ČNB jako nepolitická instituce může velmi přispět k jasnému směřování.

Věří, že předvolební atmosféra, která znemožnila přijetí návrhu zákona, který spolu předkládaly ČNB a MF, se uklidní. Doufá, že podobný návrh bude znovu předložen a že se atmosféra změní a umožní jeho přijetí.

J. Rusnok: Děkuje za vystoupení a zve pana ministra na oběd, kde bude příležitost tyto záležitosti dále prodiskutovat. Otevírá druhé kolo diskuze.

V. Tomšík: Zvýšení úrokových sazeb o více než 25 b.b. má vždy signální efekty. Takové zvýšení by mohlo vyvolat otázku, které faktory budoucího vývoje ČNB nezveřejnila. Souhlasí s tím, že neexistuje žádná doktrína bránící pohybu sazeb při projednávání malých situačních zpráv. Inflační očekávání jsou dobře ukotvená a tomu odpovídají uvážené a postupné kroky. Zvýšení o více než standardní krok 0,25 p.b. může způsobit vyšší volatilitu a nervozitu na trzích. Bylo zmíněno, že z pohledu finanční stability a zejména trhu nemovitostí, by bylo vhodné mít vyšší úroveň úrokových sazeb. Během období nízkých úrokových sazeb vzrostla zadluženost domácností, nejen v ČR ale v téměř všech vyspělých zemích. Skokové zvýšení úrokových sazeb může tedy finanční situaci domácností zhoršit. Je tedy žádoucí vyslat signál domácnostem, že bude docházet k pozvolnému zvyšování úrokových sazeb; není dobré domácnosti skokově zatížit.

Souhlasí s M. Hamplem, že pokud se zavážeme ke zveřejnění trajektorie kurzu, pak je třeba tento závazek dodržet. Pokud by to podporovala většina členů, kurzová trajektorie se může zveřejnit i dnes. Ale je také možné se zavázat ke zveřejnění až s příští prognózou. I případný nečekaný vývoj kurzu by neměl být překážkou, neboť se jedná o prognózu, nikoliv o závazek. Takový vývoj by mohl komunikaci paradoxně pomoci.

Souhlasí s M. Hamplem, že existovaly i jiné faktory pro snížení inflačního cíle. Nicméně česká ekonomika byla opravdu dlouhodobě překvapována silnou apreciací české měny a je dobré si tuto situaci připomenout, neboť se může opakovat.

V. Benda: Na prosincovém zasedání nebude k dispozici nová prognóza, nicméně bude k dispozici GRIP. Pokud bychom již na tomto zasedání zveřejnili prognózu kurzu, pak by bylo možné v prosinci zveřejnit i GRIP, což je jeden z komunikačních nástrojů. Jinak to možné není. Ačkoliv chápe argumenty pro odložení zveřejnění prognózy kurzu, významným argumentem pro okamžité zveřejnění je možnost použít již v prosinci GRIP jako nástroj komunikace.

J. Rusnok: Bude ale třeba připomenout trhu, jaký je rozdíl mezi prognózou kurzu a závazkem. Na tento rozdíl mohli mnozí tržní hráči zapomenout.

M. Hampl: Souhlasí. Tržní hráči mohli zapomenout také na spoustu jiných věcí, jako např. na to, že ve standardních časech členové bankovní rady vyjadřují své individuální názory na optimální nastavení měnových podmínek. A to je jim třeba připomenout.

Po debatě souhlasí s odložením zveřejnění prognózy kurzu. O tom, zda toto zveřejnění bude oznámeno dopředu či nikoliv, navrhuje hlasovat.

Reaguje na vystoupení pana ministra. Pan ministr ví, že dle zákona ČNB nesmí přijímat žádné pokyny. Měnová stabilita je oproti některým jiným zemím regionu střední a východní Evropy dlouhodobým znakem české ekonomiky. To je dáno do značné míry tím, že je respektována nezávislost ČNB a že bankovní rady v minulosti uměly přijímat krátkodobě nepopulární opatření. Odvaha ČNB nebude tedy nový stav, neboť byla již v minulosti mnohokrát prokázána. To se ukazuje i v tom, že trh s českou korunou reaguje na politické události pouze slabě. Oddělení ČNB od politické reprezentace se projevuje také tím, že dodnes za 10 let navštívil ministr financí jednání ČNB pouze čtyřikrát, což je v zásadě správné. Na obědě pak panu ministru sdělí své názory na to, co dělat, aby ČR byla schopná více prosazovat své zájmy v Evropské unii.

M. Mora: Vrací se k otázce zveřejňování prognózy kurzu. Je potřeba nejen naučit trh, co to přesně znamená, ale také sladění chápání napříč bankovní radou je důležité.

T. Holub: Upřesňuje, že se nejedná o předpoklad prognózy, ale o součást endogenní prognózy.

J. Rusnok: Vidí jako přijatelné pouze dvě varianty. Odložit zveřejnění bez závazku nebo odložit a zavázat se, že prognóza kurzu bude zveřejněna s příští prognózou. Táže se T. Holuba, která možnost je preferovaná z pohledu SM.

T. Holub: Bylo již trhu naznačeno, že k návratu ke zveřejňování dojde při poslední prognóze v roce 2017 nebo při první prognóze v roce 2018. Takže z pohledu SM není problém se zavázat ke zveřejnění při první situační zprávě 2018.

J. Rusnok: Takže je možné se ke zveřejnění prognózy kurzu zavázat a využít čas k edukaci trhu.

III. Úkoly

Nebyly zadány.

IV. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy bankovní rada jednomyslně rozhodla zvýšit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,25 procentního bodu na úroveň 0,50 %. Současně zvýšila lombardní sazbu o 50 bazických bodů na 1,00 %, diskontní sazbu ponechala na úrovni 0,05 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali Jiří Rusnok, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Vojtěch Benda, Oldřich Dědek, Marek Mora, Tomáš Nidetzký.

Zapsal: Jan Brůha, sekce měnová