

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 21. prosince 2017

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 8. situační zprávy

U příležitosti projednávání poslední letošní situační zprávy většina členů bankovní rady poděkovala sekci měnové za všechny podklady k rozhodování, které jsou ve vysoké kvalitě obsahové i formální. Poděkování patří i sekci bankovních obchodů, odboru finanční stability a poradcům.

O. Dědek: Ptá se na překoupenost koruny z hlediska mezinárodního srovnání, např. z pohledu držby domácích dluhopisů zahraničními investory.

M. Mora: Připojuje se k dotazu na vývoj koruny související s překoupeností trhu, a zda působí i technické faktory, např. optimalizace bilancí bank nebo konec roku.

J. Rusnok: Rovněž se zajímá o překoupenost trhu s korunou, zejména ve vazbě na stanovisko poradce, ve kterém se uvádí „Pokud bychom měli být kvůli překoupenosti trhu překvapováni v souhrnu ve směru pomalejšího zhodnocování, pak vzhledem ke kratší transmisi kurzu než sazeb měnová politika nebude stačit reagovat a bude docházet k nadstřelování inflačního cíle.“

Odpověď sekce měnové (dále jen SM) (v diskuzi o překoupenosti koruny): Oproti boxu z minulé zprávy není moc nových informací. Navzdory přetrvávajícím vysokým pozicím bylo v poslední době vidět, že koruna posílit umí, není to automatická brzda proti posilování. Záleží také na tom, co trh čeká z hlediska rychlosti zvyšování úrokových sazeb. Momentálně se do hry dostávají i faktory spojené s koncem roku. V mezinárodním srovnání je koruna – navzdory překoupenosti trhu – jednou z nejvíce posilujících měn.

Odpověď sekce bankovních obchodů (dále jen SBO) (v diskuzi o překoupenosti koruny): Dlouhá pozice na korunu nemizí, jenom se mění struktura. Asi nezmizí jinak než výkonem reálné ekonomiky a potenciálně aktivitou ČNB. Překoupenost trvá dál, možná s jinou motivací než původně. Mezinárodní srovnání překoupenosti trhu s korunou je obtížné. Obecně se dá říci, že pozice jsou spíše větší než by odpovídalo objemu prostředků zahraničních investorů a velikosti ekonomiky. Držba domácích dluhopisů zahraničními investory plně nevyjadřuje velikost expozice na korunu, další významnou část představují zajištěné investice. Držba domácích dluhopisů v rukou zahraničních subjektů spíše souvisí se schopností země prodávat dluhopisy. V jiných zemích činí podíl zahraničních subjektů i 60 %, v ČR je v současnosti nad 40 %.

Odpověď samostatného odboru finanční stability (dále jen SAOFS) (v diskuzi o překoupenosti koruny): V Polsku a Maďarsku byly vydávány vládní bondy i v cizích měnách. Pokud jde o eurozónu, tak většinu bondů drží ECB nebo jiné centrální banky ve svých rezervách, což se může týkat i skandinávských zemí, takže to nelze jednoduše srovnat.

Odpověď poradce (D. Hájková) (v diskuzi o překoupenosti koruny): Měnový kurz má výrazně kratší transmissi do inflace než úrokové sazby, které působí přes reálnou ekonomiku. Pokud by překoupenost trhu měla snižovat tempo posilování kurzu, byli bychom překvapováni slabším kurzem a tuto informaci bychom měli zpožděnou.

J. Rusnok (v diskuzi o překoupenosti koruny): Zároveň to může působit i obráceně. Když budeme překvapováni slabším kurzem, budeme mít větší tendenci zvyšovat úrokové sazby.

Odpověď poradce (D. Hájková) (v diskuzi o překoupenosti koruny): To ale není optimální. Reakce měnové politiky v tom případě nebere v úvahu správnou kurzovou trajektorii.

O. Dědek: Vyšší růst investic implikuje rychlejší růst produktivity a možná nižší inflační tlaky. Prosí o komentář k uvedenému vztahu.

V. Tomšík: Připojuje se s dotazem na růst soukromých investic a produktivity. Znamená to i přehodnocení prognózy inflace v roce 2018, příp. 2019? Bude přehodnocen i steady state? Další dotaz se týká vládních investic; prognóza předpokládala jejich vysoký růst, aktuální data jsou nižší. Není jednoduché programy čerpání fondů EU připravit a následně rozjet stavby. Co bude prognóza předpokládat v této oblasti do budoucna?

V. Benda: Dotaz na vývoj investic upřesňuje především z pohledu, zda růst soukromých investic směřuje do exportně orientovaného sektoru nebo do sektoru orientovaného na domácí poptávku.

Odpověď SM (k vývoji investic): Nejistota spojená s vývojem investic vychází z pozorování ve druhém a třetím čtvrtletí, které překvapilo směrem nahoru. Pokud by tento růst pokračoval i ve čtvrtém čtvrtletí, příp. i v příštím roce, tak pravděpodobně dojde k přehodnocení na počáteční podmínce, což by se projevilo i v prognóze na roky 2018 a 2019. Steady state se nezmění, na základě jednoho pozorování se neupravují dlouhodobé vlastnosti modelu. Při přípravě nové prognózy se však bude diskutovat, jak růst investic promítnout do vývoje produktivity.

Růst investic, zejména v průmyslu, je plošný a méně se týká exportního sektoru, investice v automobilovém průmyslu letos příliš neožívají.

Pokud jde o vládní investice, tak tyto dle údajů ČSÚ letos nerostly, ačkoli prognóza předpokládala jejich oživení. V registru veřejných zakázek pro druhou polovinu letošního roku je indikován poměrně výrazný nárůst, ale v porovnání s roky 2015 a 2016 zde není „Damoklův meč“ nutnosti vyčerpat finanční zdroje z EU, současně registr neobsahuje dobu trvání zakázky. Dá se tedy předpokládat, že některé investice se odsunou v čase, čerpání zdrojů z EU může trvat až do roku 2023. Zároveň se u vládních investic nepředpokládá dopad do produktivity.

Z rozpočtové stránky je možné doplnit, že prognóza očekávala zejména odeznění propadu v loňském roce (z 80 mld. Kč na 20 mld. Kč) a postupný návrat vládních investic financovaných z fondů EU na cca 50 mld. Kč. Otázka je, jak rychle se z toho dna budeme k těm 50 mld. vracet. Minulá vláda si vyjednala výjimku z povinnosti znovu provést EIA na některé infrastrukturní projekty, ale bohužel v těchto případech se ještě do země nekoplo. Pro prognózu to znamená negativní překvapení. Pro letošní rok kladná nula bude vykázána a v nové prognóze bude zřejmě nižší dynamika u celkových vládních investic i těch financovaných z fondů EU. Lze tedy očekávat určitý úrovnový posun a posléze nárůst k 50 mld. Kč, což v meziroční dynamice bude v nové prognóze znamenat snížení očekávané skutečnosti za letošní rok a další roky budou zhruba

podobné jako v minulé prognóze s tím, že úrovně budeme o něco nižší. Podle informací MMR a MF u tuzemských zpracovatelů je pod smlouvou asi 46 % alokace, 23 % už bylo proplaceno a u 9 % byla o proplacení požádána Evropská komise. V této oblasti se tedy evidentně děje něco v pozitivním směru, ale přesné rozložení do čtvrtletí a roků je dost v mlze a bude se dále zpřesňovat. Drobný střípek do mozaiky: v říjnu byl po dlouhé době zaznamenán aspoň nepatrně kladný růst v inženýrském stavitelství, což je náznak toho, že se meziročně začínají zvyšovat – zatím velmi opatrně – i infrastrukturní investice.

O. Dědek: V současnosti se uzavírají kolektivní vyjednávání. Dotaz zní, zda jsou k dispozici nějaké informace, co by to mohlo znamenat pro příští mzdový nárůst.

Odpověď SM (v diskuzi o kolektivním vyjednávání): Výsledky kolektivního vyjednávání budou dostupné v prvním čtvrtletí 2018. Je to součást společného šetření se Svazem průmyslu. Řada podniků totiž kolektivní vyjednávání uzavírá až v dubnu.

Aktuálně už jsou k dispozici údaje ohledně očekávaného růstu mezd v podnicích v příštím roce. Šetření tradičně hodně podhodnocuje skutečný vývoj, někdy jsou čísla až směšně nízká vzhledem k aktuálnímu vývoji. Ale přece jen i v tomto šetření si firmy začínají uvědomovat, že mzdy porostou rychleji. V předběžných výsledcích je očekáván růst okolo 4 %, což vzhledem k systematickému podhodnocování je relativně vysoké číslo.

O. Dědek: V ČR jsou údaje o jádrové inflaci a CPI víceméně shodné, v eurozóně je jádrová inflace výrazně pod CPI. Ptá se na vysvětlení, zda je to dáno například jinou strukturou koše. V eurozóně je nízká jádrová inflace častým argumentem pro pokračování uvolněné měnové politiky.

Odpověď SM (v diskuzi o rozdílu jádrové inflace v ČR a eurozóně): Tato skutečnost souvisí s nižším růstem mezd. Vedle toho v prognózách ECB nefunguje endogenita měnové politiky. ECB stále zveřejňuje prognózu, že ani v roce 2020 inflace nedosáhne 2 %. Jak pak chce ukotvit inflační očekávání na 2 %? Náš rámec funguje tak, že inflace se vždy pohybuje směrem ke 2 % a říkáme, co je potřeba udělat pro to, abychom se k nim dostali. ECB k tomu sama nechtěně přispívá tím, jak má nastavenou tvorbu prognóz. Oni by měli být ti, kdo přesvědčuje všechny subjekty, že inflace bude už v roce 2019 na 2 %, a to nedělají. To se pak může promítat i do mzdového vývoje. Pokud všichni čekají, že inflace bude 1,5 %, tak od toho odvozují mzdový vývoj a nakonec inflace bude 1,5 %. Pak tedy začínají fungovat efekty sebenaplňujících se očekávání.

J. Rusnok (komentář k inflaci v eurozóně): Různá vyjádření nasvědčují tomu, že v ECB narůstá spor mezi těmi, co chtějí rychleji ukončit expanzivní politiku, a ostatními. Není divu, inflace už je dávno tam, kde by formálně měla být, byť jádrová inflace úplně ne. Inflace na Slovensku, v Pobaltí, v Německu je už úplně někde jinde. Ten rozpor tam narůstá a současně mají panickou hrůzu z toho, že se zvýší úrokové sazby na trhu, což samozřejmě pro financování Itálie a podobných zemí je děsivé.

T. Nidetzky: Má dotaz k rozpětí mezi diskontní a repo sazbou. Ze začátku to skutečně fungovalo tak, že banky významně využívaly repo operace, v čase se však rozdíl velmi snížil. Ptá se, zda faktické fungování rozpětí je v praxi omezeno. I v minulém stanovisku poradce bylo zmíněno, že obava z diferenciálu při zvyšování úrokových sazeb by nemusela být tak velká.

Odpověď SBO (v diskuzi o diferenciálu): Pro forexový trh SBO nepovažuje za správný úrokový diferenciál vyjádřený jako rozdíl EURIBOR - PRIBOR nebo dokonce stínová sazba EURIBOR - PRIBOR. To je pro trh hůře dosažitelné. SBO za diferenciál považuje rozdíl depozitní sazba v EUR - depozitní sazba v Kč, případně implikované sazby ze swapů. Tržní úrokový diferenciál (cca 40 bodů) je tak v tomto případě výrazně menší při kalkulaci pomocí EURIBORu.

V tuzemských podmínkách SBO doporučuje cílovat rozpětí mezi repo sazbou a diskontem ve výši 1 p. b. Současných 45 bodů není dostatečně motivujících k tomu, aby se subjekty přesunuly do repo facility z řady důvodů. K nim patří různé limity, absence repo smlouvy, regulace risk managementu mateřských bank ap.

Přesuny mezi depem a repem souvisejí mj. s efekty konce měsíce a roku. Uložit peníze přes konec roku je drahé. Cena za O/N úložku z 31. prosince do prvního pracovního dne v lednu byla až -40 %. To je dopad existence rezolučního fondu. Projevuje se to i v eurozóně, ale ne tak masivně, cena úložky dosahuje cca -4 až -5 %.

V. Tomšík: Jaké je vnímání měnové politiky ECB? Je snížení nákupů aktiv a prodloužení termínu jejich realizace až do září 2018 považováno za hard commitment?

Odpověď SM (v diskuzi o snížení nákupů aktiv ECB): SM to vnímá jako hard commitment.

Odpověď SBO (v diskuzi o snížení nákupů aktiv ECB): Trh snížení nákupů považuje za hard commitment. ECB se snaží vyhnout scénáři, který prodělal Fed, když před pár lety naznačil snižování nákupů a okamžitě narostly dlouhodobé sazby. To ECB motivuje být výrazněji dovish, než jak by asi za jiných okolností byla. Mario Draghi několikrát naznačil, že sazby nebudou zvýšeny, dokud nebudou ukončeny nákupy aktiv.

V. Benda: Co je důležitější pro inflační tlaky z hlediska mezd: průměrná mzda nebo wage bill?

M. Hampl: Jak přesně poznáme, že inflační tlaky kulminují?

Odpověď SM (v diskuzi o inflačních tlacích): Důležité jsou oba indikátory. Za indikátor inflačních tlaků primárně považujeme průměrnou mzdu jakožto ukazatel mezních nákladů na produkci, tzn. nákladový nebo nabídkový faktor. Naproti tomu wage bill je důležitý při prognóze spotřeby domácností, tedy spíše z hlediska poptávkového tlaku na inflaci.

Věta o kulminaci inflačních tlaků ze situační zprávy je popisem rozkladů budoucího vývoje mezních nákladů v prognóze, kde kulminaci v kratším období zajišťovalo protiinflační působení dovozních cen s vazbou na vývoj kurzu. Dovozní ceny skutečně prohlubují svůj pokles, je to hodně koncentrované v položkách s vyšší přidanou hodnotou, které vstupují do spotřebního koše. U domácích inflačních tlaků existuje nejistota, mj. vyjádřená i citlivostním scénářem. Kulminace inflačních tlaků souvisí i se zrychlením růstu produktivity, což bude "issue" pro novou prognózu.

M. Mora: K protichůdnosti vývoje automobilového průmyslu se ptá, jestli se jedná o poptávkovou nebo nabídkovou záležitost, zda naše ekonomika naráží na kapacitní problémy.

J. Rusnok: Máme nějakou představu o budoucím zakázkovém krytí, zejména v průmyslu? Objevují se rozporuplné informace: na jedné straně některé podniky nestačí vyrábět, na druhé straně je vidět pokles objednávek, může to samozřejmě být v různých oborech.

Odpověď SM (v diskuzi o vývoji automobilového průmyslu): U zahraniční poptávky je možné pozorovat nejednoznačný vývoj: na jedné straně růst v eurozóně je momentálně nejrychlejší za posledních zhruba 10 let, na druhou stranu v automobilovém sektoru, který je pro ČR významný, se poptávka spíše tlumí. Trochu to bylo vidět i na našich domácích maloobchodních tržbách; poptávka v tomto sektoru se oživila relativně brzy v cyklu, již v letech 2013 až 2014, a teď se objevují známky saturace – firmy obnovily vozové parky a momentálně poptávka nevzniká. Tím se může rozcházet vývoj zahraničního HDP s tím, jak je ČR schopna efektivně vyvážit. Sektorově možná automobilový sektor neporoste tak skvěle, ale celkově je vývoj v Evropě pozitivní a poptávka by měla růst, i když se v ČR někde může střídat s kapacitním omezením (nejen z hlediska zaměstnanců, ale i materiálu).

V národních účtech je problém s očištěním o nestejně počty pracovních dnů, navíc v roce 2016 došlo v automobilovém průmyslu k posunům v celozávodních dovolených, což má vliv na metodu sezonního očištění. Mezi druhým a třetím čtvrtletím je proto určitá datová nejistota. První polovina roku byla (podobně jako loni) skvělá, druhá polovina bude slabší a to se projevuje i na datech národních účtů.

O. Dědek: Reakce hypotečních sazeb (dle stanoviska odboru finanční stability) na dosavadní zvýšení měnověpolitických sazeb o 0,5 p. b. je skoro zanedbatelná. Jaký je důvod? Je důvodem přetlak konkurence na hypotečním trhu? Na druhé straně výnos dlouhodobého dluhopisu se zvýšil. Čekal by, že hypotéky budou více navázány na tyto dlouhodobé sazby a prosí o komentář.

Odpověď SM (v diskuzi o transmisi do hypotečních sazeb): Od historického dna, které bylo dosaženo loni na podzim, se průměrná sazba z hypoték zvýšila o 0,3 p. b. To není mnoho. Výnos desetiletého vládního bondu, což je benchmarková sazba pro klientské obchody bank, se od léta zvýšil z 1 % zhruba na 1,5 %. Transmise v minulosti nikdy nefungovala plně a v krátkém období byla rozprostřena v čase, ale byla průzračná. Součástí plánu SM je v příštím roce, možná ve spolupráci se sekci finanční stability, opráší naše znalosti v oblasti interest rate pass-through. Budeme bedlivěji sledovat, jak rostoucí sazby finančního trhu budou prosakovat do klientských úrokových sazeb. U hypoték banky klientům zpříšňují podmínky v jiných segmentech; reagují na úpravy LTV, limity a podobně a snaží se neodradit klienty. V tomto ohledu je vidět určitá snaha moc nezpříšnit celkové podmínky a neodehnat klienty ke konkurenci, což může transmisi zpomalovat.

Odpověď SAOFS (v diskuzi o transmisi do hypotečních sazeb): Pětileté IRS a výnosy dluhopisů šly skutečně nezanedbatelně nahoru, ale je otázkou, co s tím udělá struktura trhu. Ta je velmi oligopolistická, má své cenové vůdce, na které čekají menší subjekty. Významný vliv na cenovou politiku mají také zprostředkovatelé. Ti všichni pak mezi sebou hrají určité hry, což vrhá do soukolí poměrně hodně písku a reakce hypotečních sazeb na nárůst tržních sazeb může být pomalá. Dalším faktorem jsou očekávání o vývoji dlouhodobých sazeb. Pokud začnou vznikat očekávání, že dlouhodobé sazby neporostou, tak budou mít banky podnět, aby klientům vyšší sazby z hypoték nenabízely. Celkově lze říci, že soukolí funguje pomalu, ale postupně by k určitému nárůstu sazeb hypotečních úvěrů dojít mělo.

J. Rusnok: Otázka také je, jak kvalitní ten index je, a jestli tam při zpříšnění není nějaký strukturální posun.

T. Nidetzký: Hypoindex sestavuje Fincentrum. Dvě třetiny distribuce (hypoték) zajišťují externí zprostředkovatelé, kteří tlačí na cenu.

Odpověď SM (v diskuzi o transmissi do hypotečních sazeb): SM sleduje údaje o klientských úrokových sazbách primárně z naší bankovní statistiky.

M. Mora: Vznáší dotaz na úvěry v oblasti nemovitostí, jejichž příspěvek v říjnu 2017 je téměř nulový.

Odpověď SM (v diskuzi o úvěrech v oblasti nemovitostí): Popis úvěrů v situační zprávě není úplně přesný. Příslušný graf zahrnuje úvěry v Kč i v cizí měně. V meziroční logice úvěry v oblasti developingu nepřispívají, přispívají však ostatní položky, hlavně nefinanční podniky, u kterých se také jedná o cizoměnovou záležitost/bilanční hedging. Dynamika cizoměnových úvěrů se snižuje z vrcholu a postupně klesá jejich podíl na celkových emitovaných úvěrech.

M. Hampl: Co by znamenal pokles nezaměstnanosti o 1 p. b. pro růst mezd? Předpokládá, že čím je nezaměstnanost nižší, tím mohou být vazby méně lineární.

Odpověď SM (v diskuzi o vztahu nezaměstnanosti a růstu mezd): Pokud se má míra nezaměstnanosti snížit o 1 p. b., muselo by proto dojít ke snížení počtu nezaměstnaných, a to dosti dramatickému. V současné době u středoškoláků, vysokoškoláků a drtivě většiny kvalifikovaných bez maturity nezaměstnanost neexistuje nebo je velmi nízká kolem 2 %. Pokud je, tak frikční. Zůstávají tedy pouze lidé málo kvalifikovaní, jejichž míra nezaměstnanosti před 2 lety byla přes 20 %, teď se pohybuje okolo 10 %. Je otázka, co by tyto lidi přitáhlo na trh práce; mají většinou podprůměrnou mzdu, čelí různým bariérám z hlediska možnosti dojíždět a motivace vůbec pracovat, část z nich pracuje v šedé ekonomice. Jednalo by se o velkou změnu, kdyby u nich mělo dojít ke snížení míry nezaměstnanosti. Byl by to silný signál, že můžeme očekávat další mzdové tlaky z dolní strany distribuce.

M. Mora: Šlo by GRIP vyjádřit v malém měřítku, aby byl vidět větší detail?

Odpověď SM (v diskuzi o GRIPu): SM vidí souvislost s obnovením publikace prognózy kurzu, při příští malé situační zprávě bude navrhopvat i obnovení publikace GRIPu. Pro komunikační účely se jeví vhodné držet škálu osy v čase neměnnou a ukazovat spíše agregovanější body než body vysoce disagregované, které občas mohou ležet v neintuitivních polohách i vlivem různých technických faktorů. Pro publikaci (z důvodu transparence) SM doporučuje nechat GRIP tak, jak je prezentován v Situační zprávě. Fakt, že body leží ve středu grafu GRIPu, je také informace. Podrobnější zobrazení GRIPu je přidanou hodnotou v rámci prezentace pro bankovní radu.

M. Mora: Má dotaz na finanční účet platební bilance, resp. vysoký podíl portfoliových investic ve čtvrtém čtvrtletí 2017.

Odpověď SM (v diskuzi o portfoliových investicích): U portfoliových investic jsou v prognóze zohledněny jednorázové přesuny před koncem roku z hlediska minimalizace kontribucí do rezolučního fondu. Část nerezidentských vkladů od mateřských společností je na jednu noc překlopena do nějakého cenného papíru, aby nebyla počítána jako depozitum. Jedná se čistě

o optimalizaci, operace nemají fundamentální charakter. Celkově z hlediska platební bilance jsou přesuny neutrální, nevytvářejí žádné tlaky na kurz.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

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

O. Dědek: Měnová politika je na cestě k normálu. Diskutujeme, jakou cestou, jak rychle a jak by měla vypadat cílová stanice. V tomto okamžiku si prognóza získala velký respekt, jak dobře predikovala vývoj celkové inflace včetně struktury. Byly smysluplně zformulované citlivostní scénáře, takže rozhodování je jednodušší. Závěr je celkem jednoznačný. Scénář potenciálně vyšších inflačních rizik se doposud neprojevil, CPI zdárně provedl otočku směrem dolů. Samozřejmě je to dáno hodně efektem základny, nicméně komunikačně to není zanedbatelná věc přicházet se zvyšováním sazeb, když inflace klesne. Je to další kamínek do mozaiky, proč v tomto okamžiku nespěchat s dalším zvyšováním. Citlivostní scénář je stále aktuální, máme zde signály o přehřívání trhu práce, otázka je, jak rychle budou mzdy vzlínat do cenového vývoje. Proti tomu bude stát hypotéza větších soukromých investic. Opět jsme v bodě, kdy bychom potřebovali mít nějaké dodatečné informace soustředěné v okamžiku, kdy se připravuje velká situační zpráva a nová prognóza. Z pohledu prvního scénáře není důvod nepodpořit návrh sekce měnové. V případě druhého scénáře nejenže se nepotvrdilo riziko slabšího kurzu, ale zdá se, že kurz už bezpečně zaparkoval na silnější straně referenční hodnoty 25,8 CZK/EUR, i když čas od času má snahu ji atakovat. I přes zvýšenou volatilitu tuto mez nedosáhl. Takže také jsme na protiinflační straně, což je další důvod pro podporu návrhu sekce měnové.

Prognóza trochu skřípe v tezi „S prognózou je konzistentní růst domácích tržních úrokových sazeb k jejich předpokládané 3% dlouhodobé úrovni.“ Současná prognóza předpokládá jedno zvýšení a potom tři čtvrtě roku klid. Je toto konzistentní? Doporučuje ke zvážení, zda takto komunikovat.

Rozumí pohledu finanční stability; z hlediska dalších symptomů přehřívání hypotečního trhu by sazby možná mohly být výše, ale koneckonců nějaké probublávání se děje. Není příliš komfortní s představou, že když moc rychle nefunguje transmise přes úrokové sazby, tak je dobré posílit přes kurz. Neví, jak bychom kurzem měli chladit hypoteční trh.

Závěrem podporuje návrh měnové sekce ponechat sazby beze změny.

T. Nidetzký: Aktualizovaný scénář stávající prognózy ukazuje na spíše mírně protiinflační tlaky, nicméně celkové vyznění ekonomického příběhu se od poslední situační zprávy nemění. Rizika prognózy jsou vyrovnaná, nijak výrazná, což dokumentuje graf rizik inflační prognózy. Co se týká pomalejšího růstu mezd oproti prognóze, tak to je jen srovnání vůči prognóze; samotný růst je robustní a výrazný. Věří, že velké změny v oblasti mzdové politiky nastávají v prvním čtvrtletí poté, co firmy ukončí rok a uzavřou hospodaření. Doufá, že hospodářská politika vlády se do budoucna bude více odehrávat v oblasti vládních investic a čerpání evropských fondů než ve zvyšování mezd ve veřejném sektoru. To představuje jedno z rizik – jak se podaří čerpat evropské fondy a investovat. S ohledem na neexistující silné důvody pro další zpřísnění měnové politiky, na základě aktualizovaného scénáře a také s ohledem, že nehrozí prodlení při zvyšování úrokových sazeb, přiklání se k návrhu sekce měnové, tzn. ponechat sazby na stávající úrovni.

Oceňuje disharmonii mezi sekcí měnovou a odborem finanční stability při doporučení ohledně nastavování úrokových sazeb. Vnímá, že situace na hypotečním trhu se výrazně nezlepšuje. Něco z opatření ČNB prosakuje, ale situace není taková, jakou bychom si představovali. Není však nutné

jít cestou zvyšování úrokových sazeb, abychom tento problém řešili. Tento týden jsme už vyslali velký signál, když jsme prezentovali nárůst proticyklické rezervy. Důsledně bychom měli kontrolovat dodržování vydaných doporučení, že se jimi subjekty skutečně řídí. Druhým krokem bude, aby se podařilo právně ukotvit makrobezřetnostní ukazatele specificky cílící na oblast rezidenčního bydlení a zajistit jednotné podnikatelské prostředí pro subjekty působící na finančním trhu.

V. Tomšík: Navzdory tomu, že se jedná o malou situační zprávu, tak to nebude jednoduché rozhodování. Je to osmá situační zpráva, ale deváté měnověpolitické jednání. Letos jsme v měnové politice udělali dost kroků. Je konec roku, takže můžeme bilancovat. Na začátku roku jsme měli kurzový závazek, kurz se přilepil na hranici 27 CZK/EUR. Končíme rok s výrazným posílením. To prostě reálný sektor musí někde zaznamenat. Začali jsme letošní rok na nulových úrokových sazbách a po dvanácti měsících jsme udělali dva kroky, úroková sazba je taky někde jinde. Když se podíváme, jak rostly mzdy před rokem a jak rostou teď, tak reálný sektor to taky musí nějak vstřebat. Jsou rozporuplné signály ze zahraničí, jak boom, který vidíme minimálně u našich hlavních obchodních partnerů, jako je Německo, bude dál pokračovat a jestli bude pokračovat celosvětově. Reálný sektor bude muset reagovat na změněné podmínky za posledních dvanácti měsíců. Snaží se o modernizaci a všechny nákladové šoky se snaží kompenzovat minimálně přepínáním mezi prací a kapitálem. To má určitě dopad do budoucí konkurenceschopnosti a produktivity práce. Úlohou měnové politiky je stabilizovat očekávání, aby investice mohly pokračovat i v budoucnu. Pokud bychom zvyšovali sazby příliš rychle, tak podnikům situaci neulehčíme. Nastoupili jsme trend zpřísnování měnových podmínek v obou nohách (úrokové i kurzové) a měli bychom v tom pokračovat velmi postupně ve smyslu, aby reálný sektor nešel ode zdi ke zdi.

Jak vypadá vnější sektor? Politiku ECB vnímá jako hard commitment. Trh hodnotí politiku ECB tak, že posunul očekávání prvního zvýšení sazeb do poloviny roku 2019. V USA zažívají již sedmým rokem konjunkturu, ale přesto mají – ve srovnání s eurem a českou korunou – nejslabší kurz. Dolar začínal letošní rok na 26 CZK/USD, končí na 22 CZK/USD. Přestože mají sedmý rok konjunkturu, jejich základní úroková sazba je 1,25 %. Snaží se to srovnat s českou ekonomikou a doporučuje utahovat měnovou politiku postupně.

Za poslední dva až tři měsíce jsme vysílali signály, že budeme utahovat měnovou politiku. Trh to do kurzu promítl. V posledních pár dnech zase vidíme určité uvolnění kurzu, možná se ukazuje, že není potřeba doručit rychlé zvyšování. To představuje silný argument dělat další kroky v měnové politice, až bude možné použít nástroj ukotvenosti kurzu. Už jsme rozhodli, že od příští situační zprávy bude zveřejňována předpokládaná trajektorie kurzu konzistentní s prognózou. Pak bude možné přistoupit k rychlejšímu utahování měnové politiky. Dnes to není potřeba, protože jsme naprosto v souladu s prognózou.

O měřítku GRIPu jsme diskutovali dlouhodobě. Výhoda je, že v grafu držíme měřítko konzistentně 100 bodů x 100 bodů, a to na celá čtyři čtvrtletí.

Za protiinflační faktory lze označit pomalejší růst mezd než v prognóze a silnější kurz. Proinflační jsou jen vnější podmínky. Z těchto faktorů dokážeme ovlivnit jen kurz, ale jen silnějším směrem. Proto se přiklání k návrhu sekce měnové sazby dnes neměnit.

Argument „využijme náladu této ekonomiky a odpoutejme se od nulových sazeb rychleji“ je relevantní, na druhou stranu makroekonomicky nehraje roli, jestli ke zvýšení dojde dnes nebo později. Co je však důležitější než úroveň úrokových sazeb, je jejich udržitelnost. Proto zvyšujeme sazby postupně, s rozvahou, protože natlakujeme nejen inflaci, ale i inflační očekávání. Inflaci

zřejmě nenatlakujeme přes investice, tak je potřebujeme natlakovat přes mzdová očekávání a spotřebu, abychom na vrcholu nominálních úrokových sazeb mohli zůstat déle.

M. Hampl: Situace je zajímavá a nejistá. V nejistotě žijeme neustále, ale zatím to je nejistota za desetinnou čárkou. To je luxus, který máme při rozhodování. Zdá se, že se nenaplnuje citlivostní scénář, čísla potvrzují spíše základní scénář. Máme nějaká rizika, která jdou opačným směrem, zejména vnější prostředí. Z domácích klíčových faktorů (produktivita vs. růst reálných mezd) to zatím žádné drama není.

Stále je zde paralela s horolezcem. Máme jít někam k vrcholu, teď je dobré počasí, my jsme si dokonce nechali udělat dvě předpovědi počasí. Základní scénář říkal, že bude hezky, alternativa říkala, že se to možná zkazí a že bychom možná měli jít nahoru rychleji. A teď jsme v situaci, že je hezky a věříme tomu, že hezky bude, nenaplnuje se alternativní scénář. V zásadě to jenom říká, abychom ještě chvíli čekali doma, protože počasí s největší pravděpodobností zůstane déle dobré. Je otázka, když víme, že na vrchol budeme stoupat, jestli výhoda dobrého počasí není přesně ten okamžik, kdy začít stoupat. Co je větší chyba: zůstat tam, kde jsme nebo vyjít, když víme, kam jdeme a víme, že tam dorazit chceme? Paralely samozřejmě kulhají v tom, že my vlastně úplně přesně nevíme, kde ten vrchol je, protože máme nejistotu, kde leží rovnovážná úroková sazba. Ta se navíc může dynamicky měnit i v budoucnu.

Při pohledu na další argumenty je jeden, který by přece jen naznačoval radši vyrazit a jít nahoru. Máme dva útvary (sekce měnová a odbor finanční stability), které oba říkají, že máme jít nahoru, ale oba říkají, že ten náklad má vynést ten druhý. To je přesně situace pro rozhodnutí bankovní rady; říká nám, že ten náklad nahoru jít má – ovšem velice mírně: ve smyslu „rozhodování 51:49 nebo 52:48“ – dokud počasí je relativně dobré.

V. Benda: Akceptuje stanovisko měnové sekce, která doporučuje neměnit úrokové sazby. Hlavním důvodem je vývoj průměrné mzdy, která rostla mírněji, než předpokládala prognóza. Vnímá však, že mzdy rostou velmi svižně. Za akceptovatelné považuje i stanovisko odboru finanční stability, že dynamika průměrné mzdy je ovlivněna podstatně vyšším (2%) růstem zaměstnanosti ve srovnání s prognózou. Nově příchozí na trh práce mají startovací mzdy nižší, což ovlivňuje celkovou dynamiku.

Za klíčové z hlediska inflačních tlaků pokládá vývoj objemu mezd a platů, který je silný a robustní a nadále indikuje, že ekonomice hrozí přehřívání.

Vývoj měnového kurzu je dynamický, viděli jsme nějaké posilování, teď vidíme několik dnů oslabování, celkově se kurz vyvíjí víceméně v souladu s prognózou. Reálné úrokové sazby ale zůstávají nadále výrazně uvolněné, měnová politika je výrazně expanzivní.

Máme zde silnou úvěrovou dynamiku, kterou zmiňuje SAOFS. Akceptuje argument, že makroprudenční politika má svoje nástroje, ale úvěrový kanál je a vždy zůstane hlavním kanálem měnové politiky. Chceme-li zpřísnit měnovou politiku, tak především přes úvěrový kanál. Jestliže vidíme, že úvěrový kanál se přehřívá, měli bychom ho ochladit. Nejsnazší cesta je zvýšení úrokových sazeb. Z tohoto důvodu a z hlediska prevence se mírně přiklání ke zvýšení sazeb o 25 bodů, zvláště pokud je rozdíl mezi zvýšením měnověpolitických úrokových sazeb koncem prosince a začátkem února makroekonomicky zanedbatelný (jak je uvedeno v měnověpolitickém doporučení sekce měnové).

M. Mora: V hodnocení celkové situace se shoduje se sekci měnovou. Poslední prognóza se velice dobře naplňuje. Máme jen malé odchylky, které jsou symetrické, takže i rizika jsou celkem vyvážená. Pokud jde o kurz, tak ten spíše působí protiinflačně, bude pravděpodobně pod hodnotou

předpokládanou prognózou. Citlivostní scénář se prozatím nenaplnuje, ale není radno jej podceňovat, zejména ve vazbě na trh práce. Je těžké si představit, jak dlouho ještě zaměstnanost může růst a odkud by se ti lidé měli brát. Nějaký náraz tam asi může nastat.

Čistě z pohledu flexibilního inflačního cílování nevidí důvod cokoli měnit. Případné pomocné důvody nebo argumenty pro zvyšování sazeb by v tuto chvíli byly dva. Prvním je rychlejší transmise prostřednictvím kurzového kanálu než úvěrového kanálu a z toho vyplývající možné zpoždění při zvyšování sazeb. Druhým argumentem by mohlo být poslední stanovisko doc. Havránka, zda správně měříme rovnováhy v ekonomice, jestli je nepodceňujeme, viz nemovitosti ap.

Se situační zprávou a měnověpolitickým doporučením nemá jakýkoli problém. Finanční stabilita je jediná oblast, ve které je vývoj trochu problematický. Zvažuje proto, zda zasáhnout prostřednictvím měnové politiky, i za cenu, že bychom se s inflací pohybovali v dolní polovině tolerančního pásma inflačního cíle.

J. Rusnok: Prognóza se naplňuje velice přesně. Měnové podmínky se v průběhu roku zpřísnily, kurz posílil o více než 5 %, zvýšili jsme sazby. Nejen zvýšení sazeb se pomalu s nějakým zpožděním promítá do úvěrových podmínek na trhu, také se promítají naše deklarace, že tento trend bude pokračovat dlouhodobě. U hypoték to zatím možná není tolik vidět, ale u jiných úvěrů už to trochu vidět je. Celkové podmínky pro reálnou ekonomiku se zpřísnují tím, že rostou významné nákladové položky, především mzdy. Reálná ekonomika je pod určitým tlakem, což je v pořádku, to jsme očekávali, ale brát do úvahy to musíme.

Váháme nad investicemi; soukromé investice rostou – to je jistě pozitivní. Z hlediska jejich struktury se zdá, že se trochu více posouvají od reálných investic do oblasti strojů a zařízení, což je asi spojeno s posunem od práce k většímu strojovému vybavení a modernizaci technologií. U veřejných investic je však mírně skeptický: takový boom jako v letech 2015 a 2016 už nikdy nezažijeme. Za prvé, alokace evropských fondů v tomto programovém období je nižší. Za druhé, v rámci alokace je méně peněz na fyzické investice. Za třetí, situace ve veřejném investování v ČR je katastrofální (administrativní složitost, kriminalizace rozhodování, politická nejistota). Velkého boomu se v této oblasti tedy rychle nedočkáme, což je také drobný protiinflační argument.

Inflační očekávání se velice dobře ukotvila tím, že jsme jasně vyhlásili politiku návratu k normálu. Inflační očekávání ukotvují inflaci zdravým způsobem. Nebojí se, že by inflace vybuchla do nějakých neřiditelných úrovní, přece jen jsme dramaticky ovlivněni tím, co se děje kolem nás. Ať si to připouštíme nebo ne, my se sice dnes chováme velmi autonomně v měnové politice, ale reálný život neodpojíme od propojení s okolním světem.

Skepse ohledně nedostatku zaměstnanců je vyjádřením názoru, že ČR je uzavřená ekonomika. Agentury a zaměstnavatelé se naučí dovážet pracovníky ze Srbska, Rumunska, Bulharska – stejně jako se naučili dovážet zaměstnance z Ukrajiny. Jakmile se odbourají politické bariéry, k čemuž to spěje, tak se situace výrazně zlepší.

Oceňuje nezávislý názor finanční stability, nicméně setrvává u tradičního postoje, že každá politika má mít svoje nástroje. Bylo by příjemným vedlejším efektem zvýšení úrokových sazeb, že by se trochu zmírnila uvolněná úvěrová politika. Na druhou stranu z měnověpolitického hlediska to fatálně nespěchá. Je komfortní situace počkat si na novou prognózu. Je konec roku, který je sám o sobě volatilní z důvodů účetních a dalších. Přidávat do toho nějaké další překvapení není úplně rozumné.

Souhlasí, že měnová politika je nadále uvolněná, nicméně v zemích kolem nás je ještě mnohem uvolněnější. Týká se to eurozóny, Skandinávie, Spojeného království, USA atd. Přiklání se

k doporučení měnové sekce v tuto chvíli sazby neměnit a komunikovat, že trend postupného normalizování sazeb bude pokračovat v příštím roce.

J. Frait (ředitel SAOFS): Beru si ponaučení, že bychom měli věci formulovat precizněji, abychom byli přesně pochopeni. Naše interpretace je následující: cenové stability je dosaženo udržitelným způsobem a i z důvodu makroekonomické stability si myslíme, že by sazby měly jít nahoru, protože při 7% růstu mezd, přehřátém trhu práce a kladné mezeře výstupu mít půlprocentní sazby je vysoce neobvyklé. Kdybychom navíc zohledňovali aspekty finanční stability, měli bychom jít se sazbami ještě výše.

(v reakci na poznámku O. Dědka): Nikde v našem stanovisku neuvádíme, že bychom sazbami či kurzem chtěli tlumit hypoteční trh.

M. Mora (v reakci na poznámku O. Dědka a komentář J. Fraita): Věta ze stanoviska zní: „Růst měnověpolitických sazeb je žádoucí, i kdyby přispěl ke zpřísnění měnových podmínek jen přes nominální zhodnocení měnového kurzu.“

J. Frait (ředitel SAOFS): Je to myšleno tak, že přísnější měnová politika má dopad na příjmová očekávání a ne na úrokové podmínky. To je politika, kterou jsme prováděli kolem let 2006 a 2007, kdy k výraznému zpřísnění měnových podmínek v boomu přispělo zhodnocování koruny, které zchlazovalo ekonomiku a umožňovalo nám následně projít krizí bez větších dramatických dopadů. Kdyby tehdy nebylo zhodnocování, tak by vznikla vyšší příjmová očekávání a tím pádem by se rychleji rozjel růst mezd a případně úvěrů.

V. Tomšík: Souhlasí s V. Bendou, jen místo výrazu „prevence“ by použil „proaktivnost“. Měnová politika, když cítí trend, tak by opravdu neměla čekat na data, ale konat dopředu, aby ten trend odchytila včas. Na druhou stranu proaktivnost má také náklady. V září probíhaly komentáře v médiích, že bychom měli zvyšovat sazby, klidně o 75 bodů, a kurz posílil. Nežijeme ve vzduchoprázdnu, vývoj v zahraničí ještě oddaluje utahování šroubů. Když dnes zvýšíme sazby, bude to mít dopad na kurz. Jsme otevřená ekonomika, zasáhne to nejen export, ale zejména investice. Předčasně bychom tak zchladili ekonomiku. Nejlepší je udělat ten krok, když máme nějaký nástroj na ukotvení kurzu a ten se objeví začátkem února ve formě zveřejnění prognózy kurzu.

(v reakci na M. Hampla k paralele s horolezcem) My nečekáme doma, my už na tom výšlapu jsme. My jsme ty kroky už zahájili, šlapeme nahoru. Otázka je, kdo všechno šlape s námi. A není to jen ČNB, je to i reálná ekonomika. Pojd'me jí dát čas k tomu, ať nabere dech. Opravdu nemá smysl hnát se co nejvíc, protože je pěkné počasí. Musíme se dívat, pro koho udáváme tempo – pro reálnou ekonomiku, pro kterou nebude jednoduché unést tempo zvyšování úrokových sazeb a posilování koruny za posledních dvanáct měsíců. Pojd'me si rozložit síly, abychom si ten vrchol užili, ať najednou nemusíme padat rychle dolů.

T. Nidetzký: Navazuje na debatu o úrokových sazbách a strategii jejich zvyšování z hlediska praktického fungování úrokového diferenciálu, resp. rozpětí mezi diskontní sazbou a dvoutýdenní repo sazbou. Máme to rozmyšleno?

M. Hampl (v reakci na dotaz T. Nidetzkého): Ano (kdyby došlo ke zvýšení sazeb).

(v reakci na vyjádření J. Fraita a M. Mory) Vysvětlení odboru finanční stability chápe stejně. Nejistota (v rozhodování) je už primárně měnověpolitická – o tom, jak moc je otevřený output gap,

jak moc tlaků se ještě objeví, které zatím nevidíme. Ta nejistota je už na první úrovni. Když přičteme ještě rizika vyplývající z finanční stability, tak už jsme v minulosti museli dělat jinou měnovou politiku, kdybychom ji používali jako nástroj.

Anekdotická evidence: ani v letech 2006 a 2007, v časech největší konjunktury před krizí, nebylo běžné jako dnes, kdy v krajských městech o normálním běžném víkendu jsou v multikině tři nebo čtyři sály úplně vyprodané a nedá se zaparkovat u žádného obchodního centra. To je evidence, jak moc je spotřeba silná – pořád cíluje spotřebitelskou inflaci. Může zde fungovat efekt velkého zvonu: na začátku dlouho trvá, než se podaří ho rozpohybovat, aby zněl. A potom už jsou všichni svolaní na náměstí a zvon zní relativně dlouho poté, protože nejde tak snadno zastavit. Nejistota – trochu spojená s citlivostním scénářem – byla o tom, jestli jsme dlouho nečekali, až trh práce začne fungovat relativně normálně. Ještě štěstí, že nám funguje Phillipsova křivka. Trh práce začal fungovat později, otázka je, jestli jeho dozvuky nebudou větší a delší – to je ta nejistota. V tom si s odborem finanční stability rozumí.

Důležitá je rovněž debata o vztahu domácí ekonomiky versus zahraničí. Samozřejmě vazba úrokové sazby a kurzu hraje svoji roli. Nicméně: a) máme autonomní měnovou politiku a máme ji též používat; b) shodujeme se, že ta vazba je utlumená, nefunguje stejně jako v normálních časech. V důsledku překoupenosti vazba úrokový diferenciál versus kurz nefunguje tak, jak fungovala v minulosti. Jinými slovy to zřejmě vyžaduje jinou reakci z hlediska obou nohou (úrokové a kurzové). Zveřejnění endogenní prognózy kurzu nám moc nepomůže. Je dobře, že ji zveřejníme, ale pořád ji budeme prezentovat tak, že to není žádný závazek a že se podle toho nikdo nemá řídit. V zásadě to budeme trochu neutralizovat.

M. Mora: Při četbě podkladů to vypadalo, že máme před sebou relativně nudné a jednoduché rozhodování, ale nakonec vedeme pěknou debatu – kromě debaty o uvolňování kurzového závazku asi nejživější. Dnes tady nejsme jako v Radě EU, kde si každý přečte svoje stanovisko a pak se nějak rozhodne. Teď je tady interakce, což je velmi dobře.

(v reakci na vyjádření J. Fraita a M. Hampla) Vysvětlení odboru finanční stability rozumí, pro sebe si ho interpretuje jako „odsazení“ o čtvrt procentního bodu méně. Nakonec to není úplně triviální rozhodování právě z důvodu finanční stability, vyjádřeno poměrem asi 51:49 nebo 52:48.

Obrací se s dotazem na K. Bauera: Měli bychom teď překvapovat trh tím, že lehce vystřelíme z “Aurory“ dva dny před Štědrým dnem? Co se na trzích bude dít? Možná to je argument pro to zůstat v klidu.

O. Dědek: Podporuje vyjádření J. Rusnoka, že v zahraničí jsou ještě uvolněnější měnové podmínky než u nás. Neboli na měnové podmínky se nemůžeme dívat jen absolutně, ale i relativně. Míra uvolněnosti je relativně vyšší, takže z tohoto pohledu jsme vlastně náročnější. Úrokový diferenciál, pokud bychom zvýšili sazby, by se ještě zvýšil a to by mohlo vyvolat nějakou přílišnou reakci kurzu.

Argumentů padla celá řada. Některé jsou zajímavé, některé jsou barvitější, např. příměry s horolezcem. Tvrdé argumenty jsou: prognóza funguje, citlivostní scénáře se nenaplnují. A pak jsou zde soft argumenty s horolezcem. Je to dilema, ale ne tak velké, aby k tomu člověk nemohl zaujmout jednoznačné stanovisko. Návrh sekce měnové je v pořádku.

K. Bauer (ředitel SBO): Teď je takové velmi zvláštní období, že my nepřekvapíme trh ničím. Očekávání jsou natolik rozdrobená a oboustranná, že z tohoto pohledu máme svobodu téměř absolutní.

T. Nidetzký: Připomíná dotaz, zda máme rozmyšleno – pokud dojde ke zvýšení sazeb – tak v jakém rozsahu a které sazby.

K. Bauer (ředitel SBO) (v reakci na dotaz T. Nidetzkého): Nemáme důvod směřovat k jinému rozpětí mezi diskontem a repem než k 1 p. b. To znamená ponechat diskont a posunovat symetricky lombard.

M. Hampl: Rozhodování nikdy není úplně mechanické. Čím jsou časy nejistější, tím je rozhodování méně mechanické.

J. Rusnok: Prognóza, která se zatím naplňuje, současně předjímá do budoucna poměrně velmi pozvolné zvyšování sazeb. My v komunikaci můžeme naznačit, že to vidíme spíše na rychlejší zvyšování sazeb, než dosud bylo v prognóze, byť se rizika proinflačního citlivostního scénáře zatím nematerializovala anebo se odkládají – to zatím s jistotou nevíme. Komunikační část je významná, v očekáváních úvěrového i kurzového trhu to může mít reálný dopad. Pro rozhodnutí (o zvýšení sazeb) máme komfort šesti týdnů a zároveň se nedostaneme behind-the-curve, zdá se, že (zvýšení sazeb) není naléhavé.

III. Úkoly

Nebyly zadány žádné úkoly.

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 0,50 %, diskontní sazba na 0,05 % a lombardní sazba na 1 %. Pro toto rozhodnutí hlasovalo pět členů bankovní rady: Jiří Rusnok, Vladimír Tomšík, Oldřich Dědek, Marek Mora a Tomáš Nidetzký. Dva členové bankovní rady hlasovali pro zvýšení dvoutýdenní repo sazby na 0,75 %: Mojmír Hampl a Vojtěch Benda.

Zapsal: Jan Syrovátka, sekce měnová