

## Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 29. března 2018

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

### I. Diskuze navazující na prezentaci 2. situační zprávy

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

**V. Tomšík:** Ekonomika robustně roste, inflace přesto zpomalila. Možná je problém v transmisi měnové politiky. Sekce měnové se ptá, jaké strukturální změny by vysvětlily, že reálná ekonomika negeneruje dostatečné inflační tlaky. Nominální jednotkové mzdové náklady v sektoru neobchodovatelných statků rostou tempem kolem 8–9 %, avšak inflace v tomto sektoru zpomalila na 2,7 %. Během prezentace zaznělo, že je to dáno imputovaným nájemným a cenami v restauracích, tyto složky však nemají tak velký vliv. Dotazuje se proto, proč není v sektoru neobchodovatelných statků patrná transmise mzdového růstu do cen. Chtěl by slyšet názor, kdy se tato transmise projeví, případně zda sekce měnová identifikuje v ekonomice nějaké strukturální změny, které by její nefunkčnost vysvětlily. Podotýká přitom, že se nejedná jen o problém České republiky, a zmiňuje guvernéra švédské centrální banky Stefana Ingvese, který hovořil na stejné téma v souvislosti s evropskou ekonomikou. Závěrem dodává, že u cen obchodovatelných statků to může být způsobeno např. vývojem kurzu, či vysokou mezinárodní konkurencí. U neobchodovatelných statků by však podobné argumenty nepovažoval za relevantní.

**O. Dědek** (v diskusi o vývoji jádrové inflace): Na jedné straně bylo prezentováno, že Beveridgeova křivka trhá rekordy a trh práce se nesporně přehřívá. Vedle toho došlo k poklesu inflace, včetně poklesu jádrové inflace a v rámci ní ke zmírnění růstu cen neobchodovatelných statků. Ptá se, zda se daný vývoj domácích inflačních tlaků nestává ekonomickou hádankou. Dodává, že podobné je to v zahraničí, ovšem tam je hádankou nadále utlumený růst mezd.

**V. Benda** (v diskusi o vývoji jádrové inflace): V prezentaci zaznělo, že zpomalení jádrové inflace je dočasné. Na str. 12 situační zprávy se ovšem píše, že do inflace se ještě v plném rozsahu nepromítl vliv předchozího posílení kurzu. Ptá se tedy, zda je toto zpožděné působení silnějšího kurzu dodatečným protiinflačním rizikem.

**J. Rusnok** (v diskusi o vývoji jádrové inflace): Shrnuje, že záhada, proč Beveridgeova křivka začíná blednout ve svém severozápadním rohu (tj. dochází ke snižování jádrové inflace v situaci velmi nízkého počtu nezaměstnaných a rekordně vysokého počtu volných pracovních míst), se táhne jako červená nit napříč dotazy členů bankovní rady.

*Odpoověď sekce měnové: Je pravdou, že oproti zemím západní Evropy je v případě české ekonomiky transmise hospodářského růstu do mezd dobře patrná. Meziroční růst nominálních jednotkových mzdových nákladů se navíc pohybuje nad 3 %, což by standardně mělo být dostatečné k dosahování 2% inflačního cíle. Jádrová inflace přesto zpomalila.*

*Co ekonomickou hádankou není, je zpomalení růstu cen v restauracích, tam se jedná o výpadek vlivu předloňského zavedení elektronické evidence tržeb. Sekce měnová přitom opakovaně přiznávala, že není úplně zřejmé, jak velká část loňského nárůstu cen ve složce jádrové inflace byla dána jednorázovými vlivy a jaká fundamentální tlaky. Jádrová inflace nakonec zpomalila výrazněji oproti stávající prognóze.*

*V rámci jádrové inflace se tedy drobné hádanky objevují. Při pohledu do její struktury by byl intuitivní rychlejší růst cen neobchodovatelných statků. U dynamiky cen obchodovatelných*

*statků by na druhou stranu dával smysl přechod v pokles. Tj. dalo by se čekat otevření rozdílu v cenovém růstu u těchto dvou složek jádrové inflace.*

*Riziko, že růst cen obchodovatelných statků začne v důsledku poklesu dovozních cen zpomalovat, tedy existuje. Např. v dovozních cenách průmyslového zboží, tedy zboží s vyšší přidanou hodnotou, už jsou cenové poklesy patrné a může být jen otázkou času, než se tento vliv promítne do inflace. Na druhou stranu u cen neobchodovatelných statků lze čekat obrát k opětovnému zrychlování růstu. Ze statistiky hospodaření nefinančních podniků, která sleduje něco málo přes 2000 podniků, navíc vyplývá, že ziskovost v sektoru neobchodovatelných statků se sice meziročně nezvyšuje, ale zůstává na poměrně slušné úrovni, a to na rozdíl od sektoru obchodovatelných statků, kde se ziskovost naopak snižuje. Takže u podniků v sektoru neobchodovatelných statků v nedávné minulosti nebyly tlaky na růst cen tak velké.*

**J. Rusnok** (v diskusi o vývoji jádrové inflace): Pokládá otázku, zda může mít na ceny neobchodovatelných statků vliv pokles dovozních cen, s dodatkem, že producenti v sektoru neobchodovatelných statků jistě dovážejí řadu vstupů.

*Odpověď sekce měnové: Ano, i v cenách neobchodovatelných statků jsou patrné reakce na kurzové pohyby, byť obvykle s nějakým zpožděním. K určitému průsaku kurzu do cen neobchodovatelných statků tedy dochází, mnohem patrnější je však v sektoru obchodovatelných statků, zejména u strojů, zařízení a aut.*

**M. Hampl:** Z prezentace se zdá, že v rámci imputovaného nájemného dochází buď ke zpomalování růstu, či dokonce k poklesu cen nových nemovitostí, což se mu nezdá intuitivní. Ptá se, zda je to v souladu s intuicí sekce měnové. O případný komentář žádá i sekci finanční stability.

*Odpověď sekce měnové: Sekce měnová kontaktovala statistický úřad, který jí odpověděl, že v rámci subindexu imputovaného nájemného se skutečně zastavil růst cen nových nemovitostí. To se ovšem nezdá být úplně v souladu s anekdotickou evidencí z trhu rezidenčních nemovitostí, kdy se zdá, že ceny starších nemovitostí na trhu se dále zvyšují. Může však jít o datový problém, protože statistický úřad nemá ve skutečnosti tyto ceny ve chvíli, kdy zveřejňuje danou statistiku, k dispozici. Nějakým způsobem tedy překlenuje fakt, že ceny nemovitostí dostává se zpožděním.*

*Odpověď sekce finanční stability: Zaprvé, je tam poněkud problém s likviditou, protože nových bytů se v tuto chvíli prodává z historického hlediska velmi málo. Dále už by se ovšem situace zhoršovat neměla. Zadruhé, existuje několik firem, které vydávají tyto cenové indexy, a navzájem se mezi sebou v hodnocení situace liší. Dá se však určitě říci, že u cen nových bytů dochází k výraznému zpomalení tempa růstu. Jsou již natolik drahé, že jejich cena může jen těžko dále tak výrazně růst.*

**T. Nidetzky:** Táže se, zda se sekce měnová domnívá, že se inflace po zaznamenaném zpomalení vrátí zpět na trajektorii prognózy.

*Odpověď sekce měnové: Na základě dosavadních analýz v rámci predikčního kola pro nadcházející velkou situační zprávu se přiklání k tomu, že dojde k částečné kompenzaci pozorovaného zpomalení. Rozhodně však nedojde k jejímu návratu zpět na původní trajektorii z první situační zprávy. Spíše se zdá, že krátkodobá prognóza inflace se bude pohybovat někde kolem 2% inflačního cíle.*

**M. Hampl:** Podle situační zprávy (str. 20) sekce měnová očekává, že růst průměrné mzdy spadne na predikčním horizontu o 3,5 p. b. Žádá o podrobnější vysvětlení důvodů a vyjadřuje pochybnost, zda něco takového může nastat, aniž by to bylo důsledkem příchodu nějaké krize.

**T. Nidetzký** (v diskusi o prognóze mzdového růstu): Připojuje se k otázce M. Hampla. Táže se, do jaké míry sekce měnová věří uvedené prognóze zpomalení růstu mezd.

*Odpověď sekce měnové: Ohledně dlouhodobějšího výhledu mezd existuje určité asymetrické riziko stávající prognózy ve směru jejich možného déletrvajících výrazného růstu. Prognóza předpokládá, že firmy budou schopny urýdit cenový vývoj v kombinaci s kurzovým vývojem tak, aby to dramaticky nezasáhlo jejich cenovou konkurenceschopnost. To se české ekonomice v minulosti tradičně dařilo. Existuje ovšem nejistota, zda v důsledku velmi napjatého trhu práce nezůstane setrvačnost mzdového růstu vyšší, a pokud zůstane, tak do jaké míry ji budou firmy schopné kompenzovat zvyšováním produktivity.*

*Podle anekdotické evidence růst investic do strojů a zařízení zrychlil, tedy jistá snaha o zvýšení produktivity v ekonomice patrná je. To na jedné straně může snižovat poptávku firem po práci, mají-li nové lepší stroje, na druhou stranu jim to však také umožňuje zaměstnance, které mají, lépe zaplatit. V souhrnu tak existuje nejistota, jak se výše popsání efekty v roce 2019 ve svém souhrnu projeví, a do jaké míry tak dojde nebo nedojde ke zvolnění domácích inflačních tlaků, jak očekává prognóza.*

**M. Mora:** Upozorňuje, že před dvěma měsíci, v souvislosti s projednáváním minulé situační zprávy, byly obecné nejistoty prognózy – jak kurz, tak domácí inflační tlaky – hodnoceny symetricky. Tehdejší hodnocení vyznívalo tak, že kurz může oproti prognóze posilovat rychleji, ale i pomaleji. V případě domácích inflačních tlaků pak bylo na jedné straně uvedeno možné výraznější proinflační působení mezd v návaznosti na napjatý trh práce a naproti tomu možný protiinflační vliv investic. Teď je však zdůrazňována jen část tohoto příběhu. Oba uvedené zdroje nejistot jsou tak popisovány asymetricky. Na začátku prezentace se hovořilo o proinflačním působení mezd, na konci o možném mírnějším posilování kurzu, než bylo v prognóze. Dotazuje se, co vede sekci měnovou k tomuto posunu v uvažování o nejistotách od symetrického vidění k asymetrickému.

**V. Benda** (v diskusi o výhledu kurzu): Navazuje na dotaz M. Mory a upozorňuje na zmínku ve stanovisku poradce, že v perexu situační zprávy je řečeno, že kurz by mohl posilovat pozvolněji, tj. být slabší oproti prognóze, ale v simulaci (grafu aktualizovaného scénáře prognózy, str. 3) je naopak silnější. Ptá se tedy, jak vnímat tento rozpor.

**O. Dědek** (v diskusi o výhledu kurzu): Doplnuje, že stávající prognóza pracuje pro následující čtvrtletí s kurzem 24,8 CZK/EUR, a táže se, odkud plyne potenciál k posilování. V souvislosti s tím cituje stanovisko sekce finanční stability, kde se uvádí, že na posilování kurzu nemá vliv ani tak samotná výše úrokového diferenciálu, ale spíše očekávání o jeho změně. Podotýká, že toto očekávání je nyní nulové, protože bankovní rada komunikuje, že sazby bude zvyšovat možná ke konci roku, ale zejména až v příštím roce. V průběhu přípravy příští situační zprávy tak zřejmě dojde k přehodnocení prognózy kurzu ve směru pozvolnějšího posilování. Zajímá by jej předpokládaný rozsah tohoto přehodnocení.

**M. Mora** (v diskusi o výhledu kurzu): Dává ke zvážení, zda sekce měnová nechce v souvislosti s popisem vývoje kurzu a jeho výhledem prezentovat grafy ukazující množství aktiv držených nerezidenty. Za příklad dává graf ze souhrnné zprávy o vývoji na finančním trhu, připravované odborem 611 (ředitelka p. Matalíková), který ukazuje podíl státních dluhopisů v rukou nerezidentů a jejich objemy. Poukazuje přitom na to, že tyto objemy od podzimu loňského roku docela výrazně poklesly (o 200 mld. Kč).

*Odpověď sekce měnové: Skutečně došlo k posunu od symetrického vnímání rizik prognózy k lehce vychýlenému. Původní symetrické vnímání bylo dáno i tím, že přestala být zdůrazňována překoupenost trhu jakožto faktor tlumící posilování kurzu. Jsou totiž určité náznaky, že míra překoupenosti se v poslední době snížila. Došlo nejen ke snížení držby vládních dluhopisů nerezidenty, ale i k poklesu korunových vkladů nerezidentů (za únor asi o 100 mld. Kč). Proti tomu mohlo stát zajišťování kurzových rizik exportéry s využitím*

*tzv. forwardů, čemuž napovídají šetření prováděná ve spolupráci se Svazem průmyslu a dopravy. Na druhou stranu, podle sekce bankovních obchodů anekdotická evidence z trhu o tom, že by firmy v poslední době ve zvýšené míře zajišťovaly svá kurzová rizika, chybí.*

*Odpověď sekce bankovních obchodů: Před rokem to však bylo obráceně – na trhu byla patrná aktivita, ale ve statistikách to vidět nebylo. Je tak možné, že v jednom z těchto zdrojů je nějaké zpoždění.*

*Odpověď sekce měnové: Lze souhlasit s tím, že uvedené šetření nemusí být úplně dobrý a včasný indikátor zajištění. Aktuální asymetrické hodnocení rizika vývoje kurzu ze strany sekce měnové však odráží – místo hypotézy překoupenosti – změnu sentimentu na trhu. Trh měl poměrně hodně jestřábi očekávání ohledně toho, jakým tempem bude ČNB v letošním roce zvyšovat sazby, v poslední době si však uvědomil, že tak rychle to asi nebude. Začal se tak blížit výhledu sazeb ČNB a došel k úvaze, že pokud se úrokový diferenciál nebude zatím dál zvyšovat, není důvod, aby kurz posiloval.*

*Prognostický model sekce měnové je nastavený tak, že reakce na změnu úrokového diferenciálu neproběhne okamžitě celá, jak by odpovídalo učebnicové verzi nepokryté úrokové parity, ale je rozložena v čase. Model tak předpokládá, že posilování kurzu budou ovlivňovat jak předchozí provedená zvýšení sazeb, tak – vzhledem k vpředhledicím mechanismům – i ta očekávaná do budoucna.*

*Mediálně je do toho zamíchávána ještě historka o dividendové sezoně, které nicméně sekce měnová nevěří. Pokud jí však bude věřit trh, bude to dalším důvodem, proč kurz nebude mít v nejbližší době důvod posilovat.*

*V novém predikčním kole, které již započalo, pracuje sekce měnová prozatím s krátkodobou prognózou kurzu na úrovni 25,2 CZK/EUR ve druhém čtvrtletí, což je asi o 40 haléřů slabší úroveň oproti simulaci v grafu rizik inflační prognózy (GRIP). I z toho důvodu se již v této situační zprávě a měnověpolitickém doporučení uvádí, že z kurzového vývoje pramení proinflační riziko, které může částečně kompenzovat protiinflační rizika plynoucí z vývoje inflace.*

**V. Benda:** Podle situační zprávy dochází k určité změně ve způsobu zajišťování exportérů proti kurzovému riziku. Přírozený, resp. bilanční hedging klesá, zatímco zajištění firem standardními, resp. tržními nástroji roste. Žádá sekci měnovou o komentář k tomuto vývoji.

*Odpověď sekce měnové: Pokles cizoměnových úvěrů může souviset s tím, že vlna zajišťování v průmyslovém sektoru již možná pominula, hlavním faktorem je však pokles úvěrové emise směrem k developerům, která je standardně denominovaná v cizí měně. To lze vysvětlit jednak tím, že developerský trh je možná již za svým vrcholem, jak uvedla sekce finanční stability, jednak tím, že developeri využívají více vlastní zdroje, respektive emise dluhopisů, často v cizích měnách. Je to tedy způsob bilančního zajišťování, ovšem ne prostřednictvím úvěrů, ale prostřednictvím jiného nástroje.*

**M. Mora:** Děkuje za stanovisko poradce J. Schwarze, velmi se mu líbilo a považuje jej za zajímavé. Chtěl by se zeptat jak sekce měnové, tak sekce bankovních obchodů, jestli chtějí s návrhy na změny v implementaci měnové politiky, které jsou ve stanovisku uvedeny, dále pracovat.

**V. Benda** (v diskusi o implementaci měnové politiky): Připojuje se k M. Morovi a žádá obě zmíněné sekce o vyjádření k návrhům ze stanoviska poradce.

**T. Nidetzký** (v diskusi o implementaci měnové politiky): Se stejným dotazem se obrací především na ředitele sekce bankovních obchodů.

*Odpověď sekce bankovních obchodů: Vyjadřuje určité překvapení z návrhů ze stanoviska poradce a nerozumí tomu, proč jsou předkládány právě nyní. Od posledního zvýšení sazeb dále poklesl průměrný zůstatek u vkladů bank uložených v depozitní facilitě ČNB a rozpětí*

vůči efektivní sazbě podle odhadů činí 1–2 b. b. Rád o tom nicméně bude s poradcem diskutovat.

Co se týče oněch šesti konkrétních návrhů, první dva se netýkají měnověpolitických operací, ale volatility sazby CZEONIA. O prvním návrhu – rozšířit panel, respektive zahrnout všechny banky do kalkulace sazby CZEONIA – sekce bankovních obchodů diskutuje. Jeho realizace by mohla celkem významně přispět k omezení volatility této sazby, jež je do značné míry daná tím, že panel pro tuto sazbu je stejný jako pro sazbu PRIBOR, tedy tvoří jej pouze šest bank. V okamžiku, kdy žádná z těchto bank nepřijde do depozitní facility, jež tvoří stále dominantní objem obchodů přes noc, tak pro tento den jednoduše není CZEONIA určena. Když se ovšem stane, že některá z těchto bank udělá obchod přes noc za 1 %, tak je CZEONIA vysoká. Z toho plyne volatilita této sazby.

Druhý návrh – vyjmout depozitní facility z kalkulace sazby CZEONIA by však téměř jistě nefungoval, a to právě z důvodu zmíněných náhodných vysokých hodnot. Volatilita by zůstala. Další návrhy jsou pak v rozporu s tvrzením stanoviska, že ambicí ČNB by nemělo být nahrazovat trh. Nicméně většina daných návrhů by vedla právě k tomu, že by ČNB výrazně nahradila trh. Dále není zřejmé, proč by ČNB měla usilovat o přiblížení sazby CZEONIA dvoutýdenní repo sazbě.

Obecně je zkušenost ČNB taková, že čím jednodušší systém je, tím je lepší. Sledování více instrumentů historicky moc dobře nefungovalo. Posledním takovým pokusem bylo zavedení tříměsíční dodávací facility ve snaze snížit rozpětí mezi sazbou PRIBOR a repo sazbou, tato facility se však setkala s naprostým nezájmem trhu, a byla proto následně zrušena.

Odpověď sekce měnové: Sekce měnová je rovněž připravena se s autorem stanoviska sejít a navržené změny diskutovat. Z pohledu sekce měnové je přitom důležitá hlavně otázka transmise z krátkých tržních sazeb dál do ekonomiky, s níž je však zatím relativně spokojena. Sazby z hypoték vzrostly od svého dna o 0,5 p. b. (včetně únorových dat) a sazby z podnikových úvěrů rovněž. Přenos sazeb je tak patrný a z trhu přicházejí signály, že klienti na něj začínají reagovat.

Součástí příští situační zprávy bude box, který zmapuje vývoj transmise sazeb z instrumentů ČNB přes finanční trh do klientských úrokových sazeb. V druhé polovině roku pak chce sekce měnová ve spolupráci se sekci finanční stability založit pracovní skupinu, která by se tímto fenoménem zabývala důkladněji.

**M. Mora:** V souvislosti s transmisí měnové politiky se táže na graf 9, na str. 10 měnověpolitického doporučení, kde je patrné snížení úrokového rozpětí mezi sazbou 3M PRIBOR a 2T repo sazbou v posledních dvou měsících. K tomu v minulosti obvykle docházelo, když trh očekával snížení měnověpolitických sazeb. Může to ale také znamenat uvolněnější měnové podmínky, tedy argument pro zvýšení sazeb. Trh ovšem žádnou změnu neočekává. Žádá sekci měnovou o vysvětlení.

**M. Hampl** (v diskusi o rozpětí mezi sazbou 3M PRIBOR a 2T repo sazbou): Připojuje se k dotazu M. Mory. Připomíná, že sekce měnová dříve uváděla, že rozpětí mezi sazbou 3M PRIBOR a 2T repo sazbou by mělo být dlouhodobě zhruba stabilní. Teď se ovšem snížilo na polovinu. Uvádí, že pro něj by to spíše indikovalo tržní očekávání ohledně snížení úrokových sazeb. To nicméně není vzhledem k posledním údajům – čistě technicky, nikoli ekonomicky – zcela nereálná úvaha. Chtěl by slyšet komentář sekce měnové.

Odpověď sekce měnové: Sekce měnová interpretuje vývoj rozpětí mezi sazbou 3M PRIBOR a 2T repo sazbou jako standardní. Před únorovým, trhem očekávaným, zvýšením měnověpolitických sazeb narůstalo, protože sazba 3M PRIBOR se zvyšovala již v předstihu. Po něm pak vzrostla o to méně, čímž se dané rozpětí opět zúžilo. Momentálně dosahuje širě přibližně 0,15 p. b. To je sice lehce níže než v předchozích letech, ovšem prognóza počítá pro následující dva roky s hodnotou 0,2 p. b. Rozdíl je tak zcela nepatrný.

**M. Hampl** (v diskusi o rozpětí mezi sazbou 3M PRIBOR a 2T repo sazbou): Ovšem v neintuitivním směru.

**J. Rusnok:** Situační zpráva uvádí, že zrychluje růst mezd a v posledním čtvrtletí vzrostla i dynamika tržeb v maloobchodě. Dynamika soukromé spotřeby však již dále nezrychlovala. Rád by věděl, čím to sekce měnová vysvětluje, zda lidé např. více spoří.

**T. Nidetzky** (v diskusi o spotřebě domácností): Souhlasí s tím, že mzdový růst se nepromítá výrazněji do spotřeby. Podle situační zprávy odpovídají nominální mzdy očekávání, spotřebu však sráží deflátor. Zajímají jej důvody tohoto stavu.

*Odpověď sekce měnové: Potvrzuje, že v nominálním vyjádření nebyla spotřeba domácností v rozporu s očekáváními. Míra úspor se přitom počítá právě na základě nominálního vyjádření. Překvapil tedy pouze lehce vyšší deflátor spotřeby. Mnohem větším tématem je ovšem datová nejistota, kdy je ve statistikách ČSÚ poměrně velký rozdíl mezi objemem mezd a platů podle národních účtů a objemem mezd a platů dle mzdových statistik, který je vyšší. Existuje tak jisté riziko budoucí revize dat směrem nahoru.*

**M. Mora:** Na str. 27 situační zprávy je uvedeno, že kurz koruny k dolaru je na prognóze, graf v prezentaci nicméně ukazuje, že je pod prognózou. Dotazuje se, z čeho nesrovnalost pramení, a upozorňuje, že pokud by byl pravdivý obrázek z grafu, znamenalo by to přítomnost dalšího dílčího protiinflačního vlivu.

*Odpověď sekce měnové: V textu na str. 27 je zřejmě špatná formulace. Ve shrnutí je správně uvedeno, že vývoj kurzu dolaru je, přes korunové ceny ropy, považován za mírné dodatečné protiinflační riziko. Sekce měnová se za chybu omlouvá.*

**M. Mora:** Za zajímavý považuje vývoj kurzu dolaru vůči euru, kdy i přes patrný kladný úrokový diferenciál a celkovou překoupenost eura, euro vůči dolaru stále posiluje. Obrací se na sekci měnovou, zda k tomu má nějaké vysvětlení, a zajímá se, z čeho překoupenost eura pramení.

*Odpověď sekce měnové: Silné euro je výsledkem toho, že eurozóně se ekonomicky daří. Na druhé straně však silný kurz tlumí tamní inflaci a snižuje výhled tržních úrokových sazeb EURIBOR.*

*Při pohledu na vývoj futures kontraktů na forexovém trhu lze říci, že velcí spekulanti – banky a zajišťovací fondy – drží aktuálně nejvyšší objem dlouhých pozic od vzniku eura. Jejich protistranu pak tvoří zajišťovatelé, kteří jsou tak aktuálně historicky nejvíce zajištěni proti propadu eura. Kurz eura se tak dále drží kolem lokálního vrcholu 21,4 USD/EUR, když spekulanti čekají na zásadnější informaci, např. obrát v komunikaci ECB, kterou by využili k uzavírání dlouhých pozic. V tom případě by mohlo dojít k oslabení eura. Něco podobného se odehrálo na trhu s korunou, když ČNB začátkem února zvýšila sazby a spekulanti využili přísun nové likvidity na uzavření svých dosavadních pozic.*

**M. Mora:** Má dílčí otázku týkající se trhu práce. Na str. 18 situační zprávy je uvedeno, že došlo k neočekávanému poklesu podnikatelů, zejména těch, kteří nemají zaměstnance. Chce vědět, zda je to jen důsledek statistického výkaznictví, kdy se tito lidé už nedeklarují jako podnikatelé, ale jako zaměstnanci, anebo se jedná o nějakou fundamentální změnu.

*Odpověď sekce měnové: Ta šetření fungují tím způsobem, že pokud někdo nemá práci, ale vlastní živnostenský list, na který si občas něco přivydělá, tak je vedený jako podnikatel. Když pak následně práci najde, tak přestože ten živnostenský list stále vlastní, uvede jako své hlavní zaměstnání nově nalezenou práci.*

**M. Mora:** Dotazuje se na vývoj v automobilovém průmyslu. Uvádí, že dříve zaznívaly obavy ohledně omezené výrobní kapacity či klesající poptávky. Současná situační zpráva nic takového nezmiňuje. Ptá se proto, zda to znamená, že obavy pominuly.

*Odpoověď sekce měnové: Evropský trh s auty rostl několik let po sobě a všeobecně se očekávalo, že letos se jeho růst zastaví. Prognóza sekce měnové v důsledku toho předpokládala, že evropská poptávka po autech v letošním roce zvolní. To se však zatím neděje. Výhledy jsou naopak nyní příznivé.*

**M. Hampl:** Česká ekonomika zažívá 10% růst mezd při úrokových sazbách, které by potřebovaly téměř čtyřnásobně zvýšit, aby byly na rovnováze. Mezera výstupu je otevřená a dochází k přehřívání. Inflace přesto zpomaluje. Dotazuje se sekce měnové, v čem podle ní tkví problém, zda v nastavení rovnováh či v měnové politice.

*Odpoověď sekce měnové: Podle studie J. Vlčka a T. Hlédika, jejíž oponentura proběhne začátkem dubna, konverguje odhad české reálné rovnovážné úrokové sazby shora k 1 %. Nastavení rovnováh se tudíž zdá být v pořádku. Hlavní brzdou je tak zřejmě nadále velmi uvolněná politika ECB. To je vidět i v různých rozkladech odchylek inflace od cíle. Čistě z pohledu fundamentů domácí ekonomiky by nebyly nominální sazby ve výši 3 % problémem. Otázkou nicméně je, jak jich dosáhnout, aniž by nadměrně posílil kurz a zadusil ekonomický růst. To je to měnověpolitické dilema.*

**M. Hampl:** Podotýká, že eurozóna je v jiné cyklické pozici než česká ekonomika.

*Odpoověď sekce měnové: Odlišná je spíše měnová pozice. Eurozóna zaostává za českou ekonomikou v mzdovém vývoji (tématu bude věnován box v následující situační zprávě). Její mezera výstupu je nicméně uzavřená a inflace se – byť pomalu – vrací zespona směrem k cíli. Z tohoto pohledu by již také mohla mít vyšší úrokové sazby a ukončený program kvantitativního uvolňování. Reakční funkce ECB však zřejmě kromě standardních veličin zohledňuje i situaci bankovního sektoru jižních států apod. Pro českou měnovou politiku tím vytváří významnou negativní externalitu. Zvyšování sazeb tak pokračuje relativně pomalu, přičemž je pečlivě sledován jeho dopad na vývoj kurzu.*

**O. Dědek:** V situační zprávě je věnována značná pozornost vývoji různých ukazatelů inflačních očekávání. Ze sekce finanční stability vyšla před časem studie, která se věnovala rozkladu výnosů vládních dluhopisů. Táže se, zda její výsledky korespondují s daty o očekáváních analytiků, která pocházejí z dotazníkových šetření.

*Odpoověď sekce měnové: Daná studie explicitně nezkoumá inflační prémii, vyčísluje pouze prémii splatnostní a rizikovou. Nicméně nějaké implikace by tam mohly být skrze nepřímou vazbu těchto premií na inflační očekávání.*

**V. Tomšík:** Připojuje se k návrhu sekce měnové na znovuoobnovení publikace GRIPu. Domnívá se, že je k tomu ideální příležitost, jelikož téměř všechny body grafu míří v současné době do středu.

**T. Nidetzký** (v diskuzi o publikaci GRIPu): Rovněž souhlasí se zveřejňováním GRIPu. Biatlonovou terminologií: ČNB složila všechny terčíky a na trestné kolo ji poslala jenom inflace. Nicméně ekonomika je ve skvělé kondici, takže inflaci dožene v běhu.

**J. Rusnok** (v diskuzi o publikaci GRIPu): V souvislosti s GRIPem zmiňuje stanovisko poradce, jež navrhuje zúžení rozsahu os tohoto grafu tak, aby byl posun jednotlivých bodů lépe patrný. Ptá se sekce měnové, zda by na to chtěla reagovat.

*Odpoověď sekce měnové: Snahou sekce měnové je, aby měřítko grafu nemuselo být v případě větších příchozích šoků měněno. V historii přitom docházelo i k tomu, že se body nevešly ani do té standardně používaného rozsahu osy  $\pm 1$  p. b. Zároveň sekce nechce vysvětlovat*

*odchylky od středu v řádu např. jedné desetiny. Často jde totiž pouze o nefundamentální vlivy dané technikou provádění simulací, které se následně odstraní při tvorbě prognózy. Pro interní účely je zároveň kdykoli možno graf zaostřit.*

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

**M. Mora:** Při projednávání malé situační zprávy je hodnoceno naplňování prognózy a vnímání rizik a nejistot. Naplňování prognózy dobře ukazuje GRIP. Pokud by se – čistě mechanicky – sečetly body z GRIPu, vyšlo by možná i snížení úrokových sazeb. Dochází tak do jisté míry k tomu, o čem hovořili někteří členové bankovní rady při minulém zasedání, tedy zda to velmi dlouhé období konstantních sazeb s sebou nepřinese nějaká rizika v případě, kdy přijde protiinflační šok. Domnívá se však, že v této situaci ještě nejsme. Celou věc je třeba vidět v souvislostech, počkat na další prognózu a nedívat se jen parciální vyhodnocení v podobě GRIPu.

Je tu nicméně celá řada otazníků, z nichž některé byly nastíněny již v otevřené části jednání. Tím prvním je kurzový vývoj eura vůči dolaru a jeho udržitelnost. Druhým velkým otazníkem je pak hospodářský vývoj v eurozóně a jeho promítání do růstu tamních mezd, k němuž zatím, navzdory mnohým očekáváním, nedošlo. Tím se eurozóna zásadně liší od české ekonomiky, u níž je hádankou teprve to, zda dochází k přelévání růstu mezd do inflace. Ať už budou odpovědi na tyto otázky jakékoliv, cesta návratu ECB ke standardní podobě měnové politiky bude v tomto kontextu spíše složitější. A vzhledem k tomu, že to je pro českou ekonomiku velice důležitý faktor, jak o tom mluvil T. Holub (ředitel sekce měnové), tak to samozřejmě může mít dopad i na českou měnovou politiku.

Třetím velkým otazníkem v mezinárodním kontextu zůstává to, jak dlouho potrvá současné globální oživení, respektive jak velké je riziko, že v tom velkém soukolí světového hospodářství se zadře nějaké kolečko a bude to mít nějaký fatálnější dopad. Příkladem takové potenciální krize nebo hrozby mohou být nynější obchodní spory, které jsou zatím na úrovni USA a Číny, ale samozřejmě mohou nabýt daleko většího rozsahu.

Domácí situaci shrnujícím způsobem vyjadřuje Beveridgeova křivka, která se nadále prodlužuje výrazně severozápadním směrem, což je samo o sobě dost zvláštní. Ještě zvláštnější však je, že zároveň s tím bledne (snižuje se jádrová inflace). To by ale mohlo být jen dočasné. Domnívá se nicméně, že to dobře vystihuje jistou absurditu současné doby, kdy je možná někde něco špatně, ale není zřejmé, kde přesně a co.

Pokud jde o hodnocení situace, souhlasí tedy s protiinflačním vyzněním GRIPu. Nesouhlasí ovšem úplně s hodnocením ostatních nejistot. Není přesvědčen, že lze očekávat pomalejší posilování kurzu, než předpokládala stávající prognóza. Nejistotu ohledně vývoje kurzu vidí nadále spíše symetricky. Podobně hodnotí nejistotu související s působením domácích inflačních tlaků, identifikovanou již dříve.

Celkově tedy souhlasí s lehce protiinflačním hodnocením bilance rizik prognózy, jejich skladbu ale vidí trochu odlišně. Co se týče komunikace, dává ke zvážení, zda se nepřipravit do budoucna na situaci, kdy by hrozilo snižování úrokových sazeb. Aktuálnímu GRIPu by nepřikládal příliš výraznou váhu, zbývající nejistoty vidí spíše symetricky. Celkově tedy hodnotí rizika jako protiinflační, ne však nijak dramaticky, a navrhuje počkat na další prognózu. Se zveřejněním GRIPu souhlasí.

**V. Benda:** Souhlasí, že podle GRIPu se prognóza zatím víceméně naplňuje. Existují signály protiinflačních rizik, plynoucí např. ze zpomalení jádrové inflace. Naproti tomu však zazněl názor, že se jádrová inflace vrátí k růstu. Není ovšem jasné, nakolik se do ní už promítlo předchozí posílení devizového kurzu, a nakolik se bude promítat se zpožděním. Je patrný mírně pomalejší růst mezd oproti prognóze. Tento rozdíl však není tak výrazný, aby jej

považoval za protiinflační riziko. Neztotožňuje se úplně s prezentovaným pohledem na spotřebu domácností. Její růst ve čtvrtém čtvrtletí byl sice mírně pomalejší, než předpokládala prognóza, ovšem za cenu rychlejšího růstu deflátoru, což nelze úplně jednoznačně vnímat jako protiinflační riziko. Co se týče kurzu koruny, zatím se podle něj rýsuje spíš riziko jeho pomalejšího posilování, než předpokládala prognóza. Přes všechny nejistoty, které s tím mohou být spojeny, je tak prognóza kurzu zatím ohrožena ve směru slabšího kurzu, tj. pomalejšího posilování koruny, jak zaznělo i v situační zprávě. Trh práce je přes zmíněné mírné zpomalení dynamiky mezd nadále poměrně přehřátý, což ukazuje Beveridgeova křivka a vývoj ostatních indikátorů zaměstnanosti.

Existují v podstatě dvě hypotézy, které nelze momentálně dostatečně silně potvrdit. První, že dynamika mezd se vrátí ke své rovnovážné úrovni relativně brzo, a druhá o vztahu předchozích investic a růstu produktivity. V tuto chvíli by byl ještě opatrný začít signalizovat, že bychom mohli sazby třeba i snižovat, protože skutečně nejsme ve fázi, abychom identifikovali nějaké výrazné hospodářské zpomalení nebo ukončení růstové fáze cyklu. Nebude ovšem na tomto jednání navrhopvat zvyšování úrokových sazeb. Ztotožňuje se se stanoviskem sekce měnové a měnověpolitickým doporučením. Počká na vyhodnocení diskutovaných témat v další prognóze.

**M. Hampl:** Dnešní inflace je výsledkem nastavení měnové politiky v minulosti, zhruba před dvěma až šesti kvartály. Nejistota ohledně transmise je velká, proto uvádí tak velké rozpětí. V době ukončování kurzového závazku jsme tak měli měnovou politiku nastavenou zhruba optimálně, nebo mohla být z pohledu dnešní inflace i trochu uvolněnější. Nyní je řeč o budoucnosti, o tom, jaká bude inflace na horizontu prognózy, což je těžší oříšek.

Při pohledu na to, jak ČNB ovlivňuje reálné klientské sazby – ex ante, což považuje za logičtější a modelově konzistentnější – nelze říct, že by se podmínky, a to jak u podniků, tak u domácností, nějak zvlášť zpříšňovaly. Spíš zůstávají stejné, byť v nominálních veličinách drobný posun nastal, jak uvedl P. Král (náměstek ředitele sekce měnové). Otázka je, jak postupovat v následujícím období. V tom má být vodítkem prognóza.

Ta je podle něj teď dominantně ovlivněna: (1) super krátkým obdobím a odchylkami skutečné pozorované inflace od inflace očekávané, (2) měnovou politikou ECB, jak bylo řečeno na otevřeném zasedání. Ohledně prvního bodu existuje samozřejmě nejistota, jelikož vývoj inflace se může otočit i na druhou stranu. Pokud by teď za sebou přišla dvě čísla o inflaci, která by byla o pár desetinek výš, než předpokládala prognóza, tak by to při přípravě příští prognózy bylo naopak proinflačním rizikem, které by se promítalo do celého jejího vyznění. Tyto odchylky je tak třeba brát s mírným nadhledem.

Podobně vnímá i uvažování o vlivu ECB. Stále je přesvědčen o tom, že (a) měnová politika ECB je prováděna v jiném prostředí z hlediska uzavření/neuzavření produkční mezery než v případě České republiky a (b) stále nefunguje úplně standardně kanál přenosu očekávaných změn úrokových sazeb do kurzu koruny vůči euru. Takže se domnívá, že je třeba se více soustředit na domácí ekonomiku.

Situace, kdy máme krátkodobou úrokovou sazbu pod 1 % a 10% růst mezd a platů je v podmínkách měnové nebo makroekonomické situace této ekonomiky dost bezprecedentní, což generuje nějaká rizika. Je mu tak celkem sympatické konstatování, které uvedl ve svém stanovisku J. Frait (ředitel sekce finanční stability), že s nějakými přestávkami je možné, a vhodné, pokračovat v normalizaci měnové politiky, byť třeba ne na každém zasedání. Než úvahy o snižování sazeb mu tak připadá konzistentnější a správnější uvažovat o návratu sazeb k normálu. A to tak, abychom jej nedosáhli až v situaci, kdy cyklická pozice ekonomiky už bude naprosto odlišná, což přitom prognóza do jisté míry předvídá. Menší chybou by tak podle něj aktuálně bylo zvýšit sazby, byť není třeba tak činit na každém zasedání a je jistě dobré počkat na další analýzy a prognózu.

Zároveň je podle něj potřeba vidět, že ve vnímání prognózy je jistý zakletý kruh, kdy důsledkem nastavení měnové politiky ECB je nižší trajektorie domácích úrokových sazeb, čímž vzniká tržní očekávání, že sazby se nebudou měnit, z čehož plyne riziko pomalejšího posilování kurzu, což ale působí ve směru vyšších domácích sazeb, jejichž dosažení by však bylo v kontextu politiky ECB riskantní a tak dokola. Jinak řečeno to nakonec opět skončí buď u rozhodování bankovní rady, nebo komunikace toho, co hodlá dělat.

V závěru shrnuje, že rizika prognózy nepovažuje za protiinflační, ale nanejvýš za vyrovnaná, na rozdíl od měnové sekce. Domnívá se přitom, že bude velice zajímavé sledovat přípravu příští prognózy a její výsledek.

**V. Tomšík:** Bylo konstatováno, že příběh o prognóze se naplňuje. Lze jej však rozdělit na dvě části. Příběh o reálné ekonomice – který byl ve svých hlavních obrysech zformulován již před rokem, kdy bankovní rada uvažovala o ukončení kurzového závazku – se podle něj naprosto naplňuje. Připomíná přitom, že je to stále méně než rok, kdy byl kurzový závazek (6. dubna) ukončen. Nenaplňuje se však prognóza inflace. Bankovní rada přitom komunikovala, že chce cenový růst povzbudit natolik, aby nehrozilo, že bude muset v nejbližší době uvažovat o snižování sazeb. To by ji totiž mohlo dovést až k nulové úrokové sazbě a pak k rozhodnutí, zda vyčkat, než nízkoinflační situace pomine, nebo zda zavést nový kurzový závazek.

Otázkou tedy je, proč se nenaplňuje stávající prognóza inflace. Na otevřeném jednání zaznělo, že bude třeba se blíže podívat na imputované nájemné, zohlednit, že z vývoje cen v pohostinství vyprchává vliv elektronické evidence tržeb, atd. Klade si nicméně otázku, zda neexistují nějaké fundamenty, které by vysvětlily, proč se prognóza cenového vývoje nenaplňuje. Je nezpochybnitelné, že produktivita v české ekonomice roste. To považuje za první faktor, jenž zmírňuje cenové tlaky. Druhý faktor, o němž bankovní rada již dlouho nehovořila, je ukotvenost inflačních očekávání na nízkých hodnotách. Navzdory tomu, že reálná ekonomika se pohybuje nad svým potenciálem, tak v české ekonomice – nejen dle toho, co ČNB zjišťuje, ale i když se zeptáte lidí – jsou inflační očekávání ukotvená na nízkých hodnotách. Domnívá se, že jsou to plody devadesátých let, kdy za to ekonomika sice hodně zaplatila, ale v důsledku tehdejšího vývoje je Česká republika dlouhodobě považována za nízkoinflační zemi. Třetí, pro něj nový, faktor je tlak na pokles cen průmyslových výrobců, které jsou předstihovým indikátorem pro vývoj spotřebitelských cen. To považuje za signál, že spotřebitelská inflace zřejmě neporoste tak rychle. A pak je zde ještě otázka časového zpoždění, kde si není jist, zda se opravdu prodlužuje a uvedený vývoj se protáhne do budoucna.

Je rád, že funguje transmise ve smyslu: reálná ekonomika – trh práce, trh práce – mzdy. Dále navazuje na to, co již zaznělo, že pro tuto zemi je nepochybně dobře, že nominální mzdy takhle silně rostou. Zdůrazňuje nicméně, že ČNB rozhodně necílí nějaký trojúhelník: mzdy, úrokové sazby a pak ceny. Sleduje cenovou stabilitu. Mzdy jsou jen jedním z indikátorů cenové stability. Rozhodně by to neformuloval tak, že když rostou mzdy, měla by být v nějaké odpovídající výši i nominální úroková sazba.

Pokud se současný růst mezd udrží a přelije se do spotřebitelských cen, nepovažuje za problém rychle zvýšit úrokové sazby. Pravidelné zasedání je co šest týdnů a výše úrokových sazeb není shora nijak omezená. Trvá však na tom, že je třeba nejprve vidět, že k tomu přelítí dojde, což zatím nevidí. Zvyšování sazeb jen na základě toho, že rostou mzdy, by se velmi obával.

Poté se vrací k tomu, že je to de facto necelý rok od uvolnění kurzového závazku. ČNB od té doby třikrát zvýšila hlavní úrokovou sazbu o standardních 25 b. b., čímž začala zpříšňovat měnové podmínky skrze jejich úrokovou složku. Je třeba si však zároveň přiznat, že ke zpříšňování dochází i skrze druhou složku, a to poměrně výrazným posílením kurzu koruny

vůči euru – za 12 měsíců o 6 %, což odpovídá přibližně šesti standardním krokům zvýšení sazeb. Tato ekonomika tak od ukončení závazku loni v dubnu obdržela zpřísnění měnové politiky, nebo zmírnění její uvolněnosti, v rozsahu téměř devíti obvyklých zvýšení sazeb. Inflation je však v této chvíli pod cílem a prognóza inflace na následující rok a půl dopředu rovněž míří pod cíl, to je třeba si přiznat.

V této chvíli by tak byl velmi opatrný ohledně nějaké komunikace snižování sazeb, byť to GRIP naznačuje, protože si myslí, že hovořit o tom je velmi předčasné. Byl by však zároveň velmi opatrný i ohledně komunikace ve smyslu, že bankovní rada je připravena sazby zvyšovat. Je samozřejmě připravena pokračovat v nastoupené trase k normální měnové politice – rovnovážné úrokové sazbě – a pokračuje v ní. To považuje za konzistentní a je podle něj dobré to veřejnosti říkat. Otevřeně komunikovat, že těmi třemi zvýšeními sazeb to neskončilo. Cesta k normálu je však dlouhá a nelze ji uspěchat, protože to by vedlo k rozkmitání ekonomiky. Takto si myslí, že je vhodné to formulovat.

Jediné, co podle něj v této chvíli může bankovní rada udělat, je pomoci vývoji komunikačně. Veřejně tak – v legraci a v narážce na svůj nedávný výrok – říká, že si myslí, že se zvyšování sazeb osobně dožije, ale možná se ho ve funkci viceguvernéra ČNB již nedočká. Právě taková komunikace podle něj může vést k tomu, že do konce jeho funkčního období k dalšímu zvýšení sazeb ještě dojde, byť ta cesta bude dlouhá. Může pak sice na veřejnosti vypadat, že po několika měsících změnil názor, nicméně vždy u svých prohlášení dodává: „podle toho, jak se bude naplňovat prognóza“. Klíčem k postupné normalizaci měnové politiky je tak nyní velmi opatrná komunikace.

**T. Nidetzký:** Celkové vyznění ekonomického příběhu se s druhou situační zprávou nemění, a to i přesto, že došlo k většímu poklesu inflace, než s jakým počítala prognóza. Rychlejší snížení inflace bylo způsobeno zejména kolísavými cenami potravin. Došlo nicméně i k poklesu jádrové inflace. Nejvíce jej přitom zarazilo, jaký vliv na vývoj cen v loňském roce mělo předchozí zavedení elektronické evidence tržeb. Dochází k závěru, že ekonomika není zvyklá s cenami pracovat, vždy čeká na nějaký vnější impuls a teprve po té se předchozí vývoj fundamentů promítne i do cen. Na druhou stranu vnímá pozitivně vývoj mediánové inflace, která je na úrovni 2,2 % a jejíž ukazatel řeší vysokou citlivost celkové (průměrné) inflace na přítomnost extrémních hodnot.

Co se týče ekonomických podmínek, zahraničí se vyvíjí ještě lépe, než očekávala prognóza, a růst české ekonomiky je tažen stále robustní spotřebou domácností a hrubým fixním kapitálem, což je rovněž pozitivní. Další potenciál pak vidí v růstu spotřeby vlády. Podmínky do budoucna tak považuje za velice příznivé.

Na druhé straně však přetrvává napětí na trhu práce. Tam je podle něj zásadní nejen rekordně nízká nezaměstnanost, ale hlavně vysoký počet volných pracovních míst, která se nedaří obsadit. To současně působí pozitivně na růst mezd. A zároveň je v ekonomice patrný už i růst soukromých investic, kterým podnikatelé reagují na nedostatek pracovní síly. Uvědomují si totiž, že musí do budoucna zainvestovat do nových technologií, do automatizace výrobních procesů, protože potenciál k růstu ekonomiky přes zaměstnanost je omezený.

Ani současná ekonomická situace, ani její výhled jej tak nevede k nutnosti změny nastavení měnové politiky, ztotožňuje se tedy s návrhem sekce měnové ponechat sazby beze změny.

K hodnocení bilance rizik prognózy obecně podotýká, že se mění v čase. Domnívá se, že před rokem by byly současné ekonomické podmínky posuzovány možná i jako proinflační, namísto nyní navrhovaného mírně protiinflačního, respektive vyrovnaného vyznění. Je nicméně přesvědčen, a na otevřeném jednání mu to bylo sekcí měnovou potvrzeno, že nová prognóza bude muset na zaznamenaný pokles inflace reagovat. Navíc se rizika hodnotí vždy

vůči poslední dostupné prognóze. Proto se domnívá, že rétorika ČNB by měla odrážet tato mírně protiinflační rizika stávající prognózy.

V návaznosti na slova V. Tomšíka potvrzuje význam tržních očekávání, která se projevují zejména v kurzové složce měnových podmínek. Domnívá se nicméně, když čte komentáře různých analytiků, že dochází k vzájemnému neporozumění, kdy bankovní rada by ráda normalizovala měnovou politiku přes úrokové sazby, zatímco trh si myslí, že by toho chtěla docílit posilováním kurzu. Proto mu bylo sympatické stanovisko sekce finanční stability. Dokáže si totiž rovněž představit, že by bankovní rada měla do budoucna dál pokračovat, byť asi ne tak rychle, jak předpokládala, v normalizaci měnové politiky přes úrokovou složku a nezavírat si – skrze očekávání – možnost zvyšovat úrokové sazby v důsledku posilování kurzu.

V závěru se vyjadřuje k finanční stabilitě – v souvislosti s hledáním rovnováhy mezi cenovou a finanční stabilitou – kdy se ztotožňuje s tím, co říká J. Frait, že došlo k jejímu mírnému zlepšení. Na finančním trhu však stále převládají významná rizika, jako např. riziko přecenění rezidenčních nemovitostí, byť se zdá, že se ty negativní tendence už zastavují. Úrokové marže finančních institucí jsou však stále nízko, zejména u úvěrů, které již byly poskytnuty. Domnívá se nicméně, že u nich dojde ke zvýšení marží při refixování. Výraznější dopad zpříšňování měnověpolitických sazeb, které ČNB v posledním roce provedla, však není patrný ani u nových úvěrů.

**O. Dědek:** Ekonomika se vyvíjí víceméně v souladu s prognózou. Rozumí tomu, že vždy, když přijdou nějaká nová data, může to krátkodobě ovlivnit vyznění dosavadního příběhu. Domnívá se však, že na rozdíl od prognózy, která pracuje s bodovým inflačním cílem, měnověpolitické rozhodování by mělo pracovat s tolerančním pásmem kolem 2% cíle, které bere v úvahu, že prognóza má i nějaké objektivně dané nepřesnosti. I z tohoto pohledu se tak domnívá, že předpověď inflace se víceméně naplňuje.

Zároveň říká, že prognóza měla dobře zformulované i rizikové scénáře, které jsou užitečné k zamyšlení, jestli nová data nepřinášejí nějakou novou kvalitu. V souvislosti s tím také na veřejné části jednání prezentoval názor, že je bodem k zamyšlení, proč se nesporně přehřívající se trh práce nějak více neprojevuje v inflaci, alespoň v cenách neobchodovatelných statků. Nemyslí si však, že to lze v současné době interpretovat jako lámání nějakého trendu, které dosud nebylo rozpoznáno a které by bankovní radu vedlo k jiným rozhodnutím. Naproti tomu jej zarazí, proč se víceméně naplňuje rizikový scénář slabšího kurzu, když sazba 3M EURIBOR je -0,3 % a 3M PRIBOR je 0,9 %, úrokový diferenciál je tak už vyšší než 1 p. b. Přesto se to ve vývoji kurzu neprojevuje. Intuitivně by čekal, že kurz koruny bude posilovat. Historika je však taková, že trhy vyjadřují zklamání z ústupu od jestřábí komunikace ČNB.

Domnívá se tak, že doporučení měnové sekce je zcela adekvátní situaci a nevidí riziko, že by inflace vybočovala z tolerančního pásma, ať nahoru nebo dolů. Určitě by dále komunikoval, že dlouhodobým cílem ČNB je návrat k rovnovážné hladině sazeb. Tempo tohoto návratu se ovšem odvíjí od neustále přicházejících nových informací, které vedou k jemnému doladování prognózy. Navrhované rozhodnutí tak hodnotí jako v souladu s obrázkem měnové politiky, která k normalizaci přistupuje rozvážně a koncentruje změny spíše do těch měnových jednání, kdy je k dispozici velká situační zpráva a s ní nová prognóza. V ní se pečlivě zvažují všechny nové informace. Osobně by v tomto módu určitě rád pokračoval. Platí nicméně známé skautské heslo: „Buď připraven“. Pokud by tedy vývoj ekonomiky něčím překvapil, je možné o změně nastavení měnové politiky kdykoli diskutovat. Zatím však žádný takový výraznější podnět, který by dnes bankovní radu nutil měnit zásadně daný příběh, nevidí.

**J. Rusnok:** Děkuje všem za bohatou diskuzi. Domnívá se, že vede k rozhodování, které je podloženo opravdu velice pečlivými úvahami členů bankovní rady nad všemi okolnostmi. Chválí situační zprávu.

Ekonomickou situaci hodnotí jako zajímavou, zároveň se však nic dramatického neděje. Souhlasí s O. Dědkem, že žádné trendy se aktuálně nelámou. Maličký pokles inflace pod bodový cíl rovněž nepovažuje za nic podstatného pro širší měnověpolitické uvažování. Existují sice okolnosti, jak říkal M. Mora, které, pokud by byly brány fundamentálně technicky, by napovídaly, že sazby mohou být – hypoteticky – sníženy. Ale v kontextu celé situace to považuje samozřejmě za hloupost, o níž nikdo reálně neuvažuje a nebude ji navrhopat. Bankovní rada by podle něj neměla tuto možnost ani příliš komunikovat, protože by mohla být vytržena z kontextu. Na druhé straně vidí silné signály z reálné ekonomiky, zejména fakt, že ekonomika je skutečně hodně zahřátá, což by ospravedlňovalo vyšší sazby.

Co se týče transmise růstu mezd do inflace, domnívá se, že ten funguje a že k ní dojde. V souvislosti s tím tak rovněž nepocituje natolik silně protiinflační rizika prognózy. Národohospodářská skromnost mu na jedné straně říká, že by bylo lepší, aby růst mezd nebyl přehnaně silný, protože pokud si na něj společnost zvykne, bude těžké jej do budoucna ubrzdít. Na druhé straně cítí, že situace na českém trhu práce je skutečně odlišná od většiny jiných zemí, vysoký růst mezd je tak ospravedlnitelný. Z toho usuzuje, že vyšší tempo si možná udrží o něco déle, než předpokládá prognóza.

Specifičnost současného stavu českého trhu práce dokládá příkladem vystoupení P. Praeta na jednání Generální rady ECB, při němž byl pro demonstraci funkčnosti Phillipsovy křivky použit koncept tzv. široké definice míry nezaměstnanosti, která oproti klasickému ukazateli zahrnuje navíc tzv. podzaměstnané (pracující na kratší úvazek, než by chtěli, případně nezaměstnané, kteří práci v posledním roce hledali, ale následně svou snahu vzdali). Takto pojatá míra nezaměstnanosti dosahuje v eurozóně zhruba 18 % namísto necelých 9 % u klasického pojetí. A teprve díky využití této široké definice nezaměstnanosti byla funkčnost Phillipsovy křivky v grafu patrná. Právě vysoká nezaměstnanost v západní Evropě (po zahrnutí podzaměstnaných) je podle něj důvodem, proč tamní mzdový růst zůstává tak nízký, v reálném vyjádření dokonce nulový.

Naproti tomu v české ekonomice očekává přetrvávání silného růstu mezd v důsledku nedostatku volných pracovních sil a přelití mzdového růstu do spotřebitelských cen. Nedostatek volných pracovních sil podle něj může být dále zintenzivněn v důsledku zvyšování starobních penzí a souvisejícího urychlení odchodů lidí do důchodu. Na druhou stranu nicméně souhlasí s V. Tomšíkem, že inflační očekávání jsou ukotvená hodně nízko. Stejně tak bylo v české ekonomice ovšem do jisté míry dlouho ukotveno, že mzdový růst příliš nepřestřeluje. To podle něj souviselo i s tím, že v České republice jsou velmi slabé odbory, na rozdíl např. od západní Evropy.

Domnívá se tak, že ČNB bude naplňovat tu předpokládanou trajektorii postupné normalizace. Dodává, že mnohé makroekonomické ukazatele, jak říká i pohled kolegů ze sekce finanční stability, by samozřejmě naznačovaly potřebu vyšších úrokových sazeb. Nelze však opominout realitu, která nás obklopuje, a tou je podle něj zcela nestandardní pozice ECB.

Souhlasí s tím, že domácí ekonomická situace byla významně ovlivněna dosavadním posílením kurzu, které není malé – vůči euru meziročně o 6 %. Zároveň je třeba dodat, že řada dovážených statků je placena v dolarech, a vůči dolaru dosáhlo posílení koruny za stejnou dobu téměř 19 %. Je přitom přesvědčen, že to má do jisté míry vliv i na ceny neobchodovatelných statků, jelikož řada z nich využívá dovážené vstupy, což následně umožňuje, že i přes výrazný růst mezd nedochází k tak velkému růstu cen těchto statků.

Pak jsou zde však i mnohé strukturální změny, které dotýkají cen neobchodovatelných statků. I u nich je podle něj v mnoha oblastech větší konkurence, např. díky internetovému prodeji. Je

tak přesvědčen o tom, že firmy dnes v důsledku toho nemají možnost razantněji zvyšovat ceny.

Celkově tak hodnotí situaci jako vyváženou, přičemž bankovní rada na ni vyváženě reaguje návrhem ponechat úrokové sazby beze změny. Sám je připraven jej podpořit.

Závěrem se dotazuje, zda chtějí kolegové ze sekce ČNB na dosavadní debatu nějak reagovat.

**T. Holub (ředitel sekce měnové):** Reaguje na vyjádření M. Hampla, který se v podstatě odvolával na to, že podmínky nepokryté úrokové parity (UIP) stále nefungují tak, jak bylo zvykem. Podle něj naopak to, co je nyní vidět na trhu, je právě už standardní fungování UIP, kdy trh začal přehodnocovat očekávanou rychlost zvyšování úrokových sazeb ČNB a spolu s tím začal oslabovat kurz, byť ne nějak výrazně. To už přitom nepovažuje za efekty překoupenosti trhu apod., ale právě za standardní fungování transmise měnové politiky. Je to podle něj dokonce ten sebe-stabilizační mechanismus, jehož fungování chtěla ČNB znovu oživit obnovením publikace kurzové trajektorie. Když trh vidí protiinflační rizika, posune směrem dolů výhled sazeb, a to oslabí kurz, který do značné míry ta protiinflační rizika kompenzuje.

**K. Bauer (ředitel sekce bankovních obchodů):** Reaguje na slova O. Dědka o úrokovém diferenciálu vůči eurozóně. Uvádí, že si nadále myslí, že ten skutečný, v realitě dosažitelný úrokový diferenciál je nižší. Dodává, že z účastníků trhu na sazbu PRIBOR skoro nikdo nedosáhne a zároveň lze jen těžko odvozovat skutečnou šíři diferenciálu od současné úrovně sazby 3M EURIBOR, za reálnější by považoval odvozovat jej spíše od nuly.

**J. Frait (ředitel sekce finanční stability):** Ke stanovisku sekce finanční stability dodává, že česká ekonomika se nachází v poměrně nestandardní situaci, jejímž zdrojem je ovšem primárně situace v eurozóně. Projevem této nestandardní situace jsou měnověpolitické úrokové sazby, které jsou úrovnově výrazně níže, než by doporučovala standardní měnověpolitická pravidla (např. Taylorovo). Cestu ven z této situace vidí v možnosti uplatňovat ne zcela standardní postupy, např. snížit předvídatelnost měnové politiky, tedy trhy trochu více překvapovat. Tím bychom se zaměřili více na naše potřeby z hlediska nastavení měnových podmínek a méně na potřeby ekonomických analytiků.

**K. Bauer:** Domnívá se, že na trh vnesla bankovní rada poměrně dost nejistoty už změnou komunikace na přelomu roku, kdy byla výrazně jestřábí rétorika předcházející prosincovému jednání nahrazena komunikací mnohem mírnější. To se podle něj projevilo i v tom, co zmínil T. Holub o změně sentimentu a jeho vlivu na kurz. Změna té komunikace podle něj byla skutečně natolik velká, že vedla k oslabení kurzu.

**M. Mora:** Obává se, zda nevyvolal v někom dojem, že by si přál snižovat sazby, a zdůrazňuje, že tak tomu v žádném případě není. Dodává, že to zmínil v souvislosti s otázkou, jak by měla bankovní rada komunikovat, aby právě riziku potenciální potřeby snížení sazeb co nejvíce předešla, a připomenul v této souvislosti předchozí slova J. Frait. Není tak podle něj úplně moudré zdůrazňovat v komunikaci riziko mírnějšího posilování koruny, protože trhy by takové sdělení mohly vyhodnotit tak, že koruna bude posilovat méně, než očekává prognóza, tzn., že ČNB zvýší sazby dříve. Považoval by za lepší nadále opakovat, že rizika prognózy jsou vyvážená, případně zdůrazňovat např. vývoj na trhu práce. Domnívá se, že k cíli, kterým je normalizace měnové politiky, by mohla vést kombinace holubičí komunikace a jestřábích činů, které holubičí komunikace umožní. To považuje v současné situaci za jedinou možnost.

Nesouhlasí úplně s M. Hamplem, že nyní nemá příliš smysl zabývat se eurozónou. Ilustruje to faktem, že Česká republika má ze všech zemí EU naprosto nejvyšší exportní expozici na svého největšího obchodního partnera, kterým je Německo. Navíc druhým největším odběratelem českého vývozu je Slovensko, tedy rovněž země eurozóny. Vývoj kurzu koruny vůči euru tak českou ekonomiku bezesporu ovlivňuje. Je přitom ovlivňován na dvou frontách – domácí hospodářskou politikou, ale bohužel i situací v eurozóně. Obává se tak, že pokud by bankovní rada nyní příliš zvyšovala sazby, podsekla by tím hospodářský růst v důsledku výrazného posílení kurzu koruny vůči euru.

**M. Hampl:** V úvodu se omlouvá, že na otevřené zasedání přinesl tu myšlenku potenciálního snižování sazeb. Netušil, kolikrát se bude v následné debatě opakovat. Zdůrazňuje, že ji uvedl jako absurditu a považoval by za bláznivé, kdyby to bylo v současné situaci navrhováno, nedej bože provedeno. Doplňuje, že tím chtěl pouze upozornit na fakt, že zmíněný čistě mechanický způsob uvažování založený na součtu výsledků modelových simulací stojících za grafem rizik inflační prognózy by při protažení do budoucna teoreticky mohl vést ke snížení sazeb i v současné makroekonomické situaci. To považuje za zvláštní.

Dále se obává, že není možné čekat, až se růst mezd přelije do inflace. Zpoždění v transmissi měnové politiky jsou podle něj tak velká, že není možné reagovat až poté. Naopak je potřeba reagovat tak, aby inflace zůstala stabilní, i kdyby k přelítí došlo, k čemuž samozřejmě dojít nemusí. Pokud k němu však nedojde, tak je zde stejně nějaký strukturální problém, který je třeba řešit. Zároveň by v přetrvávajících podmínkách nízkých úrokových sazeb a rychlého růstu mezd bankovní rada stejně dříve nebo později řešila nějakou otázku finanční stability. Dodává, že se podle něj dosud v české ekonomice nestalo, že by velice rychlý růst mezd neměl žádný vliv na makroekonomickou situaci. Své stanovisko tak shrnuje tím, že nevěří, že by ČNB mohla v současné době upustit od pokračování růstu sazeb v domnění, že to nebude mít na ekonomiku vliv. Prevence je podle něj v tomto ohledu víc než léčba.

Co se týče UIP, není si jist, že ji ve stávajících podmínkách, na základě toho posledního vývoje, lze považovat za funkční. Spíš má pocit, že na trhu je jednoduše velká míra nejistoty – z níž část byla způsobena komunikací bankovní rady, jak uvedl K. Bauer – a ta může vést k některým nestandardnostem. Ale určitě by si ve stávajících podmínkách netroufl označit fungování UIP za standardní.

K eurozóně dodává, že rozhodně nepodceňuje její vliv na českou ekonomiku, ale ani nepřeceňuje. Je to jiná měnová zóna, má jinou cyklickou pozici, řeší jiné problémy a je v jiné situaci, což má vliv na její měnovou politiku. Na základě toho, co zaznělo na otevřeném zasedání, by se dokonce dalo říci, že měnová politika této zóny možná není ani dle sekce měnové úplně optimální vzhledem k tomu, co se tam odehrává. Následně je nicméně jedním z faktorů ovlivňujících nastavení měnové politiky ČNB, za kterou bankovní rada plně odpovídá a která se týká české ekonomiky. Je proto podle něj třeba přistupovat k dění v eurozóně trochu s odstupem. Zároveň dodává, že si nadále není jist, zda vazba mezi úrokovým diferencíalem a kurzem funguje standardně. Samotná výše diferencíálu by proto neměla bankovní radu paralyzovat při provádění měnové politiky.

Za velmi zajímavou považuje anekdotickou evidenci, že v českém prostředí, které je hyper konzervativní a hyper cenově senzitivní, často dochází k tomu, že nabídka nechce reagovat na rostoucí poptávku růstem ceny. Namísto toho raději násobí produkci, tj. reaguje kvantitativně, nikoli cenově. V tom je podle něj česká ekonomika specifická a může to mít dopad na to, jak se vyvíjí trh práce a produkční kapacity. Zároveň to může být i jedním z vysvětlení paradoxu, který zmínil V. Tomšík, že vývoj cen neobchodovatelných statků neodpovídá tomu, co by člověk čistě učebnicově očekával. Opakuje nicméně, že to neznamená, že neexistují trhy, na kterých se rostoucí příjmy projevují, jen to možná není vždy patrné ve spotřebitelské inflaci.

Tyto nerovnováhy totiž mohou být patrné buďto v inflaci měřené na bázi spotřebitelských cen, nebo v nějaké jiné oblasti, za kterou však centrální banka tak či onak nese odpovědnost. V souvislosti s tím, jak se odvíjí debata o tom, jak velké utažení měnových podmínek bylo doručeno sazbami a kurzem se táže sekce měnové, jak interpretovat skutečnost, že prognóza už nyní nesignalizuje další zvyšování sazeb. Dodává, že podle jeho vnímání byl s kurzovou trajektorií, jaká byla v prognózách před několika kvartály, konzistentní návrat k normálním úrokovým sazbám. Jinými slovy podle něj nelze říct, že utažení měnových podmínek odpracovalo posílení kurzu, protože pokud se prognóza u kurzu naplňuje a zároveň očekávala, že by sazby měly jít výš, tak nyní existuje nějaký důvod, proč sazby zvýšit nejdou. Tímto důvodem je pak podle měnové sekce domácí vývoj v krátkém období a vývoj v eurozóně. Na závěr opakuje, že současnou situaci opravdu nepovažuje za rovnovážnou, protože existují trhy, na kterých je patrné přehřívání, které v rovnováze nejsou. Soustředil by se tak na debatu o fungování domácí ekonomiky.

**V. Benda:** Uvádí, že sekce měnová připravuje do budoucna návrh, aby v zápisech z jednání bankovní rady byly – podobně jako je tomu v protokolu – uvedeny jmenovitě argumenty či výroky členů bankovní rady. Což by – např. v souvislosti s dnešní zmínkou o hypotetickém snížení sazeb – považoval za zajímavé.

Souhlasí s V. Tomšíkem, že bankovní rada by měla reagovat na to, jak se do budoucna projeví inflační tlaky do cenového růstu. Ale stojí také za tím, co říká M. Hampl, že pokud bude bankovní rada reagovat až ve chvíli, kdy toto přelítí bude patrné, bude již pozdě. Varuje před tím, že inflace by pak mohla být zvýšená po delší dobu a reakce měnové politiky by musela být prudší. V tom podle něj spočívá vyvažování mezi tím, jak velkou chce mít bankovní rada jistotu a jak razantní kroky měnové politiky chce provádět.

Co se týče komunikace, jak bylo zmíněno např. ze strany sekce bankovních obchodů, vidí na základě rozhovorů s analytiky v posledních měsících zásadní rozpor. Bankovní rada se podle něj domnívá, že její informace jsou perfektně přenášeny na finanční trhy, které je okamžitě vstřebávají. Někteří analytici mu nicméně potvrdili, že v podstatě až do října či listopadu loňského roku finanční trh nečetl detailně zprávy ČNB, protože předpokládal, že ČNB přechází na takový ten spící modus à la ECB, kdy nebude provádět změny měnové politiky a bude vyčkávat až na další kroky ze strany ECB. Teprve díky titulům na Reuters si pak náhle uvědomili, že se ekonomika přehřívá, že rychle rostou mzdy, že pozice zdejší ekonomiky v hospodářském cyklu je hodnocena jinak než v té eurozóně. Na základě tohoto příkladu proto apeluje, aby si bankovní rada nedělala iluze, že je schopna stoprocentně řídit působení své komunikace navenek. Vždy totiž záleží na sentimentu trhu, a na tom, jak si analytici dané poselství ČNB vyloží a jak je „prodají“.

Dále je podle něj otázka, nakolik by měla ČNB finanční trh komunikací záměrně klamat – mít holubičí komunikaci, ale jestřábí činy – nakolik skutečně chce bankovní rada dosahovat růstu úrokových sazeb tím, že bude trh přesvědčovat, že žádný nenastane. Varuje, že to by mohlo časem nabourat důvěryhodnost centrální banky, jakožto měnověpolitické autority.

S V. Tomšíkem souhlasí, že došlo ke zpřísnění měnové politiky, což je vidět z vývoje indexu reálných měnových podmínek. Otázkou však podle něj je, zda je měnová politika v současnosti přísná podle toho, jak jsou postaveny reálný devizový kurz a reálné úrokové sazby vůči svým odhadovaným rovnováhám. Podle něj bylo určitého zpřísnění dosaženo, přesto je však zatím měnová politika nadále uvolněná.

Z toho důvodu by byl v komunikaci opatrný. Vidí v ní příliš výrazný posun k holubičí rétorice. On to tak přitom necítí, souhlasí proto s O. Dědkem, že by si bankovní rada měla udržet víceméně neutrální hodnocení současného stavu a neměnit jej unáhleně tam a zpět. Připomíná přelom roku 2016 a 2017, kdy došlo k významnému překvapení u vývoje inflace a bylo velmi problematické přehodit výhybku tehdejší komunikace a vysvětlit, proč se tak

zásadně mění hodnocení situace. To se mimochodem nyní částečně vysvětlilo tím, jak se v důsledku odeznění vlivů zavedení elektronické evidence tržeb vyvíjí jádrová inflace.

Na závěr doplňuje – jak již uvedl na únorovém měnovém jednání – že by nepřeceňoval technologickou mezeru české ekonomiky vůči zahraničí. Nevidí tudíž příliš velký potenciál v nějaké robotizaci, automatizaci, reorganizaci nebo modernizaci. Podotýká, že české podniky by nemohly vyvážet do zahraničí, pokud by nebyly už dnes konkurenceschopné a nepoužívaly stejnou technologii. Je tudíž skeptický ohledně toho, kolik toho vyřeší dlouhodobý růst produktivity z titulu investic.

Do budoucna tak vnímá spíše vyšší inflační tlaky a předpokládá, že k růstu úrokových sazeb ještě v průběhu letošního roku dojde. Je nicméně zastáncem toho, aby bankovní rada nyní postupovala od prognózy k prognóze a hodnotila pokaždé danou množinu aktuálních informací. Není žádoucí stanovovat si nějaké dvouleté cíle na vývoj úrokových sazeb. Zároveň by byl velmi opatrný v tom – jelikož sám zjistil, že se to nevyplácí – komunikovat veřejně rovnovážnou reálnou úrokovou sazbu. Dodává, že jiné centrální banky, jako třeba ukrajinská nebo rumunská, to nedělají. Prezentovaná reálná rovnovážná sazba může být totiž podle něj veřejností a trhy interpretována jako cíl, k němuž chce centrální banka velmi rychle dostoupat. V uvedených zemích to může mít navíc ještě ten efekt, že domácnosti v podstatě okamžitě překlápějí své úvěry do cizoměnových, protože se bojí vysokých nákladů financování ve vlastních měnách.

**V. Tomšík:** Má čtyři poznámky, které připomínají základní fakta o měnové politice. Zaprvé naprosto souhlasí s tím, že reagovat na něco, až když se to projeví v inflaci, je pozdě. Politika ČNB byla vždy dopředu hledící. Připomíná ale, že tato politika je postavena na vpředhledící, nikoliv na vzadhledící, prognóze. A přesto, že současný růst mezd byl v modelech velmi dobře zachycen, tak současná vpředhledící prognóza míří na horizontu měnové politiky mírně pod 2% inflační cíl. A za šest týdnů od jejího zveřejnění prognózy byla navíc identifikována protiinflační rizika.

Druhá poznámka míří k diskusi cenové reakce nabídky v konfrontaci se zvyšující se poptávkou. Podle něj je otázkou, zda se v čase nemění a jestli je v něm spojitá. Může být po určitou dobu spojitá a velmi nízká, a pak nespojitá. To však není důvod k obavám, protože bankovní rada není v tomto ohledu limitována a může v případě potřeby zvyšovat sazby bez omezení. Dále je pro něj důležitou informací, a obává se, zda ji bankovní rada nepodceňuje, že ceny průmyslových výrobců klesají. V situaci, kdy reálná ekonomika roste, cenová reakce nabídky se snižuje a PPI klesá, nevidí důvod, proč by měli podniky zvyšovat ceny.

Třetí poznámka: není třeba se omezovat eurozónou. Bankovní rada provádí měnovou politiku pro tuto zemi. Na druhou stranu ale poukazuje na to, že zvyšování úrokových sazeb by mělo dopad na investice. To znamená, že podnikům, které nyní snižují ceny, jak ukazuje index cen průmyslových výrobců, by ČNB najednou ještě zdražila úvěry, přičemž už dnes jsou tyto úvěry dražší. Není si tudíž úplně jist, jestli by pro reálnou ekonomiku bylo dobré začít teď znovu zvyšovat sazby.

Dále tu zazněl návrh hrát si s trhem. Bankovní rada transparentně komunikuje obě trajektorie, jak prognózy kurzu, tak prognózy úrokových sazeb. S trhem si tudíž nehraje. Podle něj stačí jen trhu připomenout, aby četl prognózu ČNB. Bankovní rada nikdy neřekla, že bude zvyšovat úrokové sazby v průběhu tohoto roku. Komunikovala, že letos možná dojde ještě k jednomu zvýšení sazeb, ale podle prognózy asi až na konci roku.

Na závěr přidává řečnickou otázku, zda je měnová politika uvolněná nebo je přísná. Odpověď je podle něj jednoznačná. Prognóza inflace míří na horizontu měnové politiky pod cíl, byť jen o jednu desetinku, možná dvě, a jak kurz, tak úroková sazba odpovídají prognóze. Z toho vyvozuje, že v této chvíli je měnová politika adekvátně nastavená pro plnění inflačního cíle.

**M. Hampl:** Dodává jen technickou poznámku, že pro investice jsou podle něj primární reálné ex ante úrokové sazby. A v nich zatím k žádnému zpříšňování nedochází.

**J. Rusnok:** Uzavírá diskusi a vyzývá k hlasování.

### **III. Úkoly**

Nebyly zadány.

### **IV. Rozhodnutí**

Po projednání situační zprávy bankovní rada jednomyslně rozhodla ponechat úrokové sazby na stávající úrovni. Limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace tak zůstala na úrovni 0,75 %, diskontní sazba na hodnotě 0,05 % a lombardní sazba ve výši 1,50 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali Jiří Rusnok, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Vojtěch Benda, Oldřich Dědek, Marek Mora, Tomáš Nidetzký.

Zapsala: Pavla Břízová, sekce měnová