

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 26. září 2018

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 6. situační zprávy

Úvodem většina členů bankovní rady poděkovala sekci měnové za všechny podklady k rozhodování, oceněny byly i boxy obsažené v Situační zprávě a Měnověpolitickém doporučení.

O. Dědek: Ptá se na vývoj cen zájezdů v rámci jádrové inflace. Cestovní kanceláře slíbily zájezdy last minute a potom nenaplnily svůj slib a prodaly je za běžné ceny. Je tato logika inzerovaných, ale nerealizovaných slev správná?

T. Nidetzký: Vnímá to jinak: vysoká poptávka o zájezdech vedla k tomu, že cestovní kanceláře vyprodaly všechny zájezdy za standardní katalogové ceny a nemusely potom slevovat formou nabídek last minute.

M. Hampl: Doplnuje dotaz na jádrovou inflaci. Ceny neobchodovatelných statků rostou ještě více než loni. Osobně tam cítí poptávkové vlivy, což snadno vysvětlují i již zmiňované ceny zájezdů. Zajímá se však, za jakých okolností by sekce měnová označila jádrovou inflaci za proinflační riziko.

V. Benda: K jádrové inflaci: pravděpodobně odpovídá cyklické fázi, kdy lidé mají peníze, jsou spokojeni a překlápějí se do hedonistické struktury spotřeby, více si užívají dovolené a roste poptávka po rekreačních službách.

M. Mora: Připojuje se s dotazem na jádrovou inflaci. Jedná se o dočasný sezónní vývoj nebo o trvalejší jev?

Odpoověď SM (k vývoji jádrové inflace): Ohledně zájezdů se kloníme k vysvětlení T. Nidetzkého. Last minute není žádný slib, ale výprodej zbývajících neprodaných zájezdů. A když nic nezbylo, tak se žádný výprodej nekonal. ČSÚ pak přirozeně změřil, že celková průměrná cenová hladina zájezdů byla o dost vyšší než před rokem. Zapadá to příběhově do toho, co máme v prognóze, tj. proinflační tlaky z domácí ekonomiky související s rychlým růstem spotřeby i mezd. Je to samozřejmě specifická položka a my na 100 % nevíme, jak se statisticky zachová po konci hlavní sezony, kdy zájezdy last minute už ani standardně nejsou k dispozici a reprezentanty jsou například domácí wellness pobyty. Fundamentálně trvá tlak z domácí ekonomiky, což platí pro zahraniční zájezdy a možná ještě více pro domácí zájezdy prostřednictvím mzdové nákladové složky. Ale je možné, že statisticky v této oblasti dojde k nějaké korekci. Nárůst cen zájezdů je dán i změnou způsobu výpočtu; ČSÚ zařadil nové reprezentanty, jež neobsahují zájezdy last minute. Jádrová inflace má obchodovatelnou i neobchodovatelnou složku, obě mají zhruba stejnou váhu a oba jsou stejně důležité. Každá má za sebou jiné fundamenty. Neobchodovatelné položky mají za sebou inflační tlaky z domácí ekonomiky, které už dlouho označujeme za proinflační. V obchodovatelných položkách má naopak daleko větší váhu přímý kurzový kanál. Ten způsobuje, že navzdory domácím proinflačním tlakům ceny nepatrně klesají, protože kurz je meziročně stále o něco silnější, a to i přes nedávné oslabení. Celkově je jádrová inflace nad naši predikci, míra té odchylky se však spíše zkoriguje. Parciálně je jádrová inflace proinflačním

rizikem, proti tomu se zatím vyvíjely ceny potravin. V souhrnu celková inflace nebyla daleko od prognózy.

O. Dědek: Trajektorie zvyšování úrokových sazeb má větší dopad na dlužníky. Je sektor domácností stále čistým věřitelem nebo dlužníkem?

Odpověď SM (k dopadu zvýšení úrokových sazeb na domácnosti): Domácnosti jsou stále v pozici čistého věřitele, mají výrazně více aktiv než pasiv. Z hlediska úrokových nákladů jsou však čistým plátcem, protože depozita jsou méně úročená než úvěry. Čisté úrokové zatížení ještě bude nějakou dobu růst, momentálně se pohybuje okolo 3 % disponibilního důchodu.

Odpověď SFS (k dopadu zvýšení úrokových sazeb na domácnosti): V poslední době došlo ke snížení ukazatele čistého úrokového zatížení oproti příjmům. Objem úvěrů je trochu vyšší, sazby jsou marginálně vyšší, avšak procentní nárůst příjmů je významný.

Doplnění SM (k dopadu zvýšení úrokových sazeb na domácnosti): Úrokové sazby u domácností jsou relativně strnulé z důvodu dlouhodobé fixace hypoték.

O. Dědek: Další dotaz se týká financování vládního sektoru. Podle kapitoly Finanční a měnový vývoj (v Situační zprávě) se ministerstvo financí financuje na primárním trhu prostřednictvím státních dluhopisů s delší splatností. Na jiném místě je uvedeno, že byl zaznamenán neobvykle vysoký čistý příliv v rámci vládního sektoru v důsledku krátkodobých výpůjček ze zahraničí. Není to formulační nejasnost?

Odpověď SM (k primárnímu trhu dluhopisů): Jedná se jen o časový nesoulad. Krátkodobé výpůjčky ze zahraničí v rámci platební bilance se vztahují ke druhému čtvrtletí, zatímco statistika ministerstva financí o emitovaných dluhopisech a poukázkách popisuje vývoj zejména během léta, kdy byl vývoj odlišný než v první polovině roku. Není to tedy věcný nesoulad, ale jde o popis jiného období v rámci roku. Fundamentálně ministerstvo financí opustilo financování prostřednictvím krátkodobých poukázek v situaci kladných (již ne záporných) sazeb a posouvá se ke střednědobým dluhopisům.

Doplnění SBO (k primárnímu trhu dluhopisů): Krátkodobé výpůjčky ze zahraničí souvisely s červnovou splátkou eurobondu.

T. Nidetzký: Proč se zavádí sazba ESTER?

Odpověď SBO (k ESTER): ESTER je nezajištěná jednodenní úroková sazba. O jejím vzniku rozhodla Rada guvernérů ECB. Měla by být doplňkem k indexu EONIA, která je administrována privátním subjektem. Vstupní data k indexu EONIA dodává 28 panelových bank, a to dobrovolně. Existuje tak riziko, že nebude dostatečně reprezentativní. ESTER je naproti tomu založena na statistické povinnosti 52 bank, motivací pro její vznik je větší robustnost. Od října 2019 ji ECB bude publikovat. Nějakou dobu budou zřejmě obě sazby existovat paralelně, výhledově možná EONIA zanikne. Existují iniciativy, které hledají alternativy k panelovým sazbám EURIBOR, protože ty nejsou dostatečně podloženy transakčními daty.

M. Hampl: Podobná debata čeká zakrátko i ČNB u sazby CZEONIA.

T. Nidetzký: Jaké je zpoždění datové základny u imputovaného nájemného?

Odpověď SM (k imputovanému nájemnému): U imputovaného nájemného je zpoždění cca 5 – 6 měsíců. ČSÚ do indexu nejdříve zařazuje nějaký trendový odhad, který následně zpřesní. Nemá proto smysl dívat se na krátkodobé odhady, ale na dlouhodobý trend. Navíc konvence je taková, že CPI se zpětně nereviduje. Když ČSÚ zpětně zjistí, že na začátku roku extrapolací podhodnotil vývoj imputovaného nájemného, tak to nezreviduje, ale zařadí do indexu až s novými daty CPI.

Podporovali jsme nový způsob ČSÚ při zachycování cen imputovaného nájemného, ale byli jsme si vědomi, že data budou k dispozici se zpožděním. Bohužel se musíme s touto statistickou nepřijemností vyrovnat.

T. Nidetzký: Ptá se na vysvětlení ohledně změny stavu zásob.

Odpověď SM (k vývoji zásob): Už ve druhé polovině minulého a počátkem letošního roku jsme měli pochybnosti o změně stavu zásob, které rostly rychleji než HDP. Poslední revize vrátila zásoby do stavu, kde jsme je viděli i my, tedy v určitém poměru k HDP. Zásoby byly rozpuštěny do více protipoložek národních účtů, zejména byl revidován zahraniční obchod. Nemá to jasný ekonomický příběh, z našeho pohledu se jedná spíše o technickou úpravu.

T. Nidetzký: Další dotaz se týká rozdílu ve výhledu měnového kurzu mezi prognózou ČNB a analytiky; ti očekávají slabší kurz a trochu jiný mix měnových podmínek.

V. Tomšík: Připojuje se k dotazu T. Nidetzkého. Narůstá rozdíl v našich očekáváních ohledně vývoje kurzu a úrokových sazeb oproti trhu. Obnovili jsme publikování trajektorie kurzu a slibovali jsme si od toho, že bychom mohli trh někam směřovat a vést. Je to tím, že analytici přisuzují větší váhu tomu, co se děje na emerging markets, co se děje v Turecku, že protekcionismus může způsobit nějaký problém v zahraničním obchodě nebo dávají větší váhu překoupenosti trhu? Anebo analytici uvažují takto: ČNB transparentně říká, že kurz bude posilovat na základě 2% reálné konvergence, k tomu přidají nekrytou úrokovou paritu, podle které je úrokový diferenciál mezi našimi sazbami a ECB na úrovni 1 procentního bodu; riziková prémie je dlouhodobě neměnná. Pak by při našich vyšších sazbách koruna měla oslabit, aby arbitráž byla nulová. Podle ekonomické teorie by koruna neměla tak rychle posilovat.

Odpověď SM (k výhledu měnového kurzu): Nepřeceňujeme velikost rozdílu našich prognóz oproti tržním očekáváním. V případě IOFT v ročním horizontu je rozdíl kurzu asi 30 haléřů a v sazbách činí cca jedno zvýšení navíc. Je to trošku jiná skladba měnových podmínek, ale i analytici čekají, že se obnoví apreciační trend koruny, byť o něco pozvolněji proti našim predikcím. Spolu s tím čekají, že cyklus zvyšování sazeb by mohl být o něco plynulejší. Naše odhady se pohybují v rámci rozpětí predikcí jednotlivých analytiků a nejsou dramaticky rozdílné.

Upřesnění k dotazu V. Tomšíka: Příspěvek reálné rovnovážné apreciace je 1,5 %, ne 2 %. Před krizí činil 3,5 %, expertně byl přenastaven.

V. Benda: V Situační zprávě je uvedeno, že ve vývoji měnového kurzu hraje roli spíše úrokový diferenciál vůči americkému dolaru; zároveň koruna vůči dolaru víceméně stagnovala. Není to paradox?

M. Mora: Také je překvapen důrazem na úrokový diferenciál vůči dolaru.

Odpověď SM (k vazbě měnového kurzu a úrokového diferenciálu vůči dolaru): Když roste napětí na světových trzích, tak investoři se dívají na sazby v dolarových aktivech a přesunují se tímto směrem. Normalizace úrokových sazeb v USA probíhá už delší dobu, v této době je pro nás úrokový diferenciál vůči dolaru více důležitý. Diferenciál přitom začal hrát roli částečně nepřímou. Trh se u kurzu EUR/USD vrátil k příběhu divergence měnových politik. Dolar nějakou dobu posiloval vůči euru a zrovna v tom momentu rozvíjející se trhy včetně koruny zaznamenaly největší odliv. Koruna tak oslabilo nejen vůči dolaru, ale i vůči euru.

Odpověď SBO (k vazbě měnového kurzu a úrokového diferenciálu vůči dolaru): Z tržního pohledu je hlavním faktorem kurz EUR/CZK, kurz USD/CZK jen následuje přepočtem (EUR/CZK a EUR/USD). Z hlediska praktického obchodování roli diferenciálu nepřeceňujeme.

Doplnění SM (k výhledu měnového kurzu): Zatím se kurz vyvíjí docela v souladu s naší predikcí. V minulé prognóze jsme měli předpoklad na 4Q18 na úrovni 25,3 CZK/EUR, do nové prognózy vstupujeme s předpokladem 25,4 CZK/EUR. Zdá se, že jsme perzistenci kurzového šoku nastavili v minulé prognóze docela dobře, byť jsme příznávali, že se jedná o expertní odhad.

M. Hampl: Krátkodobá prognóza kurzu nám docela dobře vychází, a to opakovaně. Problém však máme ve střednědobém období, který je pro prognózu inflace rozhodující. Ptá se na vysvětlení, proč to tak je.

Odpověď SM (k prognóze měnového kurzu): Úplně nesouhlasíme, že máme problém s prognózou kurzu ve střednědobém období. V blogu (T. Holub, K. Musil: Měnová politika ČNB: Hladké přistání z kurzového závazku ve zpětném pohledu) ukazujeme, že se asi sedm prognóz v řadě kurzová trajektorie na celém výhledu šesti čtvrtletí naplnila až překvapivě dobře vzhledem k nejistotám souvisejícím s ukončením kurzového závazku. Teď se objevil nový globální faktor, který zhruba půl roku ovlivňuje kurz, což jsme samozřejmě nevěděli. Ale systematickou odchylku několik prognóz v řadě ve střednědobém období nevidíme.

M. Hampl: My máme dobře nastavený dlouhý konec prognózy, který je dán konvergencí. Krátký konec prognózy nám také vychází, ale opakovaně nás překvapuje kurz v horizontu nad tři měsíce. Po zasedání předá sekci měnové své výpočty.

Odpověď SM (k prognóze měnového kurzu): V každém případě jsme si vědomi, že porozumění příběhu, který stojí za prognózou kurzu, je pro měnovou politiku důležitý. Proto predikční tým připravil text o tom, jak vypadá kurzová rovnice v modelu a jaké jsou impulzní odezvy a vlivy jednotlivých faktorů. Je to dvoustránkový edukační text, který bude předložen na schůzku s bankovní radou v rámci přípravy nové prognózy. Bude obsahovat i očekávané modifikace v souvislosti s přechodem na model g3+ v příštím roce.

V. Tomšík: Od GRIPu jsme si slibovali, že nám umožní komunikovat naše kroky v měnové politice jako odpočet současného stavu od prognózy. Zobrazení GRIPu v aktuální podobě (všechny body v blízkosti středu) však říká, že nemusíme činit nic. Na druhé straně je zde návrh zvýšit úrokové sazby a před šesti týdny zde byla dokonce úvaha zvýšit je o 50 bodů. Není GRIP v tomto smyslu matoucí? Není to tím, že na vertikální ose je průměrná odchylka v úrokových sazbách? Neměl by GRIP být aktualizován tak, že tam bude vážený průměr?

Odpověď SM (ke GRIPu): GRIP je potřeba číst tak, že když je neutrální bilance rizik, tak bychom měli následovat prognózu. A v prognóze zvýšení sazeb je; z tohoto pohledu je to interpretačně jednoduché. S prognózou bylo konzistentní zvýšení sazeb o 50 bodů. Z důvodu vyhlazování jsme se rozhodli ho provést ve dvou krocích s tím, že uděláme první krok, a když nás nic nepřekvapí, uděláme pak druhý. A to přesně nastalo, nic nás v zásadě nepřekvapilo. Vůči prognóze máme dluh jednoho zvýšení, které sekce měnová navrhuje doručit dnes.

V. Tomšík: Trh nás předběhl, již doručil zvýšení sazeb a věří prognóze. Je to netradiční situace, ČNB by měla být lídrem trhu. Takto my doháníme trh.

Doplnění SM (ke GRIPu): Trh reaguje na komunikaci ČNB, která v mezidobí odrážela prognózu; ta přitom implikovala několik zvýšení sazeb do konce roku. Nové informace potvrzovaly naplňování příběhu prognózy, proto trh s čím dál větší mírou jistoty zapracovával další zvýšení sazeb. Kdybychom dnes nedoručili zvýšení sazeb, bylo by to pro trh matoucí, protože my jsme utvářeli očekávání trhu a ten je vpředhledicím způsobem promítl do kotací sazeb. Když dnes doručíme zvýšení sazeb, bude to pro trh srozumitelná historka.

M. Hampl: Opakovaně se bavíme o tom, v jaké cyklické pozici ekonomika je. Vzhledem k tomu, že nemáme output gap v reakční funkci, tak toto nemůžeme vzít přímo v úvahu. Bavíme se proto o odchylce inflace od cíle. Pokud je cyklická pozice stále identická, není na místě úvaha mít sazby nad rovnovážnou úrovní, ne se jen blížit k rovnovážné úrovni?

Odpověď SM (k rovnovážné sazbě): Se zvyšováním sazeb začínáme z nuly, v reakční funkci i v našem standardním chování máme nějakou perzistenci. Z nuly nad 3 % neskočíme okamžitě, ale postupně se tam posouváme. Navíc zahraničí se nenachází na steady statu. Pokud věříme, že aspoň nějakou roli hraje úrokový diferenciál mezi korunou a eurem, tak představuje určitou brzdu. Pokud dnes zvýšíme sazby, tak už budeme za polovinou cesty mezi technickou nulou a normální úrovní sazeb. K rovnovážné sazbě tak směřujeme relativně svižným krokem.

M. Hampl: U mezd zatím nejsou zapracovány předpoklady o výši minimální mzdy a navýšení mezd ve veřejném sektoru na příští rok. Předpokládá, že grafy týkající se mezd budou v příští prognóze vypadat jinak a prosí o komentář.

Odpověď SM (k vývoji mezd): Celkové mzdy skončily nepatrně pod prognózou, v tržní sféře 0,5 procentního bodu pod prognózou. Vliv zvýšení minimální mzdy o 1500 Kč je 0,4 procentního bodu, zvýšení o 1200 Kč představuje 0,3 procentního bodu. Z tohoto pohledu není stávající prognóza mezd zásadně ohrožena. Data v letošním roce asi budou trochu nižší, ale v roce 2019 budou déle setrvávat na vyšších úrovních za přispění dodatečného efektu zvýšení minimální mzdy. Ve veřejném sektoru stávající prognóza již kvalitativně anticipovala nárůsty mezd, současná politická jednání budou do nové prognózy promítnuta. Vláda zrušila svůj plán na dřívější zvýšení mezd pedagogickým pracovníkům ve druhé polovině letošního roku; zřejmě k tomu dojde od ledna. Fundamentálně se příběh stávající prognózy o vývoji mezd v netržních odvětvích nemění. Jedná se o pomalou deceleraci z aktuálních dvouciferných hodnot. V roce 2020 a v dalších letech rozpočtová dokumentace pracuje s technickým předpokladem 5% růstu, ten však bude fiskálním vyjednáváním modifikován.

V. Benda: Pokles dynamiky produktivity práce pozorovaný již dvě čtvrtletí v řadě je čistě výsledkem účetního propočtu, tj. je daný tím, že zpomalil růst HDP při rigidním vývoji na trhu práce? Jak silně vnímá sekce měnová historiku o dočasnosti tohoto poklesu a oživení růstu produktivity? I ve vyspělých zemích hledají odpověď na otázku, jestli je možné se pomocí automatizace a robotizace vrátit k silnějšímu růstu produktivity.

M. Mora: Před nějakou dobou jsme investice považovali za protiinflační faktor. Dnes je zmiňujeme jen jako jednu ze složek ovlivňujících hospodářský růst. Proč jsme opustili předchozí rétoriku? Je to tím, že růst produktivity slábne?

Odpověď SM (k vývoji produktivity): K posouzení celkových mzdově nákladových inflačních tlaků je třeba zahrnout produktivitu. U národohospodářské produktivity je to v současnosti účetní záležitost. Růst HDP je podle prognózy meziročně na svém minimu a bude lehce zrychlovat ke 3 %, zatímco vývoj zaměstnanosti má určitou setrvačnost. U ní naopak očekáváme zpomalení růstu cca na 0,5 %. Z hlediska fundamentů pro růst produktivity stále vidíme investice, které působí prostřednictvím produktivity protiinflačně, ale v rozsahu zapracovaném v prognóze. Aktuálně je proto neoznačujeme za protiinflační riziko prognózy. Fixní složka investic totiž zhruba odpovídá prognóze, překvapily nás jen zásoby, které standardně nebereme příliš v potaz při odhadu produktivit. Celkově produktivita částečně tlumí dopad vysokého růstu mezd do nákladů a návazně do cen, ale zatím v rozsahu, který prognóza obsahovala.

V. Benda: EET zatím nemáme zahrnutou v prognóze. Pokud bude schváleno, lze říci, že po zkušenostech s minulými koly se jedná o skryté proinflační riziko?

Odpoověď SM (k EET): Další fáze EET bude doprovázena snížením sazeb DPH. Primární dopad do inflace by byl směrem dolů, ale my spíše čekáme, že se zvýší marže, resp. pokryjí nákladový tlak. S celkovou inflací by se pak nemuselo moc stát. Uvidíme zvýšení měnověpolitické inflace a negativní dopad daňových změn. Zvláště se budou projednávat zákony o EET a DPH a není jasné přesné načasování. Pokud by se vše z návrhů realizovalo, tak primární dopad změn by činil 0,37 p.b. do celkové inflace směrem dolů. Vzhledem k vysoké míře nejistoty tyto návrhy nebudou zahrnuty do nové prognózy.

M. Mora: U cen zemědělských výrobců prognóza očekává zhruba nulový růst. Vzhledem k suchu v Evropě by čekal, že ceny půjdou celkově nahoru.

Odpoověď SM (k cenám agrárních komodit): Výhledy cen agrárních komodit na světových trzích i v minulé prognóze byly rostoucí, teď jsou rostoucí o něco více. To by znamenalo mírně proinflační tlaky v horizontu zhruba tří čtvrtletí pro naši prognózu. Pokud jde o faktory, tak u nás bude letos vykázána cca o 10 % nižší úroda hlavních plodin. Totéž platí i pro země v Evropě. Světový trh je však ovlivňován primárně producenty v Austrálii, USA, Kanadě a Rusku. Z nich jen v Rusku byla úroda nižší než v minulých letech. Celkově platí, že světové zásoby se sice sníží, ale jen málo; pořád budou v porovnání s obdobím před ekonomickou krizí na poměrně vysoké úrovni. Nejsou proto předpoklady pro výrazný růst cen agrárních komodit.

M. Mora: Sekce měnová preferuje postupné zvyšování úrokových sazeb ve standardních menších krocích, což je dle jejího názoru vhodné také z pohledu finanční stability, resp. makrobezpečnostní politiky. A sekce finanční stability píše ve svém stanovisku: „Pokud bychom zohlednili rizika pramenící ze současného makroekonomického vývoje pro dosahování cíle finanční stability, doporučili bychom rychlejší návrat k neutrální úrovni měnověpolitických sazeb, resp. zvýšení 2T repo sazby v rozsahu větším než jedno standardní zvýšení.“ Obě sekce operují finanční stabilitou, ale jedna je pro postupné zvyšování a druhá pro razantnější zvýšení.

Odpoověď SFS (v diskuzi o zvýšení sazeb z pohledu finanční stability): Z hlediska sektoru domácností jsou reálné úrokové sazby hodně nízké. My jsme od srpna loňského roku provedli relativně významné navýšení našich sazeb. To se zatím jen částečně promítlo do úvěrových sazeb, ale výrazně narůstá tempo růstu příjmů. Pokud by domácnosti porovnávaly tempo růstu příjmů s úrokovými sazbami, tak došlo k určitému uvolnění. U podnikového sektoru je tomu jinak. Na druhé straně zvyšování nominálních sazeb brzdí poptávku po úvěrech, protože domácnosti stejně nejsou plně racionální a orientují se hodně podle nominálních veličin. Nárůst našich sazeb snižuje podnět bank nabízet úvěry komukoli, protože vydělávají na vyšších maržích. Jsme rádi, že nárůst sazeb pokračuje, rádi bychom viděli, kdyby pokračoval ještě dále v letošním roce. Kdyby sazby dále nerostly, tak bychom to vnímali jako rozpor s riziky pro finanční stabilitu.

M. Mora: Úrokové rozpětí (mezi 3M PRIBORem a 2T repo sazbou) začalo zhruba od června růst. Lze to interpretovat jako nějaký návrat k normálu nebo tento vývoj již zahrnuje očekávané zvýšení sazeb?

Odpoověď SM (k úrokovému rozpětí): Vývoj úrokového rozpětí ukazuje návrat k normálnímu chování. Krátkodobě rozpětí roste, přičemž zahrnuje očekávané zvýšení sazeb. Když zvýšíme sazby, tak se rozpětí skokově sniží. Trh už nebude mít důvod přehodnotit 3M PRIBOR v rozsahu zvýšení 2T repo sazby.

J. Rusnok: Poměrně razantně – v kontrastu se všemi prognózami – rostou ceny ropy. To by se mělo projevit v inflaci; nejenom u nás, ale i v Evropě. Evropská inflace je zřejmě na nejbližší období podhodnocená, dopad vyšších cen ropy bude poměrně razantní. Ve výrobních i spotřebitelských cenách se to musí projevit. Vyvozujete z toho, jak asi bude reagovat ECB, jak rychle bude opouštět expanzivní měnovou politiku? Pro ECB bude určitě složité obhajovat ponechání sazeb dalšího tři čtvrtě roku, když inflace v mnoha zemích bude nad 3 %, byť vyvolaná touto nejadrovou složkou. Ale přece jen, cílem pro ECB je celková inflace.

Odpověď SM (k ceně ropy): Vyšší cena ropy kolem 80 USD/barel je záležitost posledních dní. Naposledy byla tak vysoko před čtyřmi lety. Zásoby ve světě jsou spíše nižší, což souvisí s omezováním těžby v Íránu, Venezuele atd. Zatím neumíme odlišit, jestli se jedná o krátkodobý výkyv nebo nastartování trendu.

ECB již zmiňuje ceny ropy jako faktor táhnoucí inflaci nahoru a podporující domácí fundamentální inflační tlaky a dokonce se po dlouhé době objevuje obava ze sekundárních inflačních tlaků vyplývajících z cen ropy. Možná se ECB začne orientovat více hawkish směrem a začne vysílat signály, že první zvýšení sazeb by mohlo přijít dříve.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

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

O. Dědek: Plně rozumí logice prognózy. Její předpoklady jsou dobře shrnuty, totéž platí i o stanovisku poradce. Jestliže se naplňuje prognóza, tak v logice nepodmíněné prognózy by měla být respektována trajektorie úrokových sazeb. Z tohoto pohledu nelze návrhu zvýšit sazby nic vytýkat. Menší komfort ovšem cítí, pokud jde o razanci těchto kroků a při pohledu na jiné centrální banky v regionu. Švédská centrální banka stále udržuje záporné sazby, nízké sazby má také Maďarsko a Polsko. Není si jist, jestli je v pořádku tak rychlá kadence ve zvyšování sazeb vzhledem k existujícím nejistotám (rýsující se tvrdý brexit, obchodní války aj.).

Pokládá si otázku, jestli důvody, které vedly k rychlému zvyšování sazeb v prognóze, jsou hmatatelné. Jedním z důvodů byl kurz, který se pod vlivem vnějších vlivů začal chovat neočekávaným způsobem. Švédská koruna také prudce oslabil, ale v současné době už umazala ztráty sama o sobě; stejně tak forint i zlotý zhruba ze 75 % ztráty umazaly. Nebyla proto reakce v sazbách přecitlivělá v porovnání s tím, jaké jsou fundamenty? U nárůstu jadrové inflace byly hlavním faktorem zájezdy last minute, u kterých se možná projevuje i vliv marketingových strategií cestovních kanceláří. Celkově inflace je mírně nad cílem a nediskutujeme o riziku, že by inflace vybočila z tolerančního pásma. Spíše to je otázka, co rozumět pod flexibilním cílováním inflace. V žádném případě nezpochybňuje informace o přehřátém trhu práce a dalších inflačních tlacích. Úkolem ČNB ale není být stínovým členem tripartity a určovat, jaký má být mzdový růst, ale sledovat, zda mzdový růst neohrožuje plnění inflačního cíle. A zde je faktem, že inflace se stále pohybuje v rámci tolerančního pásma.

Na jedné straně je zde celá řada externích nejistot, na druhé straně necítí ostře důvody pro zvýšenou razanci v sazbách. Preferuje spíše gradualističtější přístup ve frekvenci velkých situačních zpráv.

Nejistoty jsme v měnověpolitickém uvažování uchopili ve smyslu, že oslabování kurzu nám hraje do karet ve snaze rychlejšího směřování k neutrální hladině úrokových sazeb. To je však ojedinělá situace ve středoevropském regionu. Praktickým důsledkem bude, že se tuzemský

výrobní sektor bude dostávat do konkurenční nevýhody. Tlačí na něj mzdové požadavky, vyšší úrokové platby a další tlak bude přicházet z rostoucích cen energií.

Měnová politika by měla tančit spíš waltz než argentinské tango. To znamená dát více prostoru přizpůsobovacím tržním mechanismům. Na hypotečním trhu vstupují v platnost obezřetnostní opatření. Více času asi bude potřeba, než se větší investiční aktivita prosadí do vyšší produktivity, která by se měla více projevit jako protiinflační faktor.

Závěrem uvádí, že rozumí prognóze, ale cítí malý komfort s razancí zvyšování sazeb v prostředí rostoucích externích nejistot. Návrh měnové sekce zvýšit úrokové sazby nepodporuje.

T. Nidetzký: Trajektorie sazeb v poslední prognóze indikovala výraznější zpřísnění měnové politiky než o standardních 25 bodů. Poslední data z reálné ekonomiky jsou v souladu s očekáváním a prognóza se tak v tomto ohledu téměř vzorně naplňuje. Z tohoto pohledu je konzistentní další zpřísnění měnové politiky. Nejistota ohledně délky trvání globálních faktorů působících na slabší korunu přetrvává, ale riziko odlišného kurzového vývoje se nenaplnuje. Především s ohledem na vývoj domácí ekonomiky charakterizovaný inflací v horní polovině tolerančního pásma, solidním růstem mezd a slabé koruny je vhodné další zpřísnění měnové politiky prostřednictvím úrokových sazeb. K nejistotám patří řada zahraničních faktorů: obchodní válka USA se zbytkem světa, nejistota okolo brexitu, nákaza z rozvíjejících se zemí (Turecko, Argentina, Venezuela), normalizace měnové politiky ECB. Souzní s nejistotou ohledně přecenění rizikových premií na finančních trzích (prezentovanou ve stanovisku sekce finanční stability), které může být překotné a náhlé. Dnešní rozhodování je srozumitelné z pohledu vývoje české ekonomiky, zároveň se však kumulují nejistoty spojené s vývojem v zahraničí, a to co do jejich počtu, ale i v čase.

V. Tomšík: Od poslední prognózy příběh zůstává stejný a naplňuje se. Na minulém zasedání jsme říkali, že prognóza obsahuje rychlejší, razantnější zvýšení úrokových sazeb. Na druhou stranu preferujeme politiku malých pragmatických kroků a budeme testovat, co to bude dělat s celkovým indexem měnových podmínek. Měli jsme velký otazník, jak se bude naplňovat prognóza v krátkém období, byl zpracován citlivostní scénář cen potravin. Ceny potravin šly skutečně dolů, scénář se naplnil, na druhou stranu nás překvapila jádrová inflace. U ní jsme si kladli otázku, jestli to je opravdu způsobeno základními fundamenty, tj. domácí reálnou ekonomikou. Ekonomika se vyvíjí podle očekávání, takže je na místě naplnit prognózu včetně úrokových sazeb. Neobchodovatelné statky představují menší podíl v indexu CPI. Vidíme, že ekonomika je natlakovaná, mzdy se zvyšují, disponibilní příjmy rostou, inflační očekávání jsou stabilní. Můžeme očekávat, že inflace u těchto neobchodovatelných statků poroste, takže je na místě zvyšovat úrokové sazby. Na druhou stranu máme velký podíl obchodovatelných statků, které reflektují, co se bude dít s kurzem. Kurz nás v posledních 3 – 4 měsících překvapuje na slabší straně, než jsme očekávali z pohledu úrokového diferenciálu a obnovení reálné konvergence. Je to pro nás velká nejistota. Ale když to kurz umožní, tak pojdme ekonomice doručit dlouhodobě rovnovážnou úrokovou sazbu.

(v reakci na vyjádření O. Dědka) Není podstatné, jestli zvyšujeme sazby každé zasedání, podstatné je, že nám to podmínky umožňují. Jestli nám ekonomika umožní vrátit se na steady state rychleji a pomůže to stabilizovat inflační očekávání, pojdme to udělat. To rozhodně neznamená předjímaní dalších kroků za šest týdnů. Pokud si trh bude myslet, že už nás čeká jen období pravidelného zvyšování sazeb na každém zasedání, tak bude dobré vyslat trhu signál, že to tak nebude. Jakékoli rozhodnutí v den D nic nepředznamenává pro rozhodnutí v den D+1.

Politika pragmatických kroků i za cenu tří nebo čtyř kroků v řadě je lepší než jít se sazbami rychle nahoru a pak dolů.

Když index měnových podmínek (ve složení nominální úroková sazba a kurz) umožní učinit tento krok, učiníme ho. Pomůže to i z hlediska finanční stability. Doporučení rozumí, vůči prognóze se nevymezuje, je na místě doručit to, co prognóza předvíдалa.

Nečeká nás nějaké překvapení ze strany zahraničí? Roste napětí jak ohledně protekcionismu, tak u rozvíjejících se zemích. Nevíme, jak stabilní je vývoj ceny ropy; ta přitom primárně představuje nákladovou inflaci. Čekáme posílení koruny, budeme zvyšovat sazby, a pokud na podnikatele dopadne ještě nákladová inflace prostřednictvím cen ropy, tak jejich konkurenceschopnost může být časem zasažena. Pokud se přidají i sekundární efekty, tak to už je samozřejmě relevantní pro měnovou politiku.

M. Hampl: Bavíme se o odečtu od poslední prognózy. Ta přitom přehodnocovala předchozí příběh. Popisovala ekonomiku jako trochu víc natlakovanou s většími proinflačními tlaky a trochu přehodnotila pohled na kurz. A i od tohoto přehodnoceného příběhu odečítáme spíše mírně proinflační rizika. K nim patří jádrová inflace, mzdy, uvidíme, jak se bude do budoucna vyvíjet kurz. Naprosto není sporu o tom, jestli je třeba úrokové sazby zvýšit, otázka je o kolik. Konzistentní s příběhem by bylo jít nahoru o více než 25 bodů, zvýšit klidně o 50 bodů. Zvýšení ve větším rozsahu by však mohlo být interpretováno jako známka paniky, což by bylo zbytečné. Jednoznačně doporučuje zvýšit sazby na tomto zasedání a s vysokou pravděpodobností i na příštím zasedání – za předpokladu, že se neobjeví úplně mimořádné riziko, které změní pohled na fungování finančního světa nebo našeho makra.

Pořád máme nejistotu ohledně rovnováh. Vedeme debatu, kde ta rovnováha je. Chairman Powell to v Jackson Hole řekl úplně perfektně: „Jdeme nahoru se sazbami, řídíme se přitom hvězdami, zároveň samotné hvězdy se pohybují a nevíme, kde za chvíli budou.“ Přesně v téhle nejistotě my žijeme ohledně rovnováh. Ať je rovnováha kdekoli, my jsme naprosto nepochybně pod ní v situaci otevřeného output gapu. A i kdybychom měli sazby vyšší, nebo jsme zvýšili sazby o více než 25 bodů, tak z tohoto pohledu neděláme chybu.

(v reakci na vyjádření O. Dědka) Vnímá tzv. easing bias, tedy snahu neudělat rozhodnutí, když ho neudělají ostatní. Přitom není normální mít strach z normality. Musíme nastavovat měnové podmínky podle situace v naší měnové zóně. Současně bychom neměli mít uvažování ministerstva průmyslu ve smyslu, jaký dopad naše rozhodnutí bude mít pro jednotlivé sektory nebo jednotlivé podniky.

(poznámka k vyjádření O. Dědka) Kolega Dědek měl největší problém s oslabením kurzu koruny, což bylo uvolnění měnových podmínek, které shodou okolností – přestože to nebyl záměr – velice silně pomáhalo reálné ekonomice. Mít problém s tímto uvolněním měnových podmínek a dnes udržovat easing bias, této nekonzistenci je těžké rozumět.

V. Benda: (v reakci na vyjádření O. Dědka) Ke srovnání waltzu a tanga uvádí, že se jedná v obou případech o standardní tance ze stejné skupiny. U waltzu je sice rytmus pomalejší, ale má mnohem delší kroky. Je spíše pro tango, tzn. kratší kroky v rychlejším rytmu, když to okolnosti umožňují. Prostor pro normalizaci měnových podmínek zde je.

Pokud se chceme srovnávat s ostatními zeměmi, tak ty jsou v jiné situaci. My jsme ve vzácné shodě cenové i finanční stability, obě sekce (měnová a finanční stability) doporučují zvyšovat úrokové sazby a zpřísnovat měnové podmínky. Sekce finanční stability by ocenila i rychlejší zvyšování sazeb. Okolní země nejsou ve stejné situaci. Například Eurozóna řeší problém, že případné zpřísnění měnových podmínek nemusí být v souladu s cílem finanční stability. Už se to

objevuje v názvech seminářů, např. „Rizika rostoucích úrokových sazeb pro finanční stabilitu“ atd. Ještě v minulém roce se semináře jmenovaly „Rizika příliš nízkých úrokových sazeb po dlouhou dobu“. My jsme v jiné situaci. Máme luxus, že si můžeme dovolit zpřísnit měnové podmínky, protože víme, že nevytvoříme tlak na nestabilitu jednotlivých sektorů.

Další otázka je, jestli máme být spokojeni s inflací v tolerančním pásmu. Inflace je na prognóze v tolerančním pásmu a vrací se shora k cíli právě proto, že prognóza předpokládá další zpřísnování měnových podmínek. Pokud bychom měli podmíněnou prognózu, tj. zachování úrokových sazeb na stejné úrovni, tak inflace vystřelí v prognóze nahoru.

V úterý jsme měli pěknou debatu nad článkem M. Hampla a T. Havránka (Central Bank Capital as an Instrument of Monetary Policy). Debatovali jsme i o tom, co je a není měnová politika, o riziku, když se nepodaří vystoupat dostatečně rychle s úrokovými sazbami k rovnováze, o riziku velmi častého návratu k nulovým sazbám, hledání nových cest atd. Pokud máme příležitost, zvažujme na každém zasedání zpřísnování měnových podmínek přes úrokové sazby. Můžeme situaci vyhodnocovat vždy ad hoc v daném momentě. V tuto chvíli prostor pro zvýšení sazeb je a je nutný.

Všude se řeší problém s poklesem dynamiky produktivity práce. My to řešíme také, částečně je to statistický jev. Na druhé straně máme velkou víru, že robotizace a automatizace přispěje k růstu produktivity. Podobné očekávání mají USA, Japonsko, eurozóna. Všichni čekají, že modernizace, robotizace a automatizace povedou k návratu k normálu u růstu produktivity práce. Možná ten návrat nenastane a tím pádem budeme mít vyšší inflační tlaky v budoucnosti.

Závěrem podporuje měnověpolitické doporučení zvýšit úrokové sazby o 25 bodů.

M. Mora: Úvodem má poznámku související s komunikací a s tím, co v otevřené části jednání řekl viceguvernér Tomšík. Na tomto zasedání jsou v GRIPu skoro všechny body na středu a zároveň se doporučuje zvýšit sazby. V komunikaci tak vnímá určitý rozpor v situaci, kdy rizika jsou vyrovnaná a zároveň by se měly opět zvýšit sazby. Na minulém zasedání proto navrhol bilanci rizik hodnotit jako proinflační a tím si vytvořit prostor pro další zvýšení na dnešním zasedání. Bilance rizik na minulém jednání však byla vyhodnocena jako vyrovnaná.

Ztotožňuje se s měnověpolitickým doporučením. Prognóza zahrnuje dvojí zvýšení úrokových sazeb, minule bylo doručeno jedno. V mezidobí přitom žádný výrazný protiinflační ani proinflační šok nenastal. Nemá problém ani s kadencí změn úrokových sazeb. Na druhé straně se zamýšlí nad situací, kdy jsme již šestkrát zvýšili úrokové sazby, což může ovlivnit kurzový vývoj. Žijeme v době globálních vlivů, koruna dočasně oslabil. Pokud by se ale situace ve světě uklidnila a vrátila se k nějakému globálnímu politickému normálu, tak vidí velký potenciál pro posilování koruny. Úrokový diferenciál nějakou roli hraje, i když menší než v minulosti. Doporučuje proto zamyslet se, jak rychle postupovat s dalšími kroky v případě sazeb. Varuje před zdůrazňováním věty z měnověpolitického doporučení „pokračující zvyšování úrokových sazeb směrem k jejich dlouhodobě neutrální úrovni“. Stávající prognóza pro příští rok implikuje stabilitu sazeb, což zmíněná věta úplně přesně nevyjadřuje. Nabádá proto k jisté opatrnosti v tomto směru.

J. Rusnok: Prognóza se naplňuje, předpokládala další zvýšení sazeb, tudíž zde není žádný rozpor. Naším prvním cílem je cenová stabilita vyjádřená inflačním cílem. Inflace se pohybuje v horním tolerančním pásmu a bude se vracet postupně dolů, pokud bude následovat to, co má v sobě zahrnuto prognóza, to znamená i dnešní zvýšení sazeb. Druhým naším cílem je finanční stabilita, která doporučuje ještě vyšší růst sazeb. To vše je potvrzením, že nezvýšit sazby by znamenalo rozpor.

V porovnání s ostatními státy vypadáme ojedinele (v procesu zvyšování sazeb), ale trochu si situaci zanalyzujeme. V ECB a Dánsku, které nemá samostatnou měnovou politiku, je strach z nastoupení cesty k normalizaci sazeb hluboce zakořeněný. Švédsko už bylo na hraně, málem už došlo ke zvýšení sazeb, přitom hodně sledují kroky ECB; zvýšení sazeb je zřejmě jen otázka času. Švýcarsko je zvláštní případ, řeší neustálý příliv kapitálu, který tlačí na kurz. Ustoupit ze záporných sazeb je pro ně nepředstavitelné. Polsko má v tuto chvíli stejné sazby jako my, nemají proto kam spěchat při přibližně stejné inflaci a podobném vývoji jako v ČR. Maďarsko je se sazbami níže než my, ale jejich měnová politika má zajistit dostupnost bydlení, levné financování státu atd.; Maďarsko má také vyšší inflační cíl. Takže úplně odlišnou situaci než v jiných státech u nás nemáme.

V situaci, kdy ekonomika je mírně nad potenciálem, existuje totální nedostatek pracovní síly a svižně rostou mzdy, jsme na počátku jistých poptávkových inflačních tlaků. Už to nebude jen nákladová záležitost. V těchto podmínkách jakékoli ceny včetně odměn za práci musejí růst, zatím to však tlumily jisté okolnosti. Poptávka v ekonomice je silná z veřejného sektoru, od domácností atd. My ji svou velmi rozumnou předvídající politikou tlumíme. Vydáváme signály, byť se zatím v úvěrech příliš neprojeví, ale v říjnu už bychom mohli vidět zpomalení u hypoték. S ohledem na celkový ekonomický vývoj by nyní bylo riskantní zastavit proces zvyšování sazeb. Z reálného sektoru se neozývají stížnosti na drahé úvěry. Podniky mají volbu, mohou si půjčit v eurech, mohou vydat dluhopisy.

Současná situace představuje velkou příležitost posunout se k normálnějším sazbám. Sdílí obavu M. Mory, že může nastat zlom a koruna začne posilovat. A v takové situaci bychom neměli moc nástrojů; snížení sazeb třeba o 50 bodů by se na trhu příliš neprojevilo vzhledem k nízké vazbě na úrokový diferenciál v krátkodobém horizontu.

Rostou ceny energií. Jedna z cest, jak ulevit příjemcům rostoucích cen energií, je silnější kurz. Pak se zlevní energie pro podniky a do jisté míry i pro obyvatelstvo.

Revoluce 4.0 produktivitu práce nezmění. Snížit by se však časem mohl mzdový tlak. Podniky si nebudou moci dovolit udržovat vysokou dynamiku mezd jako doposud. Určité zlepšení u investic a na nabídkové straně také nastane.

Souhlasí s měnověpolitickým doporučením. K výhledu do budoucna uvádí, že pokud bude prostor pro další kroky a bude se naplňovat prognóza, budeme pravděpodobně postupovat podle ní. Nemáme však žádný závazek, kolikrát se musí zvýšit sazby.

T. Holub (ředitel SM) (v reakci na vyjádření V. Bendy a J. Rusnoka): Také příliš nevěří na průmysl 4.0. V ekonomice je stále hodně podniků s tržbami okolo milionu Kč na zaměstnance. Zaměstnanec, i když je špatně placený, tak stojí minimálně půl milionu Kč. Podniky mají i další náklady, materiál atd. Tržby jsou tak velmi nízké. Firmy buď budou schopny produkt na zaměstnance zvýšit s tím, jak porostou mzdové náklady, anebo část z nich zanikne. Uvolnění zaměstnanci se přesunou do produktivnějších firem. Tímhle strukturálním posunem má ekonomika ještě dostatek prostoru pro zvýšení produktivity.

J. Frait (ředitel SFS) (poznámka k vyjádření O. Dědka a J. Rusnoka): Švédsko je v situaci, ve které bychom nechtěli být. Při nastavení měnové politiky se evidentně přihlíží k zadluženosti domácností, která je enormní. Existuje obava, že zvýšení sazeb by výrazně zvýšilo dluhovou službu švédských domácností a snížilo poptávku. Zároveň ve Švédsku došlo ke změně obezřetnostní regulace. Do roku 2015 se platily pouze úroky z hypotečních úvěrů, úvěry se neamortizovaly. Poté se začaly amortizovat a letos se podmínky dále zpřísnily zhruba na praxi obvyklou v ČR. To má velké dopady do potenciální dluhové služby. Zároveň se začalo v poslední

době hodně stavět. Při nových podmínkách pro amortizaci jsou ceny vysoké a proto klesají, současně poptávka po novém bydlení začíná stagnovat. Švédsko je tedy v jiné situaci. My se do ní nedostaneme díky našim standardům a naší politice. Je to ukázka, když se udělá chyba v obezřetnostní regulaci, může to za deset let mít dopady do měnové politiky.

V. Tomšík: Vznikaly akademické úvahy, i mezi policymakery, jestli ekonomiky nebudou setrvávat dlouho v novém normálu nízkých či nulových úrokových sazeb. Pokud nám situace umožňuje dostat se z nového normálu nízkých úrokových sazeb, pojďme to udělat. Nevíme, kdy přesně úrokový diferenciál může začít působit. Proto postupujeme postupnými, nikoli razantními kroky.

O. Dědek: Souhlasí, že je potřeba se dostat k normální situaci v úrokových sazbách. Silně však vnímá, že nám k tomu pomáhá nenormální vnější okolí. To je paradox. Nenormální vnější okolí znemožňuje klasické působení úrokového diferenciálu. Momentálně působí nedůvěra vůči méně rozvinutým trhům, to globálně tlačí na oslabování české koruny, což je nenormální situace. Nevíme, kdy i vnější okolí se dostane k normálu – až poté se naplno může projevit normální působení úrokových sazeb. Proto pomalejší kadenci při zvyšování sazeb chápe jako princip předběžné obezřetnosti. Nepreferuje politiku rychlého zvyšování sazeb jen kvůli tomu, aby se vytvářel prostor pro jejich následné snižování.

J. Rusnok: My jdeme pomalu nahoru (se sazbami) právě proto, abychom nedělali ty skoky. A jestli budeme nuceni jít dolů, tak aspoň budeme moci kam jít. A klidně můžeme jít dolů pomalu nebo vůbec. Ale pokud teď nepůjdeme nahoru, tak v budoucnu nemůžeme jít dolů a nebudeme mít žádný prostor pro aktivní politiku.

M. Hampl (poznámka ke GRIPu): Necítí nekomfort ve čtení GRIPu, ale cítí jistý nekomfort v hodnocení rizik prognózy. Pokud jsou všechny body v GRIPu u středu, tak rozdíly oproti prognóze jsou malé. Pokud prognóza obsahuje nějaký růst sazeb, tak není nekomfortní zvýšit sazby a dostat se do blízkosti prognózy.

Vazby mezi kurzem a sazbami nefungují standardně a možná dlouho nebudou. Je pravda, že nevíme, v jakém okamžiku se může stát něco, co není modelem zachyceno. Ale právě skutečnost, že vazby nefungují standardně, otevírá prostor pro používání úrokových sazeb s větším komfortem.

Jsme v pohodlné situaci v tom smyslu, že na rozdíl od jiných ekonomik se naše makroekonomické vazby vyvíjejí ještě relativně normálně. Mzdy se chovají normálněji než v jiných ekonomikách, transmisní mechanismus se chová trochu normálněji, vazba mezi sazbami a inflací je normálnější. V jiných ekonomikách s jejich cyklickou pozicí je samozřejmě s dosahováním cíle konzistentní jiná úroveň nominální úrokové sazby než u nás. Je nekomfortní s tím, že máme nějakou představu o rovnováze, o hvězdách, ale ani těch hvězd se nedržíme. Historická perspektiva: Fed měl po roce 2004 období, kdy zvyšoval sazby sedmáctkrát za sebou. Teď se vede debata, jestli to nebylo pozdě a málo.

V. Benda (v reakci na vyjádření O. Dědka): Nejde o to mít vysoko sazby, abychom mohli sestoupat. Jsme v situaci, kdy se ekonomika přehřívá, a pokud nedosáhneme v rozumné době vyšších úrokových sazeb, přehřeje se ještě víc. Riziko je, že přijde recese, ale ekonomika bude mít cenovou setrvačnost. Pak zažijeme stagflaci, což je horší než deflace. Ekonomika bude klesat, náklady porostou a konkurenceschopnost se výrazně naruší. Paradoxně bychom pak museli dělat

mnohem větší kroky ke zpřísnění měnových podmínek v situaci, kdy by ekonomika potřebovala uvolnění. Proto je lepší využít současné situace, kdy můžeme pozvolna zvyšovat úrokové sazby. Centrální banka a její měnová politika není jako pásový bagr, který se pomalu rozjíždí a pak pomalu brzdí. Model má mnohem větší volatilitu úrokových sazeb, kterou sekce měnová musí velmi pracně vyhlazovat, aby to bylo akceptovatelné pro bankovní radu. Proč by měnová politika neměla reagovat zvyšováním úrokových sazeb na to, co se děje? Naše předvídatelnost přece neznamená, že jsme váhaví v tom, jakým způsobem měníme měnověpolitické nástroje, ale v tom, že uděláme cokoli a jsme proaktivističtí, abychom naplnili inflační cíl.

T. Nidetzký: Částečně rozumí kolegovi O. Dědkovi. Už se objevuje, že děláme (zvýšením sazeb potřeby v radě) hattrick. Ve sportovní terminologii je hattrick mimořádná situace. My bychom v komunikaci měli vyslat signál, že se nic mimořádného neděje, že jen reagujeme na podmínky v ekonomice. Není podstatné, jestli nějaká krize přijde nebo ne. Důležité je, jak na ni budeme připraveni. My se na případnou krizi připravujeme tak, že normalizujeme úrokové sazby, abychom je pak v případě potřeby mohli snižovat. Ale odborná ani laická veřejnost nechápe, že pácháme nějaké dobro. Proto je důležitá navazující komunikace – to je naše role.

M. Mora: Pokud jde o dnešní rozhodnutí, tak komunikace není složitá. Už po minulém zasedání jsme sdělili, že by musely přijít výrazné protiinflační šoky, abychom dnes nedoručili zvýšení sazeb. Komunikačně složitější by bylo, kdybychom dnes sazby nezvýšili. Nicméně vybízí k opatrnosti do budoucna především z hlediska vztahu měnového kurzu a úrokového diferenciálu; čím vyšší bude úrokový diferenciál vůči euru, tím kurz může být náchylnější k rychlému posilování.

III. Úkoly

Nebyly zadány žádné úkoly.

IV. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy bankovní rada ČNB zvýšila dvoutýdenní repo sazbu o 25 bazických bodů na 1,50 %. Současně rozhodla o zvýšení lombardní sazby na 2,50 % a diskontní sazby rovněž o 25 bazických bodů na 0,50 %. Pro toto rozhodnutí hlasovalo šest členů bankovní rady: Jiří Rusnok, Vladimír Tomšík, Mojmír Hampl, Vojtěch Benda, Marek Mora a Tomáš Nidetzký. Jeden člen hlasoval pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni: Oldřich Dědek.

Zapsal: Jan Syrovátka, sekce měnová