

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 16. prosince 2015

Přítomni: Miroslav Singer, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Kamil Janáček, Lubomír Lízal, Jiří Rusnok, Pavel Řežábek.

I. Diskuze navazující na prezentaci 8. situační zprávy

M. Singer: Vyjadřuje podiv nad doporučením sekce měnové odsouvat exit kurzového závazku při vyrovnaných rizicích inflační prognózy.

Odpoď' sekce měnové (ďále jen SM): Prognóza předpokládá ukončení kurzového závazku v prvním čtvrtletí roku 2017, to znamená, že doporučení je konzistentní, neboť při vyrovnané bilanci rizik je z pohledu sekce nejpravděpodobnější opuštění kurzového závazku právě první čtvrtletí roku 2017.

V. Tomšík (v diskusi o alternativním scénáři): Vývoj za posledních 6 týdnů ukazuje, že se blížíme více alternativnímu (resp. citlivostnímu) scénáři ze 7. situační zprávy. Na druhou stranu SM říká, že na horizontu prognózy inflace dosáhne svého 2% cíle, což je zdůvodněno mzdovým vývojem. Nicméně co je blíže, je hmatatelnější faktor, než ten, který je ďále a může se tedy spíše změnit. Nepřepíná SM na alternativní scénář? Pak by bylo možné si představit změnu komunikace a poprvé do ní zahrnout rok 2017, což by byl závažný signál.

L. Lízal (v diskusi o alternativním scénáři): Děkuje za stanovisko poradce, které jej vedlo k zamyšlení, které zmíní na uzavřené části jednání. Současný scénář se blíží citlivostní analýze, která byla popisovaná v minulé situační zprávě. Nicméně měnověpolitická doporučení nejdou tímto směrem. Proč tomu tak je?

Odpoď' SM: Současná situační zpráva hodnotí více informací, snížení PPI v eurozóně je jen jednou z nich. Jsou zde i jiné faktory, a to jsou rychlejší růst domácích mezd a nižší než očekávané snížení regulovaných cen v příštím roce. Tyto dva faktory kompenzují na delším konci prognózy silnější protiinflační tlaky ze zahraničí. Na delším konci je tudíž změna výhledu inflace marginální, a proto se ani nemění doporučení. Celková bilance rizik se tedy jeví jako vyrovnaná, a proto se také jeví první čtvrtletí roku 2017 jako první a nejpravděpodobnější termín opuštění závazku.

V. Tomšík (v diskusi o cenové hladině): V prezentaci zaznělo, že stále existuje prostor pro průsak oslabeného kurzu do cen, nicméně od oslabení kurzu uplynuly již dva roky. Pokud se naplní prognóza, na horizontu měnové politiky bude dosaženo cíle, ale při jiné cenové hladině, než bylo předpokládáno. Takže reálná konvergence probíhá intenzivně, ale nominální konvergence zaostává. Znamená to tedy, že Balassa-Samuelsonův efekt není přítomný? Domnívá se sekce, že se tento efekt ještě objeví?

P. Řežábek (v diskusi o cenové hladině): Cenová hladina neroste. Jaké jsou implikace pro scénář exitu?

Odpoď' SM: Balassa-Samuelsonův efekt stále platí. Je ale důležité, že cenová hladina bude jiná nejenom v české ekonomice, ale i v zahraničí.

P. Řežábek (v diskusi o opatření ECB): Co znamenají opatření ECB pro měnovou politiku? Umožní tato opatření z režimu používání kurzu vystoupit?

Odpověď SM: To závisí na tom, jak silná opatření ECB budou. Pokud by byla dostatečně silná, pak by mohla pomoci urychlit ukončení používání kurzového závazku. Pokud by byla relativně slabá a rozložená do dlouhého období, tak podle názoru SM ukončení kurzového závazku stíží. Užitečným analytickým nástrojem je koncept stínových sazeb, které kvantifikují dopady opatření ECB. Dokud budou tyto stínové sazby tlačit na snížení domácích úrokových sazeb v simulacích s volnými sazbami, je obtížné provést vystoupení z kurzového závazku.

M. Hampl (v diskusi o opatření ECB): To ale platí jenom tehdy, pokud nebudou v domácí ekonomice vygenerovány dostatečné inflační tlaky, které vliv ECB převáží.

K. Janáček: Děkuje za box v situační zprávě o dopadech zpomalení ekonomického růstu v Číně na globální ekonomiku a ceny komodit. Tržby v průmyslu zaznamenaly růst i ve třetím čtvrtletí o 1 %, a to díky růstu tržeb ze zahraničí, zatímco domácí tržby ve třetím čtvrtletí klesaly. Obdobné údaje se týkají růstu nových zakázek. Po třech měsících poklesu domácích zakázek došlo v říjnu pouze k marginálnímu růstu. Jak korespondují tato data s pokračujícím plošným oživením domácí ekonomiky?

Odpověď SM: Rozpor mezi vývojem domácí ekonomiky a indikátory průmyslu je možné vysvětlit jednorázovými faktory. Jedním z nich je odeznění vlivu nákupu dopravních prostředků, jakými jsou tramvaje a autobusy pro městskou hromadnou dopravu, který byl významný v roce 2014 a na počátku roku 2015. Tyto nákupy, zřejmě do značné míry financované z prostředků evropských fondů, byly již realizovány a efekt základy způsobuje nízké růsty celkových zakázek. Dalším jednorázovým faktorem, který se nepříznivě odrazil i ve finančních výkazech podniků, je požár v rafinérii v Litvínově.

K. Janáček: Přetrvá diskrepance mezi informacemi o objemu mezd a platů z národních účtů s podnikovou statistikou. Je to skutečně dáno jenom odlišnou metodikou nebo mohou být za ní i hlubší důvody?

Odpověď SM: Rozdíl je v metodice. Ve druhém a třetím čtvrtletí tohoto roku byl rozdíl mezi těmito statistikami relativně velký a to vytváří riziko přehodnocení spotřeby domácností směrem vzhůru.

J. Rusnok: Situační zpráva je standardně kvalitní a děkuji za box o ekonomickém vývoji v Číně. Na str. 8 se uvádí, že v roce 2016 vzroste PPI v eurozóně jenom o 0,2 %, a v poznámce pod čarou je uvedeno, že je expertně snížen o 0,8 p.b. Tato korekce je poměrně významná. Jaké jsou důvody této korekce? Byl podobným způsobem upraven i výhled na rok 2017? Jedná se o přechod na novou metodu nebo se jedná jen o jednorázovou záležitost?

Odpověď SM: Důvodem korekce je skutečnost, že Consensus Forecasts (CF) by implikoval silný mezičtvrtletní růst PPI v blízké budoucnosti, což vzhledem k cenám ropy je nerealistické. CF je systematicky opožděný v promítání cen ropy do PPI. Expertní úpravy jsou obecně odrazem toho, že SM začíná pracovat se zahraničním PPI systematictěji a pokud dojde k názoru, že ve výhledech CF je nějaká nekonzistence, pak se aplikují expertní úpravy. Pro příští rok SM plánuje využít doporučení M. Hlaváčka ze stanoviska k minulému situační zprávě a udělat analýzu vývoje PPI v eurozóně v závislosti na cenách ropy a mezeře výstupu jako ověření výhledu CF. Jedná se o posun v metodě, ale není to zásadní posun oproti minulému prognóze, protože ta již expertní zásahy zahrnovala.

J. Rusnok (v diskusi o cenách potravin): Při diskusi o cenách potravin se SM odvolává na vliv ruského embarga. Vzhledem k tomu, že toto embargo bylo zavedeno v srpnu 2014, nelze se na něj neustále odvolávat.

Odpověď SM: Analyzovali jsme ceny potravin v Evropských zemích a ukazuje se, že pokles cen potravin je nejvýznamnější v zemích sousedících s Ruskem.

P. Řežábek (v diskusi o cenách potravin): Prezentovaná evidence není průkazná.

Odpověď SM: Existuje i další důvod poklesu cen potravin v ČR a tím je zrušení produkčních kvót na mléčné výrobky v EU.

J. Rusnok: Stanovisko poradce říká, že průsak kurzového závazku do cen již skončil, zatímco SM tvrdí, že tento průsak ještě pokračuje. Jaký je tedy závěr?

Odpověď SM: Přímý průsak je ukončený, v tom se SM s poradcem shoduje. Nicméně trvá nepřímý průsak působící tím, že uvolněné měnové podmínky stimulují růst ekonomiky a mezd, který se projevuje v domácích cenách. Pokud by impulz oslabení kurzu nebyl proveden, tak by růst ekonomiky i mezd byl jiný a tedy i domácí ceny by byly jiné. Čím déle budou uvolněné měnové podmínky drženy, tím déle tento efekt působí. Scénář s variantním exitem ukazuje, že čím déle zůstane kurzový závazek v platnosti, tím později se začnou zpříšňovat měnové podmínky a tím vyšší bude inflace v delším období. Je možné, že metoda použitá ve stanovisku dokáže zachytit pouze přímé efekty.

L. Lízal (v diskusi o peněžní zásobě): Na str. 35 se popisuje růst peněžní zásoby a situační zpráva tvrdí, že agregát M2 roste zejména v důsledku růstu agregátu M1. Proč SM očekává, že v příštím roce dojde k poklesu růstu peněžní zásoby, pokud se bude ekonomika stále nacházet v kurzovém závazku? Kurzový závazek by měl přispívat k růstu peněžní zásoby.

Odpověď SM: Výhled růstu peněžní zásoby výrazně neklesá, dynamika je stabilní. Je ale nutné uznat, že odhadnuté vztahy, které se používají pro prognózování měnové zásoby, trpí lehkou verzí Lucasovy kritiky, protože byly odhadnuty v období s jinou formou měnové politiky. Ačkoliv SM se snaží překalibrovat tyto vztahy pro období s kurzovým závazkem, je to obtížné, neboť v daném období jsou kurz i úrokové sazby extrémně stabilní a nevykazují žádnou volatilitu, a nejsou tedy signifikantní v ekonometrických modelech.

L. Lízal (v diskusi o peněžní zásobě): SM se tedy neobává toho, že pokud bude celý příští rok trvat kurzový závazek, který povede k větším nákupům, že to nedestabilizuje peněžní trh?

Odpověď SM: Nebude to znamenat nutně růst široce pojaté peněžní zásoby. ČNB sice bude emitovat vyšší objemy peněžní báze, ale to neznamená, že musí dojít k rychlejšímu růstu šířeji pojaté peněžní zásoby. To se stalo i ve Spojených státech při kvantitativním uvolňování: peněžní báze se ztrojnásobila, ale vývoj peněžní zásoby byl zhruba stabilní.

M. Singer: Na str. 2 SM převzala argumenty z minulého uzavřeného jednání o tom, že nová opatření ECB jsou argumentem proti ukončení kurzového závazku před koncem roku 2016. To je velmi zjednodušené: opatření ECB mohou znamenat, že peněžní zásoba v české ekonomice poroste, a také mohou znamenat oslabení eura. Není provedena žádná zevrubnější analýza dopadů těchto opatření. Vypadá to, že SM jenom převzala větu z debaty na minulém uzavřeném jednání bez přemýšlení o tom, co tyto opatření budou znamenat. Opatření ECB logicky znamenají, že PPI v eurozóně bude vyšší, euro bude slabší, a tudíž se do české ekonomiky bude přelévat více inflace. Žádá o podrobnější analýzu, nikoliv o vytváření silných tvrzení, která nejsou dobře argumentačně podložena.

Zároveň se zdá, že SM se domnívá, že opuštění kurzového závazku bude znamenat přechod k “unmanaged floatu”. Zdůrazňuje, že ukončení kurzového závazku není přechod k “unmanaged floatu”. Bude se jednat o přechod k “managed floatu”, tak jak byl v období před jeho přijetím. To znamená, že v případě potřeby se stále používají intervence k zabránění nadměrných pohybů kurzu.

Odpověď SM: To by platilo za předpokladu, pokud by opatření ECB byla dostatečná k tomu, aby navrátila inflaci k cíli, ale v SZ je na řadě míst napsáno, že opatření ECB trh zklamala a bezprostřední reakce nebylo oslabení eura, ale posílení eura a zvýšení výnosových křivek. Ideální scénář z hlediska urychlení exitu by bylo, pokud by ECB udělala agresivní opatření s momentálním dopadem, ale neprodlužovala horizont opatření. ECB ale ve skutečnosti jenom prodloužila horizont, což zvyšuje nejistotu, zda PPI v eurozóně vzroste tak rychle, jak předpokládá prognóza. Tyto skutečnosti odkládají návrat inflace k cíli, ale zároveň je známo, že v prvním čtvrtletí roku 2017 bude ECB stále dodávat likviditu.

Je možné si představit, že k exitu dojde v prosinci 2016, kdy bude ECB dodávat stále 60 mld. eur měsíčně. V režimu “managed float” to možné je, ale bude to obtížnější.

M. Singer: Pokud se skutečně jedná o pohled sekce, pak jsou příslušné pasáže nesrozumitelně napsané. Zmíněné argumenty v situační zprávě napsány nejsou. V příští situační zprávě by to mělo být lépe popsáno a úvaha o vlivu ECB by měla být sofistikovanější.

M. Singer: Na str. 19 je tabulka porovnávající skutečnost s predikcí. Vyjadřuje nespokojenost, neboť na posledním zasedání bylo dohodnuto, že v tabulce budou reálné mzdy, což nebylo splněno. Jsou údaje o mzdách konsistentní s údaji o nominálních jednotkových mzdových nákladech a o produktivitě práce?

Odpověď SM: Sekce se omlouvá za opomenutí, které bude v příští situační zprávě napraveno.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

V. Tomšík: Reálná ekonomika se nachází ve stavu robustního růstu, který je udržitelný. Ekonomika neoperuje nad poteciálem, neboť zatím nevytváří dostatečné inflační tlaky. Korigovaná inflace bez pohonných hmot je dlouhodobě v kladných číslech, což je pozitivní signál. Vzhledem k cenovému vývoji volatilních položek, jakými jsou ceny potravin, a vzhledem k protiinflačnímu vývoji vnějšího prostředí, které se projevuje také v cenách ropy a komodit, existuje riziko, že se celková inflace k inflačnímu cíli bude blížit zespodu. Proto rozumí tomu, proč prognóza předpokládá exit až v prvním čtvrtletí roku 2017. Nicméně vzhledem k tomu, že tento signál v podobě závazného posunu exitu nebyl vyslán při zveřejnění prognózy, a vzhledem k tomu, že rizika prognózy jsou hodnocena jako vyrovnaná, je možné počkat na novou prognózu a neměnit komunikaci. Je ale také možné poprvé v komunikaci zmínit rok 2017 a to tak, že bude komunikováno, že kurzový závazek nebude opuštěn nejméně do druhé poloviny příštího roku, s možností opuštění na počátku roku 2017. Preferuje nezmiňovat první čtvrtletí roku 2017, což je i březen 2017, neboť to by mohlo příliš silně ovlivnit očekávání, je lepší zmínit začátek roku 2017.

P. Řežábek: Souhlasí s tím, že růst je robustní. Nicméně je pozorován pokles zakázek a vývoj ve stavebnictví může také přinést negativní překvapení. Ceny potravin neustále překvapují a jsou v poslední době velmi volatilní. Tlak na růst mezd se začal dramaticky zvyšovat. Bez robustního

růstu mezd docílit poptávkou inflaci není možné, naštěstí výhledy na růst mezd jsou optimistické. Také výhledy na vánoční nákupy jsou celkem optimistické. Předběžné údaje o předvánočních tržbách ukazují na výrazný růst oproti minulému roku, což naznačuje nárůst domácí poptávky. I přes mnohá opatření se nedaří v Evropě dostat inflaci na vyšší úroveň. Problémem jsou ceny komodit, které tlačí inflaci směrem dolů. Výhled cen energií na příští rok naznačuje, že ani ceny energií příští rok nebudou působit proinflačním směrem. Dochází k výraznému negativnímu přehodnocení růstu Číny, což může mít samo o sobě dosti negativní dopad. Inflace v ČR je nízká, ale odečteme-li volatilní položky, pak je korigovaná inflace na hladině, která je přiměřená té fázi ekonomického vývoje, v jakém se česká ekonomika nachází. Takže situace není z tohoto pohledu stresující.

K. Janáček: Při opakujícím se snižování trajektorie inflace v posledních prognózách celý tento rok, se zachovával předpoklad o dosažení inflačního cíle na horizontu měnové politiky. Je tomu tak i v případě aktualizovaného scénáře z osmé situační zprávy. Tentokrát se dost výrazně, a to o půl procentního bodu, snižuje očekávaná trajektorie inflace pro první tři čtvrtletí příštího roku a ve čtvrtém čtvrtletí roku 2016 se inflace vrací na původní hodnotu 1,9 %, což implikuje skokový nárůst inflace ve čtvrtém čtvrtletí. Totéž, jak ukazuje 7. SZ, se předpokládá také o korigované inflaci, přičemž ta dosáhne 2 %. I když budeme předpokládat, že se inflační prognóza bude v obou segmentech naplňovat, deklarovaný nárůst inflace mezi třetím a čtvrtým čtvrtletím roku 2016 je velmi málo pravděpodobný. Proto klade otázku, nakolik je prognóza odvozena z fungování reálné ekonomiky, resp. zda předpokládané dosažení inflačního cíle neodráží pouze logiku aplikovaného modelu spíše než reálně působící faktory.

Odpověď T. Holuba (ředitel SM): Vývoj indexů cen je velmi ovlivněn efektem základny. Ceny potravin a ropy poklesly, ale SM nečeká, že by nadále klesaly, a jedná se tedy o faktory, které budou ovlivňovat meziroční inflaci jeden rok a právě ve čtvrtém čtvrtletí 2016 přestanou působit. Meziroční inflace vzroste, aniž by to vyžadovalo vysokou mezičtvrtletní inflaci. Podobně také vypadá i profil zahraničního PPI: setrvává nejprve na nízkých hodnotách a v závěru roku 2016 začíná dohánět předchozí výhledy. Měnová politika již uvolnění doručila, návrat inflace k cíli přetlačovaly vnější protiinflační vlivy, a až tyto vlivy odezní z meziročních změn, inflace se k cíli může navrátit relativně rychle.

J. Rusnok: Situační zpráva dobře vystihuje dva protichůdné trendy: jeden z domácí ekonomiky, která robustně roste, a dříve nebo později dojde k razantnímu růstu mezd, o čemž svědčí i náhodná pozorování. Proti tomu působí deflační tlak z eurozóny, což není divné, neboť je zde bezprecedentní pokles cen komodit při fixním kurzu koruny k euru. Připomíná, že na počátku tohoto roku bylo řečeno, že tento rok bude inflace velmi nízká. To není důvod k nervozitě, protože existují mimořádné faktory, které ČNB nemá možnost efektivně ovlivnit, a je tedy logické je výjimkovat. Doporučuje nenechat se znervóznit tím, že CPI je na nižší hladině, než předpokládaly minulé prognózy: trendy, které byly komentovány v minulosti, se totiž naplňují. Podotýká, že navzdory palcovým titulům o zpomalení růstu v Číně toto zpomalení znamená růst okolo 6 %, což stále implikuje velké objemy. Nevidí tudíž žádný fatální dopad zpomalení Číny na ČR. Připomíná, že vyhlídky růstu v Rusku se zlepšily, růst bude dle MMF slabě pod nulou, taktéž vyhlídky růstu Brazílie nejsou tak negativní, jak bylo očekáváno. Růst v Indii dokonce akceleruje. Nemělo by se zapomínat na objemové ukazatele. Nevidí důvod měnit nastavení měnové politiky, neboť se nic zásadního nezměnilo.

L. Lízal: Inflační vyhlídky v eurozóně nejsou příznivé, jsou pozorovány nižší růsty až propady cen, nicméně důležitá informace je ta, že se domácí jádrová inflace vyvíjí dle prognózy, což je uklidňující prvek z hlediska nastavení měnové politiky. Pokud – jak říká SM i stanovisko poradce – prvotní přímý impuls kurzového závazku již vyprchal, tak si klade otázku, co je dnes tím uvolněním měnových podmínek. Vzhledem k tomu, že se kurz přimknul k hladině závazku, jsme prakticky v jiném režimu měnové politiky. Cenový vývoj je tedy ovlivněn ECB, což se projevuje ve stanovisku SM, v její nešťastně mnohoznačné větě o efektu ECB. Zaujalo ho v MPD vyjádření sekce bankovních obchodů (dále jen SBO), že transakce jsou v současné době taženy „skutečnými penězi“, což může vyvolávat obavy. Na jednu stranu SBO říká, že situace je příznivá, neboť objemy těchto peněz nejsou vysoké, na druhou stranu jsou to „real money“ a ptá se, jak bude vypadat situace příští rok. Bliká varovné světlo, že ČNB bude muset neustále stahovat cizoměnovou likviditu z trhu. Ačkoliv to nemá přímé implikace pro současné nastavení měnové politiky, jedná se o výzvu pro SM, aby se začala zamýšlet o scénářích exitu. Je otázka, zda nehrozí švýcarský scénář permanentních nákupů, zejména v situaci, kdy ECB bude setrvávat dlouho ve své nestandardní politice, ale ne dostatečně razantně, aby to pomohlo v generování inflace.

Odpověď K. Bauera (ředitel SBO): V současné době na trhu skutečně převažují „real money“ obchody. Díky nízkým implikovaným výnosům žijí investoři v obavách, že po Novém roce bude možnost zajištění výrazně horší. To přizívají spekulace, že s obměnou bankovní rady dojde k okamžitému ukončení kurzového závazku. Existují dokonce spekulace, že guvernér rezignuje dříve, podobně jako rezignoval dříve Z. Tůma. Tato iracionální panika mohla vyprovokovat spěch před koncem roku, může se stát, že po Novém roce tyto obchodníci na trhu nebudou.

Je těžké odhadnout vývoj v příštím roce, protože i v průběhu tohoto roku se na trhu střídali „real money“ klienti a spekulanti. Z trhu mohou zmizet klienti s „reálnými penězi“, ale objeví se spekulanti, spekulující na předčasné ukončení závazku. Nicméně předpokládáme, že situace, kdy je potřeba stahovat menší objemy z trhu, bude trvat celou dobu trvání kurzového závazku.

L. Lízal: Ptá se, zda to, že ČNB neustále nakupuje na trhu, neznamená riziko švýcarského scénáře a zda tak stále platí tvrzení o dramatickém neposílení kurzu po opuštění kurzového závazku.

Odpověď K. Bauera: To záleží na tom, jak se uplatní teorie, že nebude protistrana. To bude do velké míry ovlivněno tím, jak budou moci na českém trhu investovat ty instituce, které mají přístup k financování v EUR (např. od ECB); dosud jsou takové kreditní limity omezené.

M. Singer: Podotýká, že příslušné objemy jsou malé: jedná se o tříměsíční produkci české ekonomiky. Upozorňuje také, že situace je nejenom o dodávce eur, ale také o ochotě koupit koruny. Jestliže tedy ECB nerozšíří nástroje svého kvantitativního uvolňování o českou korunu, což není dramaticky pravděpodobné, tak jediný zdroj eur za koruny bude ČNB.

M. Hampl: Rozumí vyznění situační zprávy a osobně vnímá bilanci rizik spíše jako mírně protiinflační, proto by podpořil úvahu o odsunu exitu do prvního čtvrtletí roku 2017. Zkušenost s pravděpodobnostní formulací nebyla dobrá, bylo by tedy vhodné vrátit se k předchozímu stylu komunikace a říci, že exit nepřijde před koncem roku 2016. Ačkoliv je to paradoxní a nevysvětlitelné, řada tržních hráčů si změnu komunikace vysvětlila jako změkčení závazku nebo dokonce jako riziko jeho zkrácení. Při argumentaci doporučuje neodkazovat k ECB, ale k celému vnějšímu prostředí. ECB tvoří – tak jako vždy – jen jeden dílek mozaiky. Za druhé, má poznámku ke komunikaci měnových podmínek. Současné měnové podmínky – vzhledem k současnému vývoji - se mu nezdaří výrazně uvolněné, dle jeho názoru jsou adekvátně uvolněné a navrhuje takto upravit komunikaci. Slovo „výrazně“ může otvírat prostor desinterpretacím, že jsou měnové

podmínky příliš uvolněné vzhledem k vývoji reálné ekonomiky. Je lépe říci, že měnové podmínky jsou adekvátně uvolněné vzhledem k současné situaci. Za třetí, je dobré připomínat velikost pozitivního nabídkového šoku. Zatím nebylo dostatečně komunikováno, že velikost pozitivního nabídkového šoku SM odhaduje na zhruba 1 procentní bod. Pokud by to bylo více komunikováno, např. prostřednictvím zápisu ze zasedání bankovní rady, celkový obrázek o inflaci by vypadal poněkud jinak.

Hrozí riziko toho, že se politiky ČNB začnou striktně dělit na měnovou politiku a makroprudenční politiku, přičemž jejich striktní oddělení považuje za slepou uličku. Špatným příkladem by např. bylo říci v situaci inflace daleko od cíle a rychlého růstu úvěrů a cen nemovitostí, že růsty úvěrů a cen nemovitostí jsou pouze předmětem makroprudenční politiky. Úrokové sazby jsou též významný makroprudenční nástroj a zároveň úvěry jsou též měnovým fenoménem. Říká to dopředu, ještě před začátkem hlubších debat o makroprudenční politice.

Pro příští rok vidí tři možnosti: buď se inflace bude blížit k cíli, nebo bude kredibilní výjimkování cíle, nebo bude nutné vést hlubší debatu o inflaci, o tom, co to je inflace a o tom, zda minulé úvahy o cenách nemovitostí a o jejich neadekvátním zachycení v CPI, jsou návodem na to, jak by se měla centrální banka na vývoj inflace dívat. Rok 2016 bude v tomto smyslu klíčový, neboť v režimu kurzového závazku nelze kredibilně setrvávat neomezeně dlouho.

Na závěr podotýká, že současný režim není fixní kurz, což by znamenalo, že by ČNB bránila pohybum na obě strany, kdežto v současné situaci bychom pohybu kurzu na jednu stranu nejenomže nebránili, možná bychom ho i někteří z nás vítali. Jedná se o kurzový závazek, resp. floor. Uvolňování je neustále doručováno: jednak skrz dopad emitované likvidity na výnosy řady instrumentů, na což si trh zřetelně stěžuje, a což je důkazem toho, že k uvolnění dochází, a jednak z toho důvodu, že pokud by došlo k opuštění kurzového závazku, tak by byl kurz byl pravděpodobně silnější, než je v současnosti. Každý další den, kdy existuje rozdíl mezi kurzem udržovaným kurzovým závazkem a kurzem, který by existoval bez něj, dodává jistý měnový stimul.

M. Singer: Zdá se mu, že v bankovní radě panuje silný konsensus o stavu české ekonomiky. Ceny potravin mohou překvapit -tak jako ostatně v minulosti- výrazně. Zatím nelze říci, že by ceny potravin představovaly dlouhodobější pozitivní nabídkový šok. Není jasné, zda je pokles cen potravin permanentní jev, neboť ceny výrobců potravin rostou. Ceny potravin jsou zkrátka velmi volatilní a až data za další měsíce mohou svědčit o setrvalejším trendovém vývoji. Pro inflační plnění na sklonku roku 2016 není podstatné, zda cena ropy již klesla, ale jestli bude ještě dále klesat. Proto nevidí z pohledu cen potravin a ropy výraznější rizika na horizontu prognózy. Jedná se o pozitivní nabídkový šok, jak bylo zmíněno již v lednu roku 2015. Je pravděpodobně potřeba zopakovat znovu i v prohlášení, že ČNB některé pozitivní nabídkové šoky výjimkuje. Existují další dvě rizika pro generování domácích poptávkových inflačních tlaků: jednak riziko, že rostoucí poptávka se bude přelévat více do dovozů než do inflace, což by ale znamenalo menší tlaky proti kurzovému závazku. To tedy není problém pro stabilitu z hlediska měnové politiky. Druhé riziko je, že přísun zahraničních pracovníků bude znamenat nižší růst mezd při vysokém růstu objemu mezd a platů. To v současné době není možné předjímat, ale pokud by viděl rizika pro strukturální vývoj ekonomiky, tak tato rizika vnímal jako důležitější.

Nemá silný názor na to, zda jsou rizika vyrovnaná nebo mírně protiinflační, neboť budoucí vývoj cen potravin a ropy je nejasný. Rozumí skepsi o poklesu koncových cen energií, protože se mu zdá, že Energetický regulační úřad respektuje spíše zájmy distributorů než spotřebitelů.

Růst mezd byl poněkud vyšší a není důvod, proč by mzdy neměly růst i nadále. Jádrová inflace, která je důležitá pro měnovou politiku, překvapuje směrem nahoru. Nezdá se mu šťastné měnit

obsah minulé komunikace, neboť pro to neexistuje silný důvod. Na změnu komunikace je dost času příští rok. Není důvod měnit ani způsob komunikace, trh se pravděpodobností způsob komunikace naučí. Pravděpodobnostní způsob komunikace bude v budoucnu efektivnější, zvláště v období před exitem. Ekonomika generuje inflační tlaky, takže současný režim nebude trvat do nekonečna. Sice je stále potřeba mít uvolněnou měnovou politiku, nicméně domácí poptávkové tlaky začínají pomalu zabírat. Nevidí dramaticky otázku souladu měnové a makroprudenční politiky, neboť to v současnosti není ještě aktuální. Ceny nemovitostí zatím nevypadají dramaticky přehřáté, zatím to není potřeba řešit.

V komunikaci by se mělo objevit vyjímkování pozitivních nabídkových šoků, byť bez odkazu na ceny potravin. Nebude zásadní chybou uvést zmínit v pravděpodobnostním módu komunikace začátek roku 2017, nicméně myslí, že je možné počkat na další vývoj.

V. Tomšík: První komentář se týká příznivého nabídkového efektu. Nikdy jsme se nevzdávali reakce na sekundární dopady, ale v současnosti naštěstí se sekundární efekty, které by snižovaly inflační očekávání, nedostavily. Korigovaná inflace bez pohonných hmot začíná dlouhodobě růst a roste rychleji než celková inflace, což je pozitivní signál, a jako takový by měl být komunikován. Za druhé, měnová politika vždy ovlivňuje a bude ovlivňovat makroprudenční politiku a opačně. To je potřebné komunikovat. Tyto politiky někdy působí společným směrem, což je dobře, někdy mohou jít bohužel proti sobě, ale jediné, co s tím dokážeme dělat, je, že si to uvědomujeme. Jsou to dvě politiky, dva různé cíle, a tak je potřebné mít alespoň dva různé nástroje. Je nicméně dobře, že se to řeší v jedné instituci, že se o tom ví, a je možné o tom diskutovat. Je možné komunikovat veřejnosti, že bankovní rada je si toho problému vědoma. Za třetí, je možné, aby se poprvé v komunikaci zmínil rok 2017, ale nevidí nic nového nebo zásadního, aby se změnila komunikace bankovní rady. Explicitní zmínění prvního čtvrtletí roku 2017, tedy až březen 2017, mělo být učiněno minulý měsíc při prognóze. Raději by tedy držel stávající komunikaci. Důvodem je také to, že dnes je zasedání FEDu, a je tomu 10 let od posledního zvýšení sazeb FEDem. Třetina analytiků nezažila, co může znamenat zvýšení sazeb. Je lepší vyčkat na novou prognózu a na to, co udělají vnější podmínky z pohledu kurzu dolaru a eura. Komunikace, v níž se poprvé objeví rok 2017, může přijít až s novou prognózou.

K. Janáček: Oproti minulým očekáváním se horizont používání kurzu jako nástroje měnové politiky výrazně prodloužil a jeho ukončení se stále oddaluje. Přečkal tak z období, kdy se rizika deflačního vývoje jevila reálná, a kdy probíhající oživení ekonomiky bylo jen dílčí, resp. jeho udržitelnost byla pod otazníkem. Nyní jsme ve zcela jiném ekonomickém prostředí. Proč exit není stále v dohledu, tedy proč je inflace stále vzdálená od inflačního cíle? Odpověď je zřejmá: je to dovoz protiinflačních tlaků ze zahraničí v podobě propadu cen energií a komodit a návazně v propadu cen zahraničních výrobců. Problém je v tom, že na rozdíl od řady šoků v historii jde o setrvalejší trend, na němž se podepsaly jak důsledky finanční krize, tak i strukturální posuny v globální ekonomice. To znamená, že situace je do značné míry odlišná od dřívějších epizod, a tudíž i od prostředí, pro něž byl formulován inflační cíl ve formě 2% celkové inflace používaným všemi centrálními bankami, které cílí inflaci. Za podmínku ukončení režimu devizových intervencí a návratu do standardního režimu měnové politiky, což stávající prognóza očekává od počátku roku 2017, se považuje udržitelné plnění 2% inflačního cíle, což se chápe jako stabilizace celkové inflace mírně nad zmíněným cílem. Problémem je, že dosahování této mety je závislé na vnějších faktorech, které měnová politika ČNB nemůže ovlivnit. Další komplikací ve zmíněném rámci je dlouhodobý výhled uvolněné politiky ECB a důsledky jejího. Začíná být zřejmé, že exit z kurzového závazku přestává být bezproblémový proces. Pokud by měl předcházet ukončení

nekonvenční měnové politiky ECB, bude evidentně ještě náročnější. V souvislosti s tímto vývojem a s tím spojenými nejistotami lze očekávat, že budou nabývat na váze argumenty k dalšímu posunu ukončení kurzového závazku do prvního pololetí roku 2017, případně ještě dále. S opakujícím se odkladem kurzového závazku však narůstají i jeho náklady, a to nejenom akumulující se nárůst devizových rezerv, ale především střednědobá rizika dlouhodobě značně uvolněných měnových podmínek pro finanční stabilitu, či dopady relativně podhodnoceného kurzu na formování výrobní a vývozní struktury. Zároveň není realistickou variantou deklarovat přepnutí na cílení jiného inflačního indexu než je celková inflace, tedy nějaká varianta čisté inflace, která byla cílena od roku 1999. Nicméně se nabízí otázka, zda se při hodnocení připravenosti k exitu z režimu kurzového závazku se více orientovat na trend jádrové, korigované, inflace a více to komunikovat. Jedná se o veličiny, které jsou více stabilní a v nichž se více prosazují změny domácí ekonomiky, a z toho pohledu jsou to veličiny, jejichž vývoj je směřodatný pro domácí ekonomiku. Díky tomu by se snížila citlivost měnové politiky na výkyvy vnějšího prostředí, které není možné příliš prognózovat a postup k exitu by mohl být více transparentní.

L. Lízal: Souhlasí s V. Tomšíkem, že lepší strategií je nic neměnit. Vzhledem k tomu, že se projednává malá situační zpráva, změna dostupných údajů by musela být velká, aby ospravedlnila změnu komunikace. Konstruktivní neurčitost v komunikaci je užitečná, měla by se používat i nadále, pokud věříme, že exit přijde. Pokud exit nastane, je dobré připravit trh na pravděpodobnostní komunikaci. Souhlasí s M. Hamplem, co se týče adjektiv při charakterizování uvolněnosti měnové politiky, protože hlavní uvolnění bylo již dávno doručené. V současné době přes kurz přejímáme vývoj v zahraničí, což není zásadní uvolnění, ale jedná se o adekvátní držení pozice české ekonomiky vůči evropské měnové unii. Takový způsob komunikace je v pořádku, neboť trhům se připomene, nejen to, že inflace je na nule, ale i to, že existují relativní úrokové diferenciály, a že důležitou roli hrají i reálné diferenciály.

J. Rusnok: Souhlasí s tím, že nevidí tak velkou změnu, která by ospravedlnila zásadní změnu komunikace. Současná komunikace by měla být zachována a nevidí problém s pravděpodobnostním módem komunikace. Trhy již pravděpodobnostní komunikaci pochopily a naučily se ji používat, tak je dobré ji držet. Souhlasí, že debata o souladu mezi měnovou a makroprudenční politikou je zajímavá. Dlouhodobě by měly tyto politiky jít stejným směrem, ale krátkodobě mohou být v rozporu, což se již v minulosti stalo, a může to být ospravedlnitelné. Nerozumí tedy tomu, co současné volání o jejich souladu znamená: znamená to tedy, že mají být současné měnové podmínky tvrdší? Reaguje na vystoupení K. Janáčka o inflačním cíli, které považuje za poučné. Nicméně 2% cíl je dle teoretiků i statistiků nulová „skutečná“ inflace, neboť měřené indexy tuto „skutečnou“ inflaci nadhodnocují, např. z důvodu změny kvality zboží. Pokračující vědecko-technický vývoj tedy znamená, že by se inflační cíl neměl snižovat, neboť změna kvality výrobků je neustále rychlejší. Poslední poznámka se týká uvolněnosti měnových podmínek: čím déle je v platnosti kurzový závazek, tím větší je uvolnění. Proto není důvodné měnit adjektivum „výrazně“. Žádá reakci T. Holuba, ředitele sekce měnové.

Odpoověď T. Holuba: SM nedoporučuje měnit nebo vypustit adjektivum „výrazně“ i s ohledem na index měnových podmínek, podle něhož měnová politika setrvává ve výrazně uvolněných podmínkách. Ačkoliv nedochází k dalšímu uvolnění měnových podmínek, nedochází ani k jejich zpřísnění. Pokud tedy byla měnová politiky hodnocena jako „výrazně“ uvolněná v minulé komunikaci, pak by se to nemělo měnit. Sekce doporučuje nemást analyticky tím, že by slovo „výrazně“ bylo změněno na „adekvátně“. Analytici by nemuseli pochopit, co to znamená „adekvátní“ a mohli by mylně chápat, že ČNB již o „výrazně“ uvolněné podmínky nestojí.

M. Hampl: Podotýká, že pokud by se v komunikaci objevil konec roku 2016, tak se nejedná o změnu komunikace, ale o upřesnění komunikace. Vzhledem k tomu, že minulá komunikace nezafungovala úplně dobře, je vhodné se poučit. Změna komunikačního režimu na pravděpodobnostní přinesla několik obtížných dní komunikace a vysvětlování. Pokud něco nefunguje, je lepší se vrátit k tomu, co je osvědčené. Komunikace konce roku 2016 by tedy představovala žádoucí upřesnění, které by bylo v souladu se situační zprávou. Pravděpodobností způsob komunikace vyžaduje odpovědět na otázku, jaká je pravděpodobnost exitu dříve než koncem roku 2016 a domnívá se, že tato pravděpodobnost je velmi malá. Pokud by bylo do té doby potřeba něco změnit, je možné i v režimu kurzového závazku měnit úrokové sazby.

Použití slova „adekvátní“ mělo přijít již dříve: je neadekvátní, že slovo „adekvátní“ není použito. Realita i výhled ukazují, že měnová politika výrazně uvolněná nebyla. Uvolnění bylo „adekvátní“, možná z hlediska historie dokonce nedostatečné. Naopak slovo „výrazně“ může způsobovat komunikační problémy, neboť může generovat otázky, proč je potřeba mít měnové podmínky uvolněné „výrazně“.

Co se týče možného rozporu mezi měnovou a makroprudenční politikou, je dobré podotknout, že vzhledem k tomu, že v mnoha institucích vznikly nové útvary, které se makroprudenční politice věnují, tak je logické, že se debaty začaly rozvíjet po dvou intelektuálních úrovních. Bylo by dobré se tomu vyhnout. Bylo by špatné v situaci, kdy by inflace byla nízká a byl by příliš vysoký růst úvěrů, říkat, že růst úvěrů není záležitost měnové politiky, ale pouze makroprudenční politiky. Je lepší to zmínit dříve než později, aby nedošlo k nějakému opomenutí.

P. Řežábek: Souhlasí s T. Holubem, že změna komunikace „výrazně uvolněné“ na „adekvátní“ by mohla způsobovat problémy. Mohlo by to být vnímáno tak, že ČNB ustupuje od politiky uvolněných podmínek.

M. Singer: Připomíná zkušenost s komunikací výjimkování primárních dopadů cen ropy z konce minulého roku. Až do druhého týdne ledna 2015 bylo možné se domnívat, že komunikace výjimkování primárních dopadů cen ropy a jiných komodit byla adekvátní. Nicméně pak bylo zjevné, že komunikace výjimkování nebyla adekvátní. Proto je lepší šetřit se změnou slov v komunikaci, byť slovo „adekvátně“ je výstižné. Souhlasí, že použití slova „adekvátní“ mělo nastat již dávno, nicméně v současnosti je nejnepríznivější okamžik ke změně.

Souhlasí s K. Janáčkem, že korigovaná inflace bez pohonných hmot je velmi vypovídající ukazatel. Je dobré si uvědomit, že pokud by současné deflační tlaky přetrvávaly i nadále, pak by k exitu muselo dojít až v situaci, kdy by korigovaná inflace bez pohonných hmot dosahovala hodnot kolem 4 %, což už by byl signál přehřívající se ekonomiky. Na druhou stranu, pokračování takových deflačních tlaků by znamenalo, že další dvě úrody musí být nadprůměrné, a že cena ropy by byla příští rok 30 USD za barel a přes příští rok by musela být na hranici 20 USD za barel. To jsou nerealistické hodnoty, neboť za tuto cenu se nevyplatí těžít ropu ani v Saudské Arábii. Upozorňuje, že je také možné, že se cena ropy rychle zvýší. Proto nabádá k opatrnosti ohledně extrapolace současných trendů cen ropy a jiných komodit.

V. Tomšík: Je správné šetřit se změnami komunikace, zvláště při projednávání malých situačních zpráv. Na druhou stranu rozumí upřesnění komunikace, zejména pokud by se komunikoval konec roku 2016 a ne rok 2017. Preferuje ponechání slova „výrazně“ uvolněné, aby to zbytečně analytiky nemátlo.

Je také správné, že existuje diskuse o vzájemném vlivu měnové a makroprudenční politiky a souhlasí, že je dobře, že tyto dvě politiky jsou nastavovány pod jednou institucí. Způsob, jak nastavit soulad mezi těmito politikami i krátkodobě, je najít takové nástroje, které budou působit proti sobě co nejméně. A to je možné: u měnové politiky se diskutují především úrokové sazby a kurz, kdežto u makroprudenční politiky je to především kapitálová rezerva. Zdůrazňuje, že kapitálová rezerva bude uplatněna až od roku 2017, takže si bankovní rada dobře uvědomuje souvislost s exitem z kurzového závazku.

M. Hampl: Potenciální úprava v komunikaci jde opačným směrem, než co zaznělo. Použití slova „adekvátně“ neuzavírá prostor pro to, aby bylo někdy v budoucnu použito slovo „výrazně“, naopak tím se tento prostor otvírá.

M. Singer: Podotýká, že zpřísnění makroprudenční politiky je plánováno k období exitu, takže v současnosti nevidí potenciální konflikt mezi makroprudenční politikou a měnovou politikou.

III. Úkoly

Nebyly zadány.

IV. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy bankovní rada ČNB jednomyslně rozhodla ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 0,05 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali Miroslav Singer, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Kamil Janáček, Lubomír Lízal, Jiří Rusnok a Pavel Řežábek. Bankovní rada dále rozhodla nadále používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek a potvrdila závazek ČNB v případě potřeby intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Pro toto rozhodnutí hlasovali Miroslav Singer, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Kamil Janáček, Lubomír Lízal a Jiří Rusnok. Pavel Řežábek se hlasování zdržel.

Zapsal: Jan Brůha, poradce bankovní rady