

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 29. září 2016

Přítomni: Jiří Rusnok, Vladimír Tomšík, Lubomír Lízal, Tomáš Nidetzký.

I. Diskuze navazující na prezentaci 6. situační zprávy

L. Lízal: Děkuje za situační zprávu (dále jen SZ), jejíž popis současného dění je z jeho pohledu celkem nevzrušivý. Proto k ní položí pouze jeden dotaz, ale zato dva dotazy bude směřovat ke stanovisku poradce. Dotaz k SZ se týká investic, u kterých je registrován pokles mimo jiné i v kategorii stroje a zařízení. V tomto kontextu ho zajímá vazba na čisté exporty, protože mezi exporty a investicemi existuje významný souvztah z důvodu importní náročnosti investic. Nepřipomíná tento vývoj situaci z roku 2013?

Odpověď sekce měnové (dále jen SM): Propad investiční aktivity je dominantně tažen investicemi do budov a staveb, jež sice vykazují jistou dovozní náročnost, ale spíše podprůměrnou. Například pro stavbu dálnice je zapotřebí něco málo dovézt, například suroviny pro asfalt, ale větší než průměrná část vstupů pochází z domácích zdrojů. Překvapující je však slabost investic do strojů a zařízení, protože příběh SM o dynamice investic v letošním roce říká, že vládní investice se budou propadat kvůli efektu EU fondů, což by se dominantně mělo projevovat ve stavbách. Soukromé investice by podle prognózy měly růst sice mírným, ale stabilním tempem. Lze očekávat, že soukromé investice bude možné nejvíce pozorovat právě v kategorii stroje a zařízení, která má velkou dovozní náročnost, skoro 100 %. Zatím se tak ale neděje. Bohužel v této chvíli není k dispozici oficiální rozklad dat mezi vládní a soukromý sektor, takže lze jen předběžně usuzovat, že dynamika soukromých investic byla zřejmě slabší než očekávána.

SM souhlasí, že slabost soukromých investic může být jedním z důvodů, proč čistý export překvapil ve srovnání s prognózou směrem nahoru, přestože tempa jak vývozu, tak dovozu byla oproti prognóze slabší. Kvalitativně však srovnání s rokem 2013 příliš nesedí, protože tehdy investice do strojů a zařízení klesaly řádově více než tempem, které lze pozorovat nyní. Současný vývoj tudíž představuje do určité míry hádanku, a to i ve vazbě na trh práce. Firmy si stěžují, že nemají dostatek zaměstnanců, ale neinvestují do efektivnějšího kapitálu. SM si tedy zaznamenává tuto záležitost jako námět do nově vznikající prognózy.

L. Lízal (v diskuzi o stanovisku poradce): Děkuje za stanovisko poradce, které považuje za intelektuálně zajímavé. Jeho první dotaz ke stanovisku souvisí s metodikou výpočtu stínových sazeb. Proč je důležitá pouze relativní pozice mezi zeměmi? Rozumí tomu, že výpočet ukazuje jen relativní hladiny a absolutní hodnota sazeb je dána spíše převedením do určitých srovnatelných čísel. Pokud je pozorované vychýlení dané modelem, tak by mělo jít odfiltrovat, a tudíž bychom se měli dostat ke srovnatelným hodnotám. Ale pokud je vychýlení v odhadu tažené daty, tak není zcela zřejmé, proč by výsledky měly být relativně porovnatelné mezi státy.

Odpověď poradce Havránka: Ve stanovisku klade větší důraz na relativní srovnání stínových sazeb, protože existuje několik alternativních metod výpočtu stínové sazby, které dávají různé absolutní výsledky. Absolutní výše vypočtených stínových sazeb tedy není tak důležitá.

L. Lízal (v diskuzi o stanovisku poradce): Je vychýlení odhadu tažené modelem, nebo daty? To má implikace pro použitelnost takto spočteného diferenciálu.

Odpoověď poradce Havránka: Zamyslí se nad tím a odpoví L. Lízalovi později (jedná se o dotaz k ekonometrii použitého modelu).

L. Lízal (v diskuzi o stanovisku poradce): Druhý dotaz ke stanovisku se týká exitu z kurzového závazku. Stoupaly by v případě exitu stínové sazby rychle na nulu, nebo by dokonce v případě posílení kurzu vystoupaly i do kladných hodnot? Jinými slovy, ptá se, zda by potom byl takto spočítaný úrokový diferenciál spíše v souladu s modelem g3.

Odpoověď poradce Havránka: Po exitu bude stínová sazba stoupat, jak se de facto ukončí kvantitativní uvolňování ČNB, nicméně podle jeho názoru sazba nevyskočí hned na nulu i díky přelivům uvolněné měnové politiky ECB, která má vliv na tvar výnosové křivky. Navíc by měla příští rok začít stoupat i stínová sazba ECB v souvislosti s utlumením programu nákupu aktiv. Nepředpokládá tedy, že by úrokový diferenciál byl příští rok významně kladný.

T. Nidetzký (v diskuzi o stanovisku poradce): Děkuje poradci za stanovisko k SZ. Podstata materiálu je, že kurz po exitu nemusí posílit tak dramaticky, jak se často očekává. Diskutoval to s V. Bendou a shodli se, že by bylo užitečné tento závěr komunikovat formou blogu ČNB, a vyslat tak signál spekulantům, aby neočekávali, že posílení kurzu musí být razantní. To by navazovalo také na příspěvek Martina Mandela. Touto formou by bylo možné dostat mezi odbornou veřejnost náhled, že spekulovat na silné posílení koruny po exitu nebude tak výhodné, jak se v médiích prezentuje.

J. Rusnok (v diskuzi o stanovisku poradce): Chválí stanovisko poradce, neboť i pro něj bylo velmi obohacující a poučné. Doporučuje výsledky stanoviska zapracovat do dalších úvah, které se budou muset tímto směrem více orientovat vzhledem k blížícímu se exitu. Je zřejmé, že nad exitem se musíme více zamýšlet i po stránce detailního provedení, časování, atd., takže poznatky ze stanoviska poradce jsou v tomto směru velmi užitečné. Připojuje se k požadavku poradce provést v souvislosti s blížícím se exitem v SZ nějaké analýzy porovnávající nárůst bilance ČNB a ECB v době od spuštění kurzového závazku a vyhodnotit implikace pro budoucí vývoj kurzu. Považuje to za důležité.

Odpoověď SM: Stanovisko poradce probírali se sekci bankovních obchodů (dále jen SBO) na projednání měnověpolitického doporučení (dále jen MPD). Nekloní se k názoru, že forwardová křivka je vhodný prediktor budoucího kurzu. Není moc dobrým prediktorem ani v normálních časech, ale obzvláště ne v režimu kurzového závazku. Oceňování forwardů se tvoří na základě aktuálního kurzu a úrokového diferenciálu mezi domácími a eurovými sazbami pro daný časový horizont. To, jestli je kurz v horizontu roku o procento silnější než teď, říká, že úrokový diferenciál, jak ho oceňuje trh, je jednocentní. Tedy to číslo vypovídá něco o úrokovém diferenciálu spíše než o očekávání kurzu. V normálních dobách to může fungovat tak, že pokud se někomu zdá takto spočítaný forwardový kurz výhodný a začne za něj nakupovat, tak vyvolá řetězec transakcí na devizovém trhu, který stlačí spotový kurz dolů, a tedy kurz by nebyl v absenci intervencí na 27 CZK/EUR, ale třeba na 26, a od toho by bylo ještě třeba odečíst dvacetník, který je daný tím úrokovým diferenciálem. Predikční hodnota forwardu je dána právě stlačením aktuálního kurzu. Jsme ale v situaci, kdy kurz držíme na 27, a pak na forwardový kurz dopadají pouze efekty toho typu, že se stlačí úrokové sazby v ČR výrazněji pod nulu. Byli bychom zřejmě

rádi, kdyby si trh myslel, že po exitu koruna posílí jenom o 20-30 haléřů, ale z hlediska měnové politiky by na to SM nesázela dle hesla „doufej v to nejlepší, očekávej to nejhorší.“ Nedoporučuje věnovat se tomu komunikačně, protože by se hned mohly vyrojít kritiky ohledně toho, zda víme, co forwardový kurz v současné situaci říká.

Kvantifikace stínových sazeb kolem minus 8 % přijde SM nepřijatelně nízká a nerozumí, jak je možné se k tak nízkému číslu z tvaru výnosové křivky dobrat. Kdyby skutečně šlo nekonvenční měnovou politikou stínovou sazbu srazit na minus 8 %, tak by nebylo nutné lámat si hlavu s tím, že je nutné mít cíl inflace nenulový, vytvářející nějaký polštář proti dolní hranici sazeb, a to prostě z toho důvodu, že nekonvenční nástroje jsou extrémně efektivní a nulová hranice nepředstavuje problém. Pak by ale bylo třeba se ptát, kde lze vidět ekonomický růst a další efekty vyvolané takto uvolněnými měnovými podmínkami. Je to možné vysvětlit pouze tím způsobem, že rovnovážné úrokové sazby musejí být také kolem minus 8 %. To už je však úvaha „přitažená za vlasy“, a je tedy uvěřitelnější, že stínové sazby jsou záporné v rozsahu -1 až -2 % a rovnovážná sazba je třeba někde kolem nuly či dočasně lehce záporná, a tudíž tam žádné dramatické efekty nejsou vidět. Stínové sazby na úrovni -7 nebo -8 % jsou tedy neuvěřitelné a spoléhat na to, že když jsou srovnávány dvě „hausnumera“, tak rozdíl je v pořádku, je také problematické. Každopádně do té doby, kdy bude ČNB držet kurzový závazek, tak ať už je efekt kvantitativního uvolňování ECB na devizový trh jakýkoli, ČNB ho automaticky vykompenzuje intervencemi. Zajímavá je ovšem myšlenka v příští SZ ukázat graf relativní bilance ČNB a ECB; zde budou nárůsty asi velmi srovnatelné. Nárůst bilance ČNB byl zřejmě donedávna o něco menší, ale to v posledních týdnech pravděpodobně rychle doháníme.

Odpoověď poradce Havrána: Takto hluboce záporná stínová sazba pro ECB nicméně vychází z publikovaného a ve světě běžně používaného výzkumu. Srovnání s nově spočítanou sazbou pro ČNB ukazuje, že měnová politika ČNB je podle tohoto měřítko nejméně stejně uvolněná.

T. Nidetzký (v diskuzi o kalendářních vlivech): Jádrem prognózy je založeno na růstu HDP, zaměstnanosti, zvyšování mezd a následně růstu spotřeby. Dnes jsme si však ukázali, že spotřeba domácností neroste tak, jak jsme predikovali. Statistické vysvětlení uvedené v SZ poukazuje na rozdílný počet pracovních dnů za druhé čtvrtletí oproti minulosti. Tím, že letos bylo méně svátečních dnů než v loňském roce, vysvětlujeme, že lidé méně utráceli. Existuje pro zdůvodnění zpomalení růstu spotřeby i nějaký jiný příběh?

V. Tomšík (v diskuzi o kalendářních vlivech): Děkuje za SZ, kterou považuje za dobrý popis situace. Navazuje na T. Nidetzkého: prognóza hezky vychází, ale jeden ukazatel toto pozorování kazí. Překvapení přináší vývoj soukromé spotřeby, a to poměrně výrazným způsobem. Čekali jsme růst o 2,9 %, výsledek je ale zvýšení pouze o 2,2 %, což v absolutním vyjádření činí velký rozdíl. Přitom se naplňuje prognóza růstu mezd, a to u mediánového údaje dokonce přes 4 %. Celou dobu jsme komunikovali, že čekáme odrazení inflace ode dna a následně stabilitu na inflačním cíli ve chvíli, kdy výrazně porostou mzdy. Mzdy rostou, ale najednou přichází přerušení našeho základního transmisního mechanismu v podobě růstu mezd, růstu spotřeby a růstu inflace. Pak se nabízí otázka, jak toto pozorování komunikovat vůči veřejnosti. Je snížení dynamiky spotřeby dočasné, tedy nakonec se znovu zvýší a přijdou inflační tlaky (které nyní vidět není), nebo budou domácnosti mzdové příjmy využívat nějak jinak? Ve druhém zmíněném případě bychom museli začít přemýšlet, co inflaci k cíli dotlačí a co ji tam udrží. Navrhuje, aby se příště v

SZ objevil box analyzující, kde prostředky z vyplácených mezd skutečně končí – zda tyto finance směřují do úspor, nebo jestli se jedná pouze o zpoždění, a pak je tedy ve spotřebě nakonec uvidíme a inflace se skutečně dostane na cíl. Přemýšlejme o komunikaci vůči veřejnosti, a to zejména s ohledem na příští, velkou SZ.

J. Rusnok (v diskuzi o kalendářních vlivech): V kapitole o ekonomickém růstu je konstatováno, že údaj o dynamice HDP za druhé čtvrtletí je značně zatížen zvýšenou nejistotou spojenou s očištěním o výrazně nadprůměrný počet pracovních dnů. Kolik těch pracovních dnů bylo a jak velký je ten efekt?

Odpoověď SM: Ve druhém kvartále bylo o 3 pracovní dny více než o rok dříve, a jelikož čtvrtletí má řádově 65 pracovních dní, rozdíl činí skoro 5 % pracovního fondu, takže může mít výrazné efekty. ČSÚ se tyto vlivy snaží na základě svých regresních odhadů očišťovat tak, aby zveřejněné číslo odráželo fundamentální vývoj ekonomiky, nikoli kalendářní vlivy. Nicméně právě u spotřeby domácností má SM určitou pochybnost, zda očištění nevnáší do oficiálních dat spíše více zkreslení než přidané hodnoty. Bez očištění rostla spotřeba o 3 %, stejně jako v předchozích několika čtvrtletích, a tedy velice stabilním tempem. Zmiňované očištění regresním modelem používá úvahu, že letos bylo o 3 pracovní dny více, takže lidé byli více ve městě a měli více šancí utrácet; nebýt toho, tak by spotřeba rostla jen o 2,2 %. Zde nám však ani ekonomická teorie nenapovídá, zda dodatečný pracovní den znamená povzbuzení spotřeby nebo její utlumení. Určitý typ spotřeby lidé realizují hlavně o víkendech či obecně volných dnech. Je naopak jasné, že je-li o kalendářní vlivy očišťována produkce, tak tam úměra mezi počtem pracovních dní a výstupem platí, stejně jako u exportu.

Když se navíc daný regresní koeficient, kterým se data u spotřeby očišťují, vynásobí třemi (tedy počtem pracovních dní nad rámec průměru), výsledný efekt může být velmi silný. Ve skutečnosti však nemusí být vliv počtu pracovních dní lineární. Neexistuje žádný srozumitelný příběh, proč by nyní spotřeba měla fundamentálně zpomalovat. Souhlasí s tím, že mzdy rostou rychle a v souladu s prognózou, a dokonce i neočištěný 3% růst spotřeby je nízký oproti tomu, jak reálně roste objem vyplácených platů. Je možné, že ostatní složky disponibilního příjmu rostou výrazně pomaleji (odpovídající data budou k dispozici pro velkou SZ), ale i když toto vše vezme SM v potaz, tak by si dovedla představit spíše vyšší než 3% reálný růst spotřeby, natož pouze růst 2,2%. Vývoj maloobchodních tržeb je relativně spojitý, žádné dramatické zpomalení nenaznačuje. Dynamika spotřebitelských úvěrů také ukazuje nadále rychlý růst; banky reportují, že stoupá poptávka po těchto úvěrech. Zároveň se snížily sazby, úvěrové podmínky v tomto segmentu jsou uvolněné. Sentiment spotřebitelů zůstává vysoký, v posledních 2 měsících se dokonce vrátil na trochu vyšší hodnoty. Fundamentálně tedy SM nenalézá u vývoje spotřeby dost informací k tomu, aby si mohla začít myslet, že ono oficiální číslo 2,2 % je počátkem zpomalujícího trendu. Spíše SM doporučuje od tohoto čísla odhlížet, minimálně dokud ji data za 3. kvartál nepřesvědčí, že se o nový trend jedná. V nově vznikající prognóze bude tato výchylka kompenzována krátkodobou prognózou na třetí čtvrtletí, kde naopak počet pracovních dnů bude menší než o rok dříve. Navíc není vyloučena revize tohoto údaje ze strany ČSÚ, který na pracovní úrovni připouští nejistotu spojenou s očištěním o kalendářní vlivy.

T. Nidetzký (v diskuzi o růstu mezd): Na minulém jednání jsme probírali, že nízké mzdy porostou rychleji než mzdy vyšší, což povede k vyššímu růstu spotřeby, protože nízkopříjmové domácnosti mají větší sklon ke spotřebě. Mediánovou mzdu ale neprognózuje. Jaký je k tomu

důvod? Kloní se k názoru, že mediánová mzda může být důležitější a lepší ukazatel než mzda průměrná.

Odpověď SM: Mzda v celé ekonomice je spočtena tak, že se ČSÚ zeptá firem, kolik vyplatily mzdových prostředků a kolik na tento objem mezd připadalo pracovníků přepočtených na plné úvazky. Z toho nelze mediánovou mzdu určit. ČSÚ ji počítá ze statistického modelu, což přináší velmi hrubé odhady, které se často revidují. V SZ je toto číslo používáno spíše z evidenčních důvodů, takže daný údaj o růstu mediánové mzdy v hodnotě 4,5 % je něco, co v dané situaci ukazuje oživení trhu práce, ale rozhodně nelze na základě takto zkonstruované časové řady mnoho predikovat.

J. Rusnok (v diskuzi o růstu mezd): Zajímá ho objem vyplacených mezd. Tuto veličinu predikujeme?

Odpověď SM: Ano, protože predikujeme průměrnou mzdu i počet úvazků přepočtený na plné úvazky; zbytek je čistá aritmetika. S mediánem by ovšem tato trojčlenka nesešla.

T. Nidetzký (v diskuzi o vývoji sazeb po exitu): Co se týče vývoje úrokových sazeb po ukončení kurzového závazku, stále myšlenkově zápasí se strmým růstem naznačeným v prognóze, který má podobu hokejky. Již dříve bylo diskutováno, zda skutečně, až opustíme kurzový závazek, začneme okamžitě zvyšovat sazby. Jak lze tuto „hokejku“ nyní interpretovat?

Odpověď SM: Nárůst úrokových sazeb po exitu je signálem, že exit uvažovaný v té době splňuje podmínky, které byly pro jeho umístění v čase již dříve definovány. Nyní je to zhruba vydefinované tak, že exit může nastat, když bude implikované zpřísnění měnové politiky vyjádřeno potřebným nárůstem úrokových sazeb zhruba o 0,75 procentního bodu, což také stávající prognóza ukazuje. Ta zcela abstrahuje od jakýchkoli taktických úvah včetně takových, které by pravděpodobně činila SM i bankovní rada – tedy že nejprve se vyčká, jakou část žádoucího zpřísnění měnových podmínek doručí kurzové posílení, a až si „sedne prach“, pak lze pozvolna zvyšovat úrokové sazby směrem k politicky neutrální hladině. V průměru, pokud se ekonomické podmínky nezmění, bude zpřísnování následovat kvartální průměry, které implikuje prognóza. Ale neznamená to, že v daném čtvrtletí na jednom zasedání dojde ke zvýšení o 75 bazických bodů. Je to pouze důkaz toho, že exit v tomto období je ekonomicky smysluplný.

Také platí, že kdyby se zahraniční sazby na horizontu prognózy nacházely výše, než SM očekává, tak se sazbami ČNB bude třeba jít ještě výš, protože na prognóze inflace se dostáváme někam k hranici 2,5 %, a potom by se člověk mohl ptát, jak to, že úrokové sazby stoupají jen tak málo, když je třeba dostat inflaci pod kontrolu. Existuje zde záměrně polštář v podobě skutečnosti, že když kurz náhodou posílí o více než korunu, což čeká prognóza, tak stále je možné provést exit úspěšně, ale nárůst sazeb bude pozvolnější. I s takovým posílením kurzu by pak inflace zůstala v blízkosti svého cíle.

J. Rusnok (v diskuzi o vývoji sazeb po exitu): Část akademické obce je toho názoru, že po období dlouhého podstřelování cíle by mělo následovat období nadstřelování, aby se vývoj cenové hladiny v delším období vyrovnal. V poslední době se tento akademický názor objevuje stále častěji; rozšiřuje se relevantní horizont, ve kterém by měla centrální banka dosahovat cíle.

Odpověď SM: Důležitá je rovněž diskuze o nastavení rovnováh, jako například nedávno na konferenci v Jackson Hole. Je obtížné říci, zda rovnovážné hodnoty, které máme v modelu, jsou oproti realitě výše a zda by měly reflektovat nové vidění světa a měly by se snížit.

T. Nidetzký: Ohledně návrhu posunout délku trvání tvrdého závazku se ptá, zda je to reakce na spekulativní aktivity v září, či zda za tímto doporučením existuje hlubší komunikační strategie: jestli například víme, co následně učiníme na listopadovém zasedání.

Odpoověď SM: Zvýšené objemy intervencí hrají nepřímou roli v tom, že za nimi stojí tržní zvěsti, jež odporují dosavadní komunikaci ČNB a způsobu, jak o exitu uvažuje. Má-li ČNB možnost učinit něco pro to, aby tyto zvěsti vyvrátila a doručila trhu poselství, že transparentci exitu myslí do budoucna vážně, tak proč to neudělat? Ale dominantě za tím doporučením stojí ekonomické úvahy. Po čtvrt roku se uspokojivě naplňovala prognóza, a tedy stále více a více je možné věřit umístění exitu v polovině roku 2017. O to více zároveň SM nabývá jistoty, že exit v prvním kvartále 2017 nepřichází v úvahu. Navíc se nyní konec tvrdého závazku nachází pouze 3 měsíce daleko, což část trhu včetně subjektů z reálné ekonomiky znejišťuje ohledně budoucího kurzového vývoje a ohledně toho, kolik vlastně ještě mají času, aby si zajistili své exportní a jiné tržby na dobu po konci závazku.

V této situaci se SM tedy celkově zdá měnověpoliticky rozumné tvrdý závazek o jedno čtvrtletí prodloužit s tím, že pokud bude nadále platit, že se prognóza bude naplňovat, tak se jedná snad o poslední prodloužení tvrdého závazku, protože pak by ho bylo zapotřebí někdy ke konci března „odžít“ a nadále již uvažovat jen v logice měkkého závazku, tedy kdy je zhruba pravděpodobné, že by bylo možné exit skutečně realizovat. U pravděpodobnostního umístění exitu v polovině příštího roku naopak není důvod ho nějak měnit, a to právě z toho důvodu, že se prognóza uspokojivě naplňuje.

V. Tomšík (v diskuzi o platební bilanci): Zaznělo, že narůstá potřeba bránit kurzový závazek. Otázkou je, odkud námi nakupovaná eura v současnosti pocházejí. V oddíle o platební bilanci (str. 24–25 v SZ) si přečetl, že za první pololetí 2016 registrujeme přebytek běžného účtu ve výši 110 mld. Opravdu to může být dáno tím, jak naše hospodářství dobře funguje, tedy že ta eura jsou skutečně generována reálnou ekonomikou; pak je logické, že dochází k aktivní obraně závazku. Snad můžeme tvrdit, že se dostavuje takzvané druhé kolo uvolňování měnových podmínek. Za normálních okolností by při takto vysokém přebytku běžného účtu kurz posílil, a tak by automaticky docházelo ke zpřísnění podmínek. Je tak možno říct, že před třemi lety jsme stanovením závazku zahráli první akt měnového uvolnění a nyní se naplňuje akt druhý.

Nicméně podívá-li se na finanční účet, nachází ho také v přebytku, a to o 105 mld. Ptá se, zda obrana závazku je výsledek toho, kam se reálná ekonomika za ony tři roky posunula, nebo zda se jedná o reakci na příliv spekulativního kapitálu. Portfoliové investice se pohybují na úrovni desítek miliard – není tedy dnes zapotřebí začít komunikovat posunutí tvrdého závazku a prohlásit: nespekulujte, zbytečně se spálíte a zbytečně se vám to prodraží? Čelíme-li kapitálu povětšinou spekulativního charakteru, pak chce ovšem zejména slyšet, zda jsme zapomněli na komunikaci, kterou jsme používali před tři čtvrtě rokem, a to že portfoliové investice dokážeme minimálně penalizovat, ne-li odradit využitím záporných úrokových sazeb. Vyjadřuje se k nim pouze SBO, která radí, abychom o nich neuvažovali. V doporučení SM o záporných sazbách žádná zmínka není, ačkoli jsme na toto téma měli poradu s experty. Není jednoduché rozklíčovat, odkud se ta nakupovaná eura berou, ale zvažme, zda na toto téma neudělat příště box v SZ. Výše zmiňované stránky platební bilance to každopádně rozlišit nedokážou.

Odpoověď SM: Je také spíše skeptická k tomu, zda lze z platební bilance vyčíst, odkud pramení intervenční potřeby. Skutečnost, že reálná ekonomika generuje přebytky běžného účtu, je

evidentní. Relativně velká část těchto přebytků jsou ale EU fondy, které přicházejí ještě zpětně i za projekty, které byly ukončeny v roce 2015, a to i v rámci běžného účtu. Tuto část ČNB nakupuje automaticky, ale mimo trh, takže pokud by z těch 110 mld. byly odečteny EU fondy, cca 60 mld., tak už tam zbývá jenom zhruba 50 mld., které potenciálně mohou skončit v našich intervencích. Těch výše zmíněných 60 mld. končí v klientských operacích – stejně tedy nakonec přistanou v rezervách, ale jiným kanálem.

J. Rusnok (v diskuzi o platební bilanci): Kdyby Ministerstvo financí nyní prohlásilo, ať po nějakou dobu eura nekonvertujeme, že neví, co s penězi, co by to znamenalo pro ČNB?

Odpověď SM: Už nyní se stává, že konverze nejsou okamžité, tj. že eura přijdou z Evropské komise, ale okamžitě se nemusejí konvertovat do korun. V rozvaze se tyto prostředky projeví ihned, tedy na straně aktiv, ale s pasivní eurovou protipoložkou. Při konverzi to eurové pasivum zmizí a stane se z něj pasivum korunové.

V. Tomšík (v diskuzi o platební bilanci): Ptá se na portfoliové investice, konkrétně nárůst v držbě státních dluhopisů o 86 mld.

Odpověď SM: Je částečně finančněstabilitním tématem, že nerezidenti nakupují hodně vládních bondů: drží jich 25 % a k tomu rostou úvěry v eurech. Samotné číslo není až tak alarmující, ale tendence je závažná.

V. Tomšík (v diskuzi o platební bilanci): I z toho důvodu se táže na potenciál využití záporných sazeb, neboť toto téma se v našich materiálech neobjevilo asi 5 měsíců.

Odpověď SM: Záporné sazby byly diskutovány a SBO se k nim explicitně vyjádřila v MPD. SM situaci vidí tak, že úrokové sazby jsou záporné v příslušných segmentech trhu spontánním vývojem, a tak není nutné je doručovat měnověpoliticky. Vzniká tím určitý samovyvažující mechanismus, který od jisté chvíle začíná spekulanty zase odrazovat. Samozřejmě očekávaný kurzový výnos je porovnáván s výnosem, který investor inkasuje na úrokovém diferenciu, a padá-li výnosová křivka státních dluhopisů do záporných hodnot až po sedmileté splatnosti, tak to samozřejmě představuje nějakou penalizaci, kterou není potřeba z našeho pohledu zatím podporovat snížením měnověpolitických sazeb do záporných hodnot.

U portfoliových investic čelíme problému, že nejsme schopni říci, jak velký podíl jich vytváří kurzový tlak, protože část těchto pozic je kurzově neutrální. Kurzově neutrální pozice představuje takovou operaci, kdy investor dokáže přes distorze na forwardovém trhu syntetickou investicí vygenerovat kladný eurový nebo dolarový výnos, a to bez podstupování kurzového rizika. Jedná se o investice do českých dluhopisů, které by ale neměly ovlivňovat intervenční aktivitu ČNB. Tu by měli ovlivňovat jen investoři, kteří jdou záměrně do otevřené korunové pozice. To znamená, že prostředky z eur konvertují do korun, koupí si český státní dluhopis a čekají na posílení kurzu po exitu. Ale ti, kteří provádějí spíše arbitráž na distorze různých výnosů na trhu, naopak otevřenou kurzovou pozici nepřijímají a neměli by naši intervenční aktivitu ovlivňovat. Data o platební bilanci nejsou schopna rozlišit, který z těch dvou typů investorů pozorujeme. Maximálně v tomto ohledu může pomoci nějaká anekdotická evidence od SBO.

Odpověď SBO: Nedisponuje takovou anekdotickou evidencí. Nelze říci, kolik z investorů, kteří investovali do dluhopisů, je spekulantů a kolik představují zajištěné investice. Většina jich ale pravděpodobně bude představovat zajištěné investice využívající distorze. Například všechny jihoamerické centrální banky používají tyto arbitráže přes dolary.

J. Rusnok: Nedávný ekonomický vývoj v ČR představuje příjemnou a ne příliš často vídanou situaci, kdy si můžeme užívat pocit, že se trefujeme do terče. Je potěšující, že se víceméně všechny klíčové předpovědi, které SM učinila, naplnily. Nedochozí ani k signalizaci zásadních odchylek od naší základní trajektorie na horizontu měnové politiky. V tomto směru se SZ nemůže zabývat nějakými zásadními komplikacemi. Přichází doporučení na prodloužení tvrdého závazku, nicméně k němu se dostaneme v uzavřené části jednání.

Na str. 11 se v SZ píše o vnějším prostředí, konkrétně o Slovensku. Zaujalo ho, že se slovenská ekonomika potýká s nedostatkem pracovních sil při rekordně nízké nezaměstnanosti téměř 10 % a že přírůstek zaměstnanosti je z 20 % kryt cizinci. Rád by slyšel nějaké detailní vysvětlení, zda se slovenská ekonomika blíží svému NAIRU při této – na naše poměry vysoké – míře nezaměstnanosti, i když si uvědomuje, že každá ekonomika má svou specifickou NAIRU. Minimálně je to pro nás potvrzení skutečnosti, že nemůžeme očekávat velký příliv zahraničních pracovníků ze Slovenska, což by také mohlo přispět ke zvýšení mezd modrých límečků.

Odpoověď SM: NAIRU pro Slovensko odhadujeme jednou za rok v rámci Analýz sladění; výpočty jsou hotové, ale momentálně si SM nevybavuje, kolik daný údaj pro Slovensko vychází. Podívá se na to do konce týdne a zašle informaci. Tradičně však Slovensku vychází vyšší NAIRU než ČR, což je zřejmě dáno mimo jiné demografickými faktory, protože na východě Slovenska vykazují regiony větší míru nezaměstnanosti než většina ČR.

J. Rusnok (v diskuzi o trhu práce na Slovensku): Odkud ty nové pracovníky nabírají?

Odpoověď SM: Bylo by zajímavé se podívat, zda na Slovensku například panuje liberálnější přístup k přijímání Ukrajinců, než jak tomu je momentálně u nás. To by potom znamenalo, že nebude možné pozorovat takový příliv těchto pracovníků na český trh práce. SM zkusí něco dále dohledat a poslat.

J. Rusnok: V kapitole o peněžích a úvěrech je používán pojem „skutečně nové hypoteční úvěry“. Nestačilo by psát „nové“? Mohou být nějaké úvěry neskutečně nové? Je třeba lépe vysvětlit, co to přesně znamená.

Odpoověď SM: Část „nových“ úvěrů jsou úvěry refinancované, tedy takové případy, kdy si klient vezme od jiné banky úvěr, kterým splatí úvěr u banky předchozí.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

L. Lízal: Vzhledem k tomu, že se jedná o malou SZ, nepřináší tato zpráva zásadní nové poznatky ohledně ekonomického vývoje, které by nás vedly k přehodnocení současné situace a změně nastavení měnové politiky. To se týká jak vývoje v zahraničí, tak v tuzemsku. Souhlasí s celkovým vyzněním SZ, že měnověpolitická rizika prognózy jsou vyrovnaná. Jedna záležitost mu tam ale chybí, na což narážel již při projednávání minulé situační zprávy. Tím chybějícím prvkem je zamyšlení SM nad tím, jakým způsobem provést exit, když bude situace v zahraničí stále ve znamení velmi uvolněných měnových podmínek. Nejvíce se tomu blíží stanovisko poradce, ale ani to neposkytuje jednoznačné vodítko, kterého bychom se mohli držet. MPD, které navrhuje posunutí tvrdého „odysseovského“ závazku, že cosi do určité doby neučiníme, je svým způsobem pouze reakcí na tento problém – tedy že exit je značně nepravděpodobný, pokud bude ECB stále udržovat negativní sazby a obecně velmi uvolněné měnové podmínky. Trh si tento fakt

uvědomuje a předpokládá, že pokud o tom my sami nemluvíme, tak si toho buď nejsme vědomi, nebo to opomíjíme záměrně a máme něco za lubem. To je v rozporu s myšlenkou transparentnosti, a tak ho smutně překvapují zdůvodnění, která SM přidává k doporučení. Jedním z nich je, že uvolněné měnové podmínky ECB budou přetrvávat, což však víme už velmi dlouho a příliš jsme to nezmiňovali.

Pro uzavřené jednání si schoval otázku k části MPD vypracované SBO. Rozumí částečně, proč je argumentováno, že komunikace o záporných sazbách by mohla být vnímána tak, že předčasně „stahujeme kalhoty“. Chybí mu ale argumentace, proč by zavedení záporných sazeb nyní nebyl relevantní krok. Jemu by záporné sazby nevadily, a to i z toho důvodu, že kdysi sám T. Holub v reakci na jeho dotaz potvrdil, že efekt lehce záporných sazeb na termín exitu by nebyl žádný. Jinými slovy, nyní jsme v situaci, kdy můžeme uvažovat o taktických nástrojích, protože nemají vliv na to, kdy exit provedeme – ale mají vliv na to, jakou budeme mít během exitu pozici. Žádá SBO o sdělení, zda existuje zásadní důvod, proč záporné sazby nezavádět. Rozumí, že trh si do jisté míry záporné sazby vytváří sám v delších horizontech, ale jde mu o to, zda nepoužití tohoto nástroje neznamená ztracenou příležitost pro vybudování taktické pozice.

T. Nidetzký: Jeho největším problémem v SZ byl vývoj spotřeby, ale na to dostal odpověď během otevřeného jednání: jedná se spíše o statistický artefakt nežli o faktický pokles dynamiky. Jeho další dotaz se týkal návrhu na posunutí termínu tvrdého závazku. Vnímá ho tak, že zamýšlíme vyslat signál v reakci na zářijové spekulace. Stejně jako předtím L. Lízal musí i on konstatovat, že mu v tom návrhu chybí mnohem více taktiky. Návrh se týká pouze jednoho kroku, následné kroky nejsou nijak specifikovány. Doporučuje tedy do budoucna, aby byla již dopředu položena na stůl celá paleta taktických nástrojů, které lze využít, aby bylo možné je skládat dohromady. Pro něj je těžké nyní vyhodnotit, zda je posunutí závazku zapotřebí, spíše by chtěl znát názor SBO, zda jí skutečně posun pomůže. V kostce tedy může říci, že doporučení rozumí, ale snad by ho provedl později, abychom nereagovali okamžitě na nedávnou spekulativní vlnu. Jak by nám mohlo uškodit, kdybychom dnes závazek neposunuli?

V. Tomšík: Je velmi rád, že se naše poslední prognóza naplňuje, a to dokonce ve všech prognózovaných parametrech. Růst české ekonomiky je robustní, což v tomto vyjádření znamená dlouhodobě udržitelný; není podstatné, že růst je nižší než vloni, protože loňský rok byl speciální nejenom kvůli čerpání EU fondů, ale zejména kvůli důchodovému efektu, kdy výrazně poklesla cena ropy, takže lidé mohli více investovat a spotřebovat. Podstatné je, že se prognóza naplňuje přes růst zaměstnanosti, míra nezaměstnanosti stále klesá a mzdy rostou tak, jak jsme očekávali. Stále tedy můžeme věřit, že je pouze otázkou času, kdy se tento mzdový efekt přelije do růstu inflace, a tím pádem inflace zůstane udržitelná kolem našeho inflačního cíle. Je dobré připomenout, že tento růst je jasně vidět u jádrové inflace. Otázkou je, co lze očekávat dále od nové prognózy, kterou zveřejníme za 6 týdnů.

Navazuje na diskuzi o současné nejistotě ohledně dynamiky soukromé spotřeby. Na jednu stranu je třeba zmínit, že ČNB zde vidí určitou nejistotu, ačkoli komunikujeme, že rizika vývoje jsou vyrovnaná; nějaká nejistota se tam přece jen objevuje, a to právě ta spojená se soukromou spotřebou. Počkejme, co nové údaje přinesou nejen ohledně spotřeby, ale i úspor, abychom viděli, zda úspory opravdu rostou a lidé omezují svou spotřebu. Tuto hypotézu předkládá proto, že několikrát již bylo zmíněno, že diskutujeme nejen měnovou politiku, ale i finanční stabilitu. Pokud se ukáže, že rostou disponibilní příjmy, ale neroste spotřeba, pak je zapotřebí klást si

otázku, kam mzdové příjmy mizí, pokud zároveň nerostou úspory. Pokud mizí do nákupů nemovitostí, pak nemůžeme spoléhat na to, že se růst mezd přelije do inflace. Je rád, že si tento problém uvědomujeme a diskutujeme také nástroje finanční stability. V této chvíli je z pohledu měnové politiky vhodné zvolit přístup „vyčkáme a uvidíme“; aktivní řešení je nyní třeba zejména v oblasti finanční stability, což je však otázka pro makrofinanční panel.

Jelikož roste potřeba bránit závazek, klade si otázku, či ten tlak přichází z reálné ekonomiky, která daná eura generuje – pokud tomu tak je, pak je odklad závazku na místě a je jedno, zda ta eura nakoupíme nyní, za 3 měsíce, nebo při exitu za zhruba tři čtvrtě roku. Pokud je to ale dáno spekulativními přílivy prostředků, pak je vhodné penalizovat je přes záporné úrokové sazby. Je rád, že jsme se nikdy nevzdali žádného nástroje, ale když trh doručuje záporné sazby sám, tak možná není nutné jej následovat. Navazuje na L. Lízala: když už záporné sazby na trhu existují, tak proč je nezavedeme také oficiálně? To je logická úvaha, o které můžeme diskutovat, ale na druhou stranu je otázka, zda záporné sazby nejsou spíše záchrannou brzdou pro případ, až kapitál do ČR poteče v ještě větších objemech. Dnešní ranní údaj o výši intervence byl poměrně významný, ale na druhou stranu za půl roku to může být ještě více. V této chvíli nevidí silnou potřebu záporné sazby na trhu ještě dále snížit.

Další otázkou je, zda neposunout termín tvrdého závazku. Tato úvaha je na místě, protože trh ne zcela rozlišuje mezi prognózou a naší komunikací. V prognóze transparentně říkáme, že exit je umístěn do poloviny roku 2017. V naší komunikaci to znamená, že nevyklučujeme exit na začátku roku 2017, a opravdu se nám tak rozevírají nůžky mezi zbývajícím časem do konce tvrdého a měkkého závazku. Pramení-li příliv kapitálu v posledních týdnech z toho, že trh naši komunikaci špatně čte, tak nebude vadit tvrdý závazek o jedno čtvrtletí posunout. Nová prognóza za 6 týdnů nepochybně nepřinese posunutí předpokládaného exitu zpět do prvního kvartálu 2017. Naopak, ještě se můžeme bavit o tom, zejména v souvislosti s potenciálním prodloužením programu nákupu aktiv ECB, že se exit posune do třetího kvartálu. Než činit překotné změny až při zveřejnění 7. SZ, je lepší posunout tvrdý závazek o jedno čtvrtletí už nyní, protože tím nic nezkažíme. Stále je pro nás relevantní domácí ekonomický vývoj, ačkoli bereme v potaz, co se děje v okolí, nejenom v ECB, ale na všech hlavních finančních trzích; důležité je také očekávání zvýšení sazeb v USA. Exit jsme však nikdy nepodmiňovali tím, co se stane v zahraničí – je to pouze jeden z faktorů, který je pro naši prognózu důležitý. Klíčový je tuzemský ekonomický růst, ale je otázka, jak se bude tento růst stabilně přelévat do spotřebitelských cen. Má obavu, aby spíše nedocházelo k přelivu do cen jiných aktiv, než které jsou zahrnuty ve spotřebním koši. Je v každém případě zapotřebí tuto záležitost dále sledovat.

J. Rusnok: Vývoj od 5. SZ k té dnešní šesté byl z pohledu plnění naší prognózy mimořádně příznivý. Odchylky od prognózy jsou minimální, pokud vůbec nějaké, případně jdou na obě strany, takže celková balance vyznívá velmi vyváženě. To tedy znamená, že pokračuje solidní hospodářský růst v ČR, ale i v našem relevantním okolí, který by nás postupně na horizontu měl přivést k plnění našeho inflačního cíle. Tento horizont by už neměl být příliš vzdálen, navíc v příští prognóze délku predikce prodloužíme. Nicméně stále existuje řada nejistot, které jsou znovu konstatovány v SZ: jedná se o vývoj v hlavních ekonomikách západní Evropy a jeho udržitelnost. Je zjevné, že eurozóna je mimořádně heterogenní, patří do ní země, které rostou robustně, ale i státy, které mají ve svých bilancích, ať už vládních či makrofinančních, celou řadu nejistot a rizik. Další nejistoty přináší politický vývoj – je nutné nezapomínat na skutečnost, že může docházet k velkým politickým změnám, které neumíme predikovat, ale musíme je vnímat.

Jedná se o letošní volby v USA, referendum v Itálii, příští rok volby ve Francii, Německu, atd. Všechny tyto záležitosti mají dopad na chování zahraničních měnových autorit, které my nemůžeme pominout, byť souhlasí s V. Tomšíkem, že se řídíme primárně našimi domácími podmínkami a jejich vývojem.

Otázka transmise a ovlivňování domácího inflačního vývoje je zde s námi již dlouhou dobu, táhne se jako červená nit naší moderní měnovou historií. Spoustu faktorů nejsme schopni odhadnout, ale zatím se mu zdá, že to, co se snažíme formulovat v prognózách, je relevantní a víceméně se naplňuje. Byl a zůstává optimistou, že se postupně k inflačnímu cíli dostaneme, i když je to také otázka vnějších vlivů, od kterých z měnověpolitického hlediska primárně abstrahujeme: ceny komodit, ceny potravinářských produktů a vývoj na regulovaných trzích, který se těžko odhaduje, protože je ovlivněn mnoha diskrečními opatřeními. Ač je jeho náhled optimistický, nesnižuje tedy rizika, která s prognózou souvisejí a přesahují do oblasti finanční stability a makroprudenčních politik. Zdá se, že z momentálního pohledu je klíčové se postupně připravovat a nastavovat naši politiku a komunikaci na hladký exit. K exitu dojde pravděpodobně kolem poloviny příštího roku, i když jsme nevyloučili posun, pokud by se zásadně změnila data.

Stejně tak on sám nikdy nevyloučil záporné úrokové sazby, ačkoli pro naši situaci se nejedná o úplně vhodný nástroj, zejména v kontrastu s jinými ekonomikami. Nicméně z důvodů hladší obrany závazku a jeho opuštění záporné sazby vyloučit nelze. Platí ale také to, co tvrdí SM a částečně SBO, že ve významné části trhu de facto záporné sazby již máme, což je nezpochybnitelné. Je vidět, že trh i za těchto podmínek funguje. Když sazby začínají nabývat extrémních hodnot, které se stávají pro spekulanty penalizačními, tlak na trh se snižuje. Považuje to za zdravý vývoj. Nicméně pro taktické účely záporné sazby nevyklučuje a minimálně v zápise z tohoto jednání by se tato debata měla odrazit.

P. Frydrych (zástupce ředitele SBO): K dotazu L. Lízala uvádí, že SBO se k negativním úrokovým sazbám staví rezervovaně. Důvodem je, že na trhu již implikovaně existují, jak již bylo několikrát zmíněno, čili plní svou roli částečného odstrašovače spekulativních tlaků. Další záležitost, kterou považuje v dnešní době za mnohem důležitější, je skutečnost, že pokud bychom nyní zmínili nebo dokonce chtěli zavést negativní sazby, tak by to byl silný signál právě pro ty hráče, kteří chtějí spekulovat na brzký exit, protože by si začali říkat: něco může být na tom, že závazek končí ke konci roku a je třeba si rychle otevřít pozici dlouhou v koruně a krátkou v eurech. Jinými slovy, to, že pomlčíme o negativních sazbách, představuje defenzivu v tom smyslu, že se domníváme, že tím ve výsledku nakoupíme méně v rámci své intervenční aktivity. Jakékoli zmínky o záporných sazbách by SBO nepomohly. Navíc je potřeba si uvědomit, že čím více se budeme blížit exitu a tržní účastníci ho budou moci přesněji cílit, tak tím méně je bude zajímat hloubka záporných sazeb. Stále si budou myslet, navzdory naší komunikaci, že kurz posílí řádově o desítky procent. I když měsíc před exitem budou implikované sazby -10 %, ani to spekulantům nezabrání spekulovat na posílení koruny. Pokud bychom opravdu posunuli nominální sazby o 0,5 procentního bodu, tak by to nemělo vůbec žádný vliv, momentálně spíše jen signalizační efekt ve špatném směru.

T. Holub (ředitel SM): Souhlasí s SBO. Doposud bylo o záporných sazbách komunikováno tím způsobem, že se nejedná o vhodný nástroj cílování inflace a dovedeme si představit jeho použití pouze za dvou podmínek. Zaprvé, pokud budeme čelit masivnímu přílivu spekulantů hnanému úrokovým diferencíalem, což nyní nepozorujeme. V současnosti si část trhu myslí, že máme

„něco za lubem“ z hlediska exitu na začátku příštího roku. Takže první podmínka není splněna. Zadruhé, což, komunikoval kdysi právě L. Lízal, záporné sazby by bylo možné použít jako taktický nástroj těsně před exitem. Kdybychom je nyní zavedli, tak bychom vlastně trhu řekli, že se exit nachází blízko. Z tohoto pohledu je tedy zavádění záporných sazeb kontraproduktivní. Smysl prodloužení tvrdého závazku je naopak přímočarý. Spekulant si myslí, že exit přijde začátkem roku 2017, a my jim řekneme, že k exitu nedojde a že se k tomu zavazujeme. Podle jeho názoru se jedná o cíleně takticky jasné opatření, chceme-li zvěsti na trhu uklidnit.

J. Rusnok: Takové vysvětlení má logiku; tím, že záporné sazby nezavádíme, projevujeme jistotu a sílu, což je určitě správně. Zůstává zde tedy reálný návrh na změnu termínu tvrdého závazku. Uvažoval o tom z různých pohledů a připouští, že bychom takovým opatřením nejspíše momentální situaci prospěli, když mezera mezi měkkým a tvrdým závazkem je poměrně velká, a to asi půl roku. Nyní tedy posunem tvrdého závazku zřejmě nic nepokazíme. Samozřejmě možný přístup je také počkat na příští velkou SZ, která bude podrobnější, ale i tak je pravděpodobnost, že bychom se posouvali proti prognóze dozadu, nízká, dramaticky nižší oproti pravděpodobnosti, že se s exitem budeme posouvat v čase dále. Z tohoto pohledu mu doporučený posun dává smysl. Navíc se do jisté míry bude jednat i o určitou výstrahu těm investorům, kteří zářijové spekulace spustili; možná se trochu spálí, protože nakoupili české státní dluhopisy se záporným výnosem, ale kýžený efekt kurzového výnosu se jim v čase oddaluje. Roste tudíž z jejich pohledu nežádoucí efekt záporné sazby na drženém aktivu a vzdaluje se jimi očekávaný zisk. Je tedy připraven pro posunutí tvrdého závazku hlasovat.

V. Tomšík: Tato instituce vždy v měnové politice ctí pravidlo, že když jsme o něčem přesvědčeni, nebudeme si to nechávat pro sebe dalších 6 týdnů, ale uděláme to hned. Klade si otázku, proč bychom dnes neměli tvrdý závazek o jedno čtvrtletí posunout. Nenachází přesvědčivou odpověď; pokud se naplňuje prognóza, a to dlouhodobě, tak je opravdu exit v polovině roku 2017 reálný. S tím, jak se krátí čas ke konci roku, je třeba chovat se transparentně a uznat, že v prvním kvartále k exitu dojít nemůže. Domnívá se, že pokud ten krok dnes učiníme, tak by to mělo přispět k tomu (ač to není možné zaručit), že závazek nebude zapotřebí tolik bránit. Naopak, kdyby k posunu nedošlo, tak možná příliv spekulativního kapitálu ještě zesílí. Pokud je tomu skutečně tak, že spekulanty motivuje pozorování rozevírání nůzek mezi tvrdým a měkkým závazkem, pak tento krok nyní učiníme, abychom nůžky přivřeli.

J. Rusnok: S předpovědí efektu posunutí závazku na spekulace by byl opatrný, ale k tomu ať se vyjádří odborníci. Je tam více faktorů, které působí proti sobě. Existuje určitá suma eur, které musejí být konvertovány před ukončením závazku, protože to je nejpřirozenější ekonomické chování subjektů, které se potřebují zajistit. Je tedy jen otázkou časování, jakým se tato konverze rozloží do budoucna. To neovlivníme posunutím tvrdého závazku, ale můžeme tím ovlivnit spekulativní investice.

L. Lízal: Bude na chvíli hrát roli ďáblova advokáta. Navazuje na to, co říkal T. Nidetzký ohledně taktiky. Nemá problém s posunutím závazku, ale vnímá to jako z nouze ctnost – právě proto, že stejný problém se objeví znovu, za čtvrt roku budeme opět blízko konce tvrdého závazku a někde za ním se na prognóze bude nacházet pravděpodobnostní termín exitu. Jinými slovy tato dichotomie tu bude vždy, pravděpodobností distribuce se bude v čase také posouvat a měnit tvar.

Nicméně trh bude neustále vnímat, že pro nás je takticky výhodnější exit provést před termínem měkkého závazku, abychom část trhu překvapili. Díky této úvaze budeme budování spekulativních pozic na trhu pozorovat vždy. Tvrdý závazek nám tedy dočasně pomůže, ale stejný problém se objeví za několik měsíců, protože toto posunutí nevyřeší problém jako takový.

Řešení, která se nabízí, zahrnují zaprvé nedodržení tvrdého závazku, což je reputačně hodně problematické. Dále, vedle toho, že budeme tolerovat zvýšení bilance o příliv eur z reálné ekonomiky a budeme spoléhat na argument chybějící protistrany, nám zbývá jen možnost trh nějakým způsobem překvapit, aby byl exit hladší. Svoje úvahy opírá o skutečnost, že je žádoucí, aby v době exitu byla volatilita a naše aktivita na trhu co nejmenší. Jediné překvapení, které potom máme v rukávu, jsou podle jeho názoru právě záporné sazby. Existuje-li nějaké jiné překvapení, tak by se o něm rád dozvěděl, což odráží jeho zklamání nad vyzněním MPD, kde nelze najít žádný mechanismus pro řešení dichotomie mezi tvrdým a měkkým závazkem. V dalších měnověpolitických úvahách a příští SZ by rád nějaké řešení viděl.

J. Rusnok: Podotýká, že některé problémy se nedají obejít, musejí se prožít. Obává se, že zde se může jednat právě o takovou situaci. Dovede si představit, že v jistém momentě řekneme, že už nebudeme žádné další termíny tvrdých nebo měkkých závazků vyhlašovat. Možná dnes je to naposled, kdy prodlužujeme tvrdý závazek. Podobá se to situaci, kdy M. Draghi oznámil, že níže s nastavením sazeb už ECB rozhodně nepůjde, ale nikdy nelze říci nikdy. Jinak ovšem souhlasí s tím, co říká L. Lízal: posunutí tvrdého závazku náš problém definitivně nevyřeší, jen ho odsune v čase. V jistém momentě si budeme muset prostor pro překvapení trhu ponechat, protože pokud bychom trh vedli za ruku až do určeného data exitu, byli bychom v tomto ohledu velmi naivní.

V. Tomšík: Navazuje na zajímavou debatu, které se kolem této malé SZ rozvinula. Naprosto souhlasí s tím, že existuje určitá suma eur, které se jen rozloží v čase, ale stejně ji budeme muset nakoupit. To jsou eura zejména z běžného účtu, která odrážejí, jak dobře ekonomika funguje, a je jedno, jestli tvrdý závazek v této chvíli trvá jen do konce roku, nebo ho posuneme do prvního kvartálu. Je to pouze otázka skutečnosti, kolik eur reálná ekonomika vygeneruje a jak tato eura nakoupíme v čase. Je pro něho zajímavé, jak se s blížícím se exitem otvírá debata, do jaké míry máme používat diskreci. Nepochybně na devizovém trhu vždy nějaká diskrece bude muset existovat. Upozorňuje ale, že bychom se měli držet pravidla, že přistoupit k exitu bude vhodné, až uvidíme udržitelnou inflaci na prognóze, až uvidíme, že ekonomika má na to, abychom mohli zpříšňovat měnové podmínky. Určitě dnes na konci září ještě nemáme jistotu ohledně této udržitelnosti, což jsme ostatně sami dnes diskutovali. Proto má smysl závazek ještě prodloužit, i když se možná jedná o poslední prodloužení.

Velmi nerad by do zápisu z jednání dával, že při exitu budeme používat překvapení a diskrece. ČNB se vždy držela pravidel. Někaké diskreci se na konci závazku nevyhneme, ale neříkejme nyní, že chceme nakoupit méně eur a využívat překvapení – protože v krátkém období bychom možná koupili o pár miliard méně, ale ve dlouhém bychom zjistili, že se vracíme k nekonvenční měnové politice. Trh by si to mohl vyhodnotit tím způsobem, že bude tak překvapen, až bychom byli svědky „švýcarského“ exitu s posílením o 30-40 %, pak opět vstoupili v ten den na trh a snížili to posílení na nějakých 12 %. Držíme se pravidel cílování inflace, což se odráží i v posunu pravidla tvrdého závazku blíže prognóze, která se naplňuje.

J. Rusnok: Poznává, že pro termín exitu platí podmínka nutná, jak už zmiňoval V. Tomšík, ale pak platí také další podmínky.

T. Nidetzky: Má pocit, že tvrdý a měkký závazek vnímáme uvnitř ČNB velmi citlivě. Domnívá se, že praxe ukazuje, že tím vnášíme do veřejné diskuze trochu zmatek. Není si jist, zda když vyšleme tento signál (posunutí tvrdého závazku), tak situaci zjednodušíme. Dá se to překládat množstvím způsobů – posuneme-li tvrdý závazek na první kvartál, spojí se časově s prohlášením ECB ohledně kvantitativního uvolňování. Trh tuto distinkci tak citlivě nevnímá, spíše v tom má zmatek, a my bychom ho v tomto zmatku pouze utvrdili. Nemá problém se samotným posunem, ale dnes necítí potřebu tento náboj, pravděpodobně poslední, vystřelit. Souhlasí s V. Tomšíkem, že během projednávání velké SZ budeme vědět více ohledně vývoje současných rizik a nejistot. Rozhodneme-li se, můžeme potom tento nástroj použít. Oceňuje dnešní debatu, kdy jsou na stůl předkládány různé nástroje, jejichž využití je možné zvážit. Ale i použití těchto nástrojů má nějakou sekvenci a časování. Stále nedostal odpověď SBO ohledně toho, jak nám v praxi pomůže posunutí závazku. Shodli jsme se přece na tom, že objem nakoupených eur je jako hrnec, který se naplní buď rychle, nebo pomalu, ale naplní se v každém případě.

J. Rusnok: Podotýká, že ohledně vnímání tvrdého a měkkého závazku to může být i naopak, tedy že my tuto distinkci vnímáme méně citlivě, než ji vnímá trh, jak pochopil z posledního vývoje.

P. Frydrych (zástupce ředitele SBO): Trh dominantně vnímá jen tvrdý závazek, na pravděpodobnostní nebere zřetel. Až se dostaneme do situace, že tvrdý závazek bude takzvaně odžit, tak trh obrátí pozornost k závazku pravděpodobnostnímu. V takovém okamžiku bude mít pravděpodobnostní závazek tu roli, že pokud bude dostatečně mlhavý a ne zcela ukotvený v čase, tak bude časově obtížnější spekulativní útoky nasměrovat. Nejistota bude tedy dána nejistotou pravděpodobnostního závazku. Nemyslí si, že bychom měli přinášet nějaká dodatečná překvapení; nepomohlo by to. Pokud jde o aktuální situaci, tak posunutí tvrdého závazku o jeden kvartál nám nepomůže, ale ani neuškodí. Trh momentálně neočekává nic, takže možná z tohoto pohledu pro něj bude mírné překvapení, že jsme se pustili do posunutí závazku. Je nicméně pravdou, že odsunutí závazku do budoucna by mohlo odsunout do budoucna ty pravděpodobné spekulativní tlaky. SBO souhlasí s SM, že pokud už nyní víme, že během prvního kvartálu 2017 k exitu nedojde, tak proč s tím posunutím čekat na prognózu. Jedná se tedy o dva faktory: 1) trh nic nečeká, ale i jeho mírné překvapení nemusí pro naši aktivitu znamenat nic, 2) víme již nyní, že k exitu na začátku roku nedojde, tak to pojdme potvrdit.

L. Lízal: Každá odpověď budí další otázku. Není jasné, zda je pro SBO lepší posunutí závazku, nebo jeho odžití. Jinými slovy, buď odžití proběhne tak, jak je nyní naplánované, anebo odžití posuneme dopředu v čase. Z odpovědi má pocit, že odžití je pro SBO docela důležité, proto se ptá, zda je lepší odžít závazek později nebo dříve.

P. Frydrych (zástupce ředitele SBO): Závazek každopádně jednou odžijeme. Když nyní víme, že k exitu rozhodně nedojde v prvním čtvrtletí, tak nemá problém s tím závazek posunout.

L. Lízal: Termín překlopení do pravděpodobnostního scénáře tedy není pro SBO tak důležitý.

P. Frydrych (zástupce ředitele SBO): Souhlasí.

J. Rusnok: Poznává, že dnešní rozhodování nezáleží pouze na tom, co se nejlépe hodí kolegům z SBO. Odpovědnost má bankovní rada a ta musí rozhodnout, byť samozřejmě za podpory expertů.

T. Nidetzký: Dodává, že naše komunikace by neměla směřovat jenom vůči spekulantům, ale i zbytku trhu a veřejnosti.

V. Tomšík: Věří, že pro SBO by bylo nejlepší odžít si tvrdý závazek co nejdříve a pak se pohybovat v pravděpodobnostním módu, protože devizový trh obvykle nefunguje v režimu závazků. Na druhou stranu, a to se týká naší audience, tato centrální banka vždy transparentně komunikovala svou prognózu. Kdybychom ponechali tvrdý závazek jen do začátku roku 2017, ale zároveň prognóza implikuje, že měkký závazek bude trvat minimálně do poloviny roku 2017, tak se nám rozevírají nůžky mezi těmito dvěma formulacemi. Cílování inflace je postavené na inflačním očekávání. Proto chce dát veřejnosti jasné vodítko, a to konkrétně vodítko založené na prognóze. Je přesvědčen, že nová prognóza pravděpodobný termín opuštění závazku určitě neposune zpět, ale spíše budeme diskutovat, jestli ho neposunout do třetího kvartálu 2017.

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 Jiří Rusnok, Vladimír Tomšík, Lubomír Lízal a Tomáš Nidetzký. 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 Jiří Rusnok, Vladimír Tomšík, Lubomír Lízal a Tomáš Nidetzký.

Zapsal: Tomáš Havránek, poradce bankovní rady