OMEZENÝ PŘÍSTUP po dobu 6 let

Měnověpolitické doporučení pro 5. SZ 2012

Sekce měnová a statistiky

1. Prognóza z 5. SZ 2012

Východiskem pro srpnové měnověpolitické rozhodování je ***nová makroekonomická prognóza z 5. SZ 2012***. Následující odstavce ve stručnosti shrnují počáteční podmínky, předpoklady a hlavní kontury nové prognózy.

Česká ekonomika v prvním čtvrtletí 2012 meziročně klesla o 0,7 %, když zdrojem růstu byl téměř výhradně čistý vývoz. Celková inflace ve druhém čtvrtletí 2012 dosáhla průměrné hodnoty 3,4 %, a pohybovala se tak nad horní hranicí tolerančního pásma; měnověpolitická inflace se s průměrnou hodnotou 2,2 % pohybovala mírně nad cílem ČNB. Zdrojem inflace jsou daňové změny, ceny komodit a oslabení měnového kurzu. Vývoj domácí ekonomiky cenový růst naopak tlumí.

Nová prognóza předpokládá v letošním roce výrazné zpomalení ekonomického růstu v efektivní eurozóně (na 0,7 %), opětovné oživení se očekává až v následujících dvou letech. I přes očekávané výrazné zpomalení ekonomické aktivity se výhled efektivní inflace v eurozóně v letošním roce pohybuje na úrovni 2,5 %, v příštím roce zůstává na hodnotě 2 %. Trajektorie trhem očekávaných úrokových sazeb 3M EURIBOR zohledňuje červencové uvolnění měnové politiky ECB, pro letošní rok je tak předpokládán pokles uvedených tržních úrokových sazeb na průměrnou úroveň 0,7 %. Pod touto hladinou by se následně měla trajektorie sazeb pohybovat až do konce roku 2014. Pokračující nervozita na finančních trzích posouvá výhled kurzu USD/EUR k aktuálně výrazně oslabeným hodnotám eura. U ceny ropy Brent se předpokládá postupný klesající trend, a to z nedávno snížené výchozí hodnoty.

Prognóza domácího cenového vývoje předpokládá zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod od ledna 2013, jehož souhrnný primární dopad do inflace dosáhne přibližně 0,7 procentního bodu. Souběžně dojde k opětovnému harmonizačnímu zvýšení spotřební daně u cigaret s příspěvkem do inflace zhruba 0,1 procentního bodu. Obdobná úprava spotřební daně je očekávána rovněž pro leden 2014. Prognóza předpokládá plné promítnutí uvedených změn do příslušných cen, naopak jejich druhotné dopady do inflačních očekávání a mezd jsou předpokládány nevýrazné.

Hrubý domácí produkt se v letošním roce sníží v důsledku výrazného zpomalení zahraniční poptávky a celkově utlumené domácí poptávky v podmínkách pokračující fiskální konsolidace. Růst reálné ekonomické aktivity zvolna oživí až v roce 2013, jeho tempo však bude výrazně brzděno restriktivní fiskální politikou (nová prognóza vedle výše uvedených změn nepřímých daní zapracovává vliv i všech dalších fiskálních konsolidačních opatřeních schválených nedávno v PSP ČR s platností od roku 2013). Celková inflace na přelomu letošního a příštího roku klesne k cíli ČNB, na horizontu měnové politiky se v důsledku daňových změn bude pohybovat mírně nad ním. Měnověpolitická inflace na konci letošního roku klesne pod cíl a ve spodní polovině tolerančního pásma setrvá až do konce roku 2014.

Koruna vůči euru ve druhém čtvrtletí 2012 oslabila. Aktuální zvýšená nejistota vyplývající z prohloubení dluhové krize v eurozóně ovlivňuje i krátkodobou prognózu kurzu pro třetí čtvrtletí 2012, která předpokládá průměrnou úroveň 25,5 CZK/EUR. V delším horizontu prognózovaný kurz velmi pozvolna posiluje, k čemuž přispívá opětovné oživení zahraniční poptávky a rostoucí nominální čistý vývoz.

S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb v nejbližších několika čtvrtletích a jejich růst až v roce 2014. Konkrétně pro 3Q12 prognóza očekává hodnotu 3M PRIBORu na úrovni 0,8 %, přičemž průměr za dosavadní průběh čtvrtletí činí necelých 1,1 %. Prognóza předpokládá stabilitu rozpětí 3M PRIBOR-2T repo v aktuální výši 0,55 procentního bodu do konce letošního roku, a dále pozvolný pokles na 0,45 procentního bodu. Tomu odpovídají dvě snížení dvoutýdenní repo sazby o 0,25 procentního bodu do konce roku 2012. Jedno další snížení repo sazby pak prognóza implikuje v průběhu roku 2013, což by při uvažovaném rozpětí sazeb na peněžním trhu hypoteticky znamenalo zápornou úroveň repo sazby.

Celkově jsou **rizika** nové prognózy hodnocena Sekcí měnovou a statistiky jako **vyrovnaná**. Následující dvě kapitoly shrnují hlavní argumenty vedoucí k nižším, resp. vyšším tržním úrokovým sazbám oproti nové prognóze. Kapitola 4 pak přináší další úvahy spojené s obousměrnými či nejednoznačnými riziky a nejistotami.

Protože předpověď implikuje na části horizontu prognózy (hypotetické) dosažení záporné 2T repo sazby, přináší kapitola 7 **zvláštní dodatek** popisující a aktualizující konkrétní strategii implementace nástrojů nekonvenční měnové politiky.

2. Argumenty pro nižší trajektorii úrokových sazeb oproti prognóze

Rizikem ve směru nižších sazeb oproti prognóze je přijetí **dalších fiskálních konsolidačních** opatření v roce 2014, jdoucích nad rámec těch, která již jsou zahrnuta v nové prognóze. Ta přitom předpokládá pro rok 2014 na základě dosud připravených opatření fiskální impuls ve výši -0,2 procentního bodu (do dynamiky HDP). Vládou nedávno ohlášená, ale zatím ne zcela dostatečně podrobně specifikovaná, rozpočtová opatření na rok 2014 by dále prohloubila odhadovaný restriktivní fiskální impuls na -0,5 procentního bodu. Z toho vyplývající mírně nižší ekonomická aktivita v uvedeném roce ve srovnání s prognózou by zřejmě vedla k poněkud nižší inflaci (plánovaná opatření nezahrnují změny nepřímých daní, které by měly významné primární dopady do spotřebitelských cen), čemuž by zřejmě odpovídala mírně nižší trajektorie úrokových sazeb v delším horizontu ve srovnání s novou prognózou.

3. Argumenty pro vyšší trajektorii úrokových sazeb oproti prognóze

Rizikovým faktorem působícím směrem k vyšším úrokovým sazbám oproti prognóze může být i nedávná akcelerace růstu světových **cen energetických i neenergetických (zejména potravinářských) surovin.** Důvodem rostoucích cen zemědělských komodit může být očekávaná globálně slabší úroda, k níž přispělo i období sucha v USA a v některých částech Evropy. K proinflačním rizikům ve vývoji cen ropy přispívá nadále nejistá situace na Blízkém Východě, zejména v souvislosti s hrozbami uzavření strategického Hormuzského průlivu (námořní cesta mezi Indickým oceánem a Perským zálivem) a eskalací napětí v Sýrii. Působení světových cen surovin se z hlediska jejich vlivu na domácí cenovou hladinu navíc

kombinuje s posledním oslabováním kurzu EUR/USD. K tomu dochází v podmínkách zvýšené globální averze vůči riziku pod vlivem proudu negativních zpráv z eurozóny (včetně Německa)[1], což je situace zpravidla vedoucí rovněž k oslabování kurzu CZK/EUR (viz Box 2 v 5.SZ).[2] Zvýšení světových cen komodit tak může být ve svém vlivu na domácí ceny multiplikováno vývojem obou zmíněných měnových kurzů působícím ve stejném směru.

4. Další měnověpolitické úvahy

a) Přetrvávající **nejistota ohledně zahraničního vývoje** vede k riziku, že vývoj zahraniční ekonomické aktivity v následujících čtvrtletích může být nepříznivější[3], než naznačuje červencový výhled Consensus Forecasts (CF). Zároveň je pravděpodobné, že tržní výhled úrokových sazeb 3M EURIBOR, pohybující se na velmi nízkých hodnotách na celém horizontu predikce, již toto riziko zohledňuje. Na základě toho byl zpracován citlivostní scénář nižší zahraniční poptávky, která v simulaci globálního modelu NiGEM odpovídá trajektorii sazeb 3M EURIBOR dle tržního výhledu (jež je nižší než výhled analytiků dle červencového CF). Tento citlivostní scénář implikuje výraznější útlum HDP efektivní eurozóny na celém horizontu prognózy, a to téměř o 0,5 procentního bodu ve srovnání s prognózou. Vývoj efektivní zahraniční poptávky se v citlivostním scénáři přenáší do domácí ekonomiky a negativně ovlivňuje všechny složky HDP (kromě vládní spotřeby), což má protiinflační dopady. Na pokles zahraniční poptávky reaguje v simulaci kurz CZK/EUR slabší hodnotou oproti prognóze (kurz stagnuje) s naopak proinflačním dopadem do domácích cen, který nad protiinflačním poptávkovým vlivem v provedené simulaci převáží. Ve výsledku je s citlivostním scénářem konzistentní vyšší trajektorie úrokových sazeb ve srovnání s prognózou. Trajektorie domácích úrokových sazeb implikovaná tímto scénářem je ale i tak klesající v nejbližších cca dvou čtvrtletích a vede k poklesu 2T repo sazby v aktuálním čtvrtletí.[4] Ne všechny signály z eurozóny však svědčí ve prospěch simulovaného rizika[5] a lze si představit poměrně širokou škálu možných variant budoucího zahraničního, jakož i navazujícího domácího, ekonomického vývoje.

---

[1] Ratingová agentura Moody's v pondělí 23. července snížila výhled ratingu Německa, Nizozemska a Lucemburska na negativní. Hlavním důvodem je rostoucí nejistota ohledně brzkého vyřešení dluhové krize EMU a s ní souvisejících dalších potenciálních finančních nároků na země jádra EMU. Zejména s ohledem na velikost Španělska nebo Itálie by se mohl rozsah potřebné pomoci výrazně navýšit. Navíc německé banky oslabené současnou ekonomickou situací mají podle Moody´s omezenou schopnost absorbovat další finanční ztráty spojené s relativně velkou expozicí vůči zadluženým jihoevropským zemím.

[2] Na vyostřenou situaci v eurozóně reagoval E. Nowotny prohlášením, že existují argumenty pro přidělení bankovní licence ESM. Tato reakce investory značně překvapila, jelikož jde o výraznou změnu dosavadní odmítavé rétoriky. Pokud ESM licenci dostane, měl by přístup k relativně levnému financování přímo od ECB, což by zvýšilo jeho možnosti ručení za podpůrné úvěry pro problematické země. M. Draghi důrazně prohlásil, že ECB udělá cokoliv, aby zachránila euro. Dále uvedl, že rostoucí rizikové prémie u některých státních dluhopisů narušují funkčnost transmisního mechanismu a z toho důvodu spadají do mandátu ECB. Trhy to vnímaly jako velmi silné prohlášení a předzvěst mimořádně silného opatření.

[3] Nálada mezi německými podnikateli se v červenci opět zhoršila. Ukázal to index mnichovského institutu Ifo, jehož hodnota klesla na 103,3 bodu. O měsíc dříve po revizi činila 105,2 bodu. Hodnota Ifo indexu je počítána na základě poznatků získaných z rozhovorů s představiteli více než 7000 firem z celého Německa.

[4] V této souvislosti je navíc třeba zmínit, že zformulování předpokladů a vlastní zpracování tohoto citlivostního scénáře bylo provedeno na ceteris paribus bázi, přičemž plnohodnotná simulace uvedeného rizika by v podmínkách, kdyby se jednalo o zpracování alternativního či dokonce základního scénáře prognózy, znamenala dodatečné zásahy do výhledu technologických trendů a produktivit. Není tak vyloučeno, že by v takovém případě bylo protiinflační působení domácí ekonomiky silnější než v provedeném citlivostním scénáři a implikované úrokové sazby by ležely níže.

[5] Např. spotřebitelská důvěra v Německu zůstává na začátku srpna relativně stabilní. Ukázal to index tamního výzkumného ústavu GfK, který vzrostl na 5,9 z červencových 5,8 bodu. Rostoucí obavy, že bude Německo zavlečeno hlouběji do dluhové krize v eurozóně, se tak zatím výrazněji neprojevují.

b) Vývoj **kurzu koruny vůči euru** v dosavadním průběhu července je v souladu s jeho krátkodobou prognózou na 3Q12. V situaci přetrvávající nejistoty ohledně zahraničního (viz výše) a návazně domácího vývoje je však budoucí směr jeho pohybu poměrně výraznou oboustrannou nejistotou. V ročním horizontu přitom očekávají analytici oslovení ČNB v rámci šetření IOFT kurz o více než 2 % silnější ve srovnání s prognózou ČNB. Možný odlišný vývoj kurzu prognózy popisuje standardní citlivostní scénář kurzu. Na počátku prognózy o 3 % silnější kurz vede v tomto scénáři ke zhoršení konkurenceschopnosti domácích výrobců a následnému poklesu HDP, a zároveň k poklesu dovozních cen a dočasně nižším inflačním tlakům. Odchylka kurzu pak implikuje nižší (o 0,1–0,2 procentního bodu) celkovou inflaci ve druhé polovině roku 2012 a v roce 2013, a ve stejném období je konzistentní s nižší (o 0,2–0,3 procentního bodu) trajektorií úrokových sazeb 3M PRIBOR. Naopak počáteční oslabení kurzu koruny k euru v rozsahu 3 % oproti prognóze by vedlo k analogickým implikacím pro uvedené veličiny ovšem s opačným znaménkem.

c) Na horizontu měnové politiky se prognózovaná **měnověpolitická inflace nachází pod cílem ČNB**, a to i přes pokles tržních úrokových sazeb 3M PRIBOR v příštích několika čtvrtletích (až na 0,2 % v závěru příštího roku). Je to dáno zejména poměrně vysokou mírou vyhlazování reakce měnové politiky v podmínkách mimořádně nízkých úrokových sazeb v zahraničí. Dosažení cíle ČNB by tedy vyžadovalo pružnější reakci měnové politiky, než je obvyklé. Z výše uvedeného zároveň vyplývá, že případné dodatečné vyhlazování úrokových sazeb nad rámec prognózy není možné doporučit, neboť by vedlo k ještě většímu podstřelení inflačního cíle na horizontu měnové politiky. Pokud by navíc vyšší vyhlazování trajektorie úrokových sazeb bylo aplikováno systematicky, hrozila by ztráta stabilizační funkce měnové politiky z důvodu slabého ukotvení inflačních očekávání a narušení kredibility inflačního cíle.

d) Ve směru nižších měnověpolitických sazeb oproti tomu, co implikuje prognóza, působí riziko **vyššího rozpětí sazeb 3M PRIBOR - 2T repo**. Prognóza předpokládá pozvolný pokles tohoto rozpětí ze současných zvýšených hodnot (0,55 p.b.) k hladině lehce pod 0,5 p.b. Zkušenosti z předchozího snižování 2T repo sazby přitom ukazují, že tržní úrokové sazby reagují na snížení repo sazby dočasně v menším než proporcionálním rozsahu. Bezprostředně po posledním, tj. červnovém, snížení 2T repo sazby rozpětí 3M PRIBOR - 2T repo rovněž narostlo zhruba o 0,1 procentního bodu. Na základě těchto zkušeností lze předpokládat, že s dalším snížením úrokových sazeb se prémie může krátkodobě dále zvýšit nad současnou hodnotu (0,55 procentního bodu), a odchýlit se tak od prognózou předpokládané trajektorie postupně se snižujícího rozpětí. Následná menší než proporcionální reakce tržních sazeb by implikovala nutnost silnější měnověpolitické reakce. Prostor pro případné výraznější snižování repo sazby se však rychle vyčerpává (viz též část 7 tohoto MPD).

e) Trajektorie tržních úrokových sazeb konzistentní s novou prognózou předpokládá hypotetické snížení 2T repo sazby pod nulovou hranici. Implikovaná trajektorie tržních úrokových sazeb, resp. požadované uvolnění měnové politiky, tak nejsou dosažitelné pomocí standardních nástrojů měnové politiky. Dodatek tohoto MPD (Kapitola 7) diskutuje důsledky existence **nulové hranice úrokových sazeb** pro měnovou politiku ČNB v současné situaci. Nejprve definuje (technickou) nulovou hranici, kde je hlavním (i když zřejmě ne zcela nepřekročitelným) omezením potřeba držet diskontní sazbu v kladných hodnotách, a to spíše z legislativně-právních než měnověpolitických důvodů. Dodatek dále prezentuje měnověpolitický experiment, který kvantifikuje náklady nulové hranice z hlediska odchylky inflace od cíle, a to za předpokladu nevyužití nekonvenčních nástrojů měnové politiky k dosažení požadovaného uvolnění měnové politiky. Dále jsou inventarizována možná konkrétní opatření nekonvenční měnové politiky, včetně diskuse nejnovějších zkušeností ze zahraničí a vhodnosti jejich použití ve stávajících podmínkách. Dodatek je uzavřen

doporučením ohledně možného využití nekonvenčních nástrojů a související komunikace měnové politiky.

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **červnovém zasedání** (28.6.) BR snížila limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,25 p.b. na 0,50 %. Rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno. Z *dotazníků IOFT* (15.6.) vyplývalo, že na červnovém zasedání BR ČNB osm analytiků předpokládalo snížení základních úrokových sazeb ČNB o 0,25 p.b., jeden analytik očekával jejich stabilitu. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 0,25 až 0,75 % (medián 0,50 %). Ze šetření *agentury Thomson Reuters* vyplývalo, na červnovém zasedání BR ČNB patnáct analytiků předpokládalo snížení základních úrokových sazeb ČNB o 0,25 p.b., čtyři analytici očekávali jejich stabilitu. Očekávání v delším horizontu byla nadále značně různorodá, přičemž rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 0,25 až 1,00 % (medián 0,50 %).

Na tiskové konferenci po měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB M. Singer oznámil, že pro snížení sazeb hlasovali čtyři členové bankovní rady, tři členové hlasovali pro jejich stabilitu. Guvernér připomněl, že se stávající prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb ve zbývající části letošního roku a jejich následný nárůst od druhé poloviny roku 2013. Rizika této prognózy jdou ve směru vyšší celkové inflace a nižší měnověpolitické inflace při nižším výhledu úrokových sazeb v duchu fiskálního alternativního scénáře. K protiinflačním rizikům patří pokračující fiskální konsolidace (riziko nižší měnověpolitické inflace), vývoj v zahraničí (nižší výhled úrokových sazeb a ceny ropy), slabší domácí ekonomická aktivita a domácí cenový vývoj včetně jeho nižšího krátkodobého výhledu. Proinflačním rizikem je slabší kurz koruny.

Během července se dva členové BR vyjádřili k budoucímu nastavení měnové politiky (viz Tabulka 2). Komunikace nevyznívala ve smyslu dalšího snížení základních úrokových sazeb.

Sazby na peněžním trhu se po posledním zasedání BR snížily cca o 15 až 20 b.b., sklon **výnosové křivky** sazeb PRIBOR zůstává rostoucí (viz Graf 2). Hladina sazeb FRA se snížila jen lehce, když pokles repo sazby byl v jejich kotacích započítán již před červnovým zasedáním BR. Aktuální tržní trajektorie 3M sazeb je lehce klesající, nicméně v celém horizontu se pohybuje nad trajektorií konzistentní s novou prognózou, přičemž s prodlužujícím se horizontem se odchylka zvyšuje (viz Graf 4).

Sazby IRS od posledního zasedání BR také mírně klesly. Výnosová křivka sazeb IRS je rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,4 p.b., spread 10R-1R činí 0,8 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (16.7.) vyplývá, že na srpnovém zasedání BR ČNB devět analytiků očekávalo stabilitu základních sazeb ČNB, jeden analytik očekával jejich snížení o 0,25 p.b. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybují v rozmezí 0,25 až 1,00 % (medián 0,50 %).

Ze šetření agentury Thomson Reuters vyplývá, že na srpnovém zasedání BR ČNB osmnáct analytiků předpokládá stabilitu základních úrokových sazeb ČNB, jeden analytik očekává jejich snížení o 0,25 p.b. Očekávání v delším horizontu ukazuje Tabulka 1. Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 0,25 až 1,00 % (medián 0,50 %).

Tabulka 1: Očekávání analytiků ohledně směru, rozsahu a časování příští změny úrokových sazeb dle Thomson Reuters (30.7.2012)

2012		2013				2014	
2H12		1H13		2H13		1H14	
		⇧⇧⇧		⇧		⇧⇧	
3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
⬇⬇	⬇⬇⬇		⇧⇧⇧		⇧		⇧

Vysvětlivky:

- jedná se o příští očekávanou změnu každého analytika, tzn. počet šipek se shoduje s počtem analytiků
- z důvodu přehlednosti tmavé šipky označují očekávané snížení sazeb, světlé šipky zvýšení sazeb
- šipka o velikosti ⬇⇧ odpovídá změně o 0,25 p.b., šipka o velikosti ⬇⇧ změně o 0,50 p.b. (momentálně se žádná změna v tomto rozsahu nečeká)

Analytici v rámci šetření IOFT očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 24,4 CZK/EUR, tj. o 4 % vzhledem k průměru za 3Q12 do 31.7. Analytici v rámci šetření FECF předpokládají ve stejném horizontu posílení o 1,2 % na 25,1 CZK/EUR. Prognóza očekává pro 3Q13 kurz na úrovni 25,1 CZK/EUR.

Tabulka 2: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

18.7.	K. Janáček (Dow Jones Newswires)	Through 2012, in my point of view, I see no reason to decrease the rates. We have very little space, almost no space now to cut rates further... Our steps have a psychological effect in the short run rather than a real effect. From this point of view I understand my colleagues who voted to cut rates. As a central bank you ought to show you are prepared to react in all situations to help the economy recover.
25.7.	L. Lízal (Reuters)	Pokud bude posun HDP revidován dolů, tak asi bude posun i v sazbách, ale pak je otázka posouzení inflace jakožto primárního cíle vzhledem ke kurzovému vývoji.

6. Měnověpolitické doporučení SMS

Sekce měnová a statistiky doporučuje na srpnovém měnovém zasedání bankovní rady **snížit měnověpolitické úrokové sazby (s výjimkou diskontní sazby) o 0,25 p.b.**

Diskontní sazbu doporučujeme snížit o 0,15 p.b na 0,1 %.

Komunikační doporučení:

Doporučujeme komunikovat vyrovnaná rizika nové prognózy. Vzhledem k tomu, že trajektorie 2T repo sazby konzistentní s prognózou se ve značné části horizontu prognózy hypoteticky pohybuje pod nulovou hranicí, **doporučujeme komunikovat připravenost ČNB realizovat v případě potřeby dalšího uvolnění měnových podmínek strategii implementace nástrojů nekonvenční měnové politiky** k dosažení požadovaného uvolnění těchto podmínek a ke splnění inflačního cíle (viz část 7 tohoto MPD).

V případě, že ***by se bankovní rada rozhodla nenásledovat doporučení*** *Sekce měnové a statistiky, je vhodné alespoň si neuzavírat prostor pro snížení sazeb do budoucna. Doporučujeme proto komunikovat potřebu vyčkat a přesvědčit se, že se v dalším vývoji začíná naplňovat příběh nové prognózy a identifikovaná mírná proinflační rizika se nezhmotňují. Tato komunikace se z pohledu kredibility měnové politiky ČNB a režimu cílování inflace jeví vhodnější než poukázání na (dle názoru SMS neexistující) proinflační bilanci rizik prognózy nebo obavy z (ne)funkčnosti transmise.*

7. Dodatek k nekonvenční měnové politice

Jelikož se 2T repo sazba ČNB po červnovém snížení dále přiblížila nulové hranici a nová prognóza naznačuje potřebu dalšího uvolnění, dostávají se předchozí **úvahy**[6] **ČNB o možnosti využití nekonvenčních nástrojů z teoretické roviny do roviny potenciálně brzké implementace**.

Platí nicméně, že na srpnovém měnovém zasedání doporučujeme ještě čerpat z existujícího prostoru pro provádění konvenční měnové politiky (snížit úrokové sazby - viz část 6 tohoto MPD). V samém úvodu je totiž třeba zdůraznit, že z našeho pohledu nevidíme jako vhodné přistupovat k využití některých nekonvenčních měnových nástrojů v situaci, kdy by bankovní rada nebyla přesvědčena o potřebě dalšího uvolnění měnových podmínek. Je-li přitom tato potřeba vnímána, žádoucího uvolnění měnové politiky je vhodné dosáhnout nejprve snížením sazeb, tj. standardním nástrojem s dobře zmapovanou transmisí, a pak teprve nekonvenčně (případně souběžným použitím obou typů nástrojů). Není-li naopak potřeba uvolnit měnovou politiku pociťována, pak není možno snižovat úrokové sazby, natož sáhnout po nekonvenčních nástrojích.[7]

Za účelem kvantifikace aktuálního vlivu/nákladů existence nulové hranice úrokových sazeb vznikl **měnověpolitický experiment**, který předpokládá, že se (ani kombinací snižování 2T repo sazby a poklesu rizikové prémie) nepodaří stlačit sazbu 3M PRIBOR pod hodnotu 0,5 %. Výsledkem experimentu je pokles měnověpolitické inflace v letech 2013–2014 až na 0,9 %, tedy pod dolní hranici tolerančního pásma inflačního cíle a o 0,6 p.b pod novou prognózou. Platí přitom, že konstrukce tohoto experimentu[8] odpovídá situaci, kdy by nebyla přijata žádná z níže navrhovaných opatření nekonvenční měnové politiky, avšak stále by zůstala do značné míry zachována důvěra ve schopnost měnové politiky dosahovat inflačního cíle a v souladu s tím ukotvená inflační očekávání. Zachování této nezbytné důvěry (a tedy naplnění předpokladů experimentu) by bylo možné dosáhnout kredibilní komunikací připravenosti ČNB využít níže popsaných nestandardních nástrojů v případě potřeby dalšího uvolnění měnových podmínek.

V předchozích materiálech byla za **technicky nulovou hranici sazeb** považována situace, kdy bude repo sazba snížena na 0,25 %, diskontní sazba na 0,1 % a lombardní sazba na 1,25 %. Hlavním důvodem byl výskyt násobků diskontní sazby v právních předpisech. Přestože tento důvod v poněkud zeslabené formě přetrvává[9], dovedeme si nyní představit i

[6] V červnu 2009 projednaný materiál Nekonvenční nástroje měnové politiky, v září 2009 jeho Dodatek, řadící nekonvenční nástroje dle preferencí SMS, a v prosinci 2011 samostatná kapitola Měnověpolitického doporučení, aktualizující tyto materiály o poslední vývoj.

[7] V dřívějších materiálech bylo ještě jako součást standardní měnové politiky zvažováno rozšíření spektra přijatelného kolaterálu o některé další finanční instrumenty s dostatečně velkým trhem, např. o hypoteční zástavní listy (HZL), s možným efektem rozšíření počtu bank s přístupem k dodávacím operacím. Případný přínos tohoto kroku v aktuální situaci nepovažujeme za výrazný s ohledem na dobrou situaci bankovního sektoru a velmi nízký zájem o existující dodávací refinanční operace. Na druhou stranu v tomto kroku nespatřujeme ani velká rizika a ČNB by tím vyšla vstříc ČBA, která sama v červenci požádala o doplnění HZL do seznamu přijatelného kolaterálu.

[8] Šok do úrokových sazeb je z 25 % simulován jako očekávaný a ze 75 % jako neočekávaný.

[9] V materiálu Diskontní sazba v právních předpisech bylo v listopadu 2009 identifikováno 11 zákonů, kde se vyskytovala diskontní sazba. ČNB proto v prosinci 2009 podnikla iniciativu (dopis tehdejšího guvernéra Z. Tůmy předsedovi legislativní rady vlády) s cílem přimět vládu k odstranění tohoto problému. Aktuálně nicméně ze zmíněných 11 zákonů 7 nadále obsahuje diskontní sazbu, a to přesto, že byly od té doby novelizovány či změněny na jiný zákon.

situaci, kdy bude diskontní sazba po vzoru ECB snížena na nulu a 2T repo sazba bude rovněž na nule resp. jen lehce nad ní.

V případě shody bankovní rady na potřebě dalšího uvolnění měnové politiky by v této situaci bylo nutné přikročit k některému z nekonvenčních nástrojů. Z pohledu udržení kredibility měnové politiky ČNB by přitom bylo vhodné již při snížení sazby na (technicky) nulovou hranici **veřejně deklarovat, jaký(é) nástroj(e) ČNB použije v případě potřeby dalšího uvolnění**. Zároveň je nutné již předtím, než ČNB začne nestandardní nástroje používat, mít promyšleno fungování prognostického rámce pracujícího s tímto nástrojem a jeho komunikaci (viz níže).

Z tohoto důvodu v dodatku MPD přinášíme návrh SMS, jak konkrétně postupovat v **komunikaci prognózy a provádění měnové politiky v situaci (technicky) nulové úrokové sazby**. Tomuto návrhu předchází opětovné zhodnocení výhod a nevýhod jednotlivých nekonvenčních nástrojů ve světle nových informací a aktuální ekonomické situace.

Revize výhod a nevýhod jednotlivých nástrojů

Argumenty pro a proti zavedení konkrétních opatření nekonvenční měnové politiky se v čase vyvíjejí s tím, jak přibývají zkušenosti ostatních zemí s užitím těchto nástrojů. Zároveň výhody a nevýhody daného nástroje se odvíjejí i od konkrétních makroekonomických podmínek, za kterých by byl zaváděn. Následující text proto na pozadí nových informací a aktuální ekonomické situace **mírně posunuje předchozí úvahy** o výhodách a nevýhodách konkrétních opatření, jak byly popsány v dokumentu „Nekonvenční nástroje měnové politiky" a v jeho Dodatku z 9. září 2009. Argumenty obsažené ve zmíněných textech zde obecně neopakujeme, vyjadřujeme se zejména k novým skutečnostem ve světle současného stavu ekonomiky, a to pouze k prvním čtyřem původně zvažovaným opatřením.

Zásadní skutečností přitom je, že **český finanční sektor zůstává zdravý a plně funkční, stejně jako je i nadále funkční transmise měnové politiky**, a není tak třeba bojovat proti jejím poruchám, proti krizi důvěry v odolnost finančního systému, systémovým problémům bank, deleveragingu atd. Z tohoto hlediska také vnímáme jako méně podstatný objemový efekt případných nekonvenčních opatření, oproti tomu vyzdvihujeme jejich efekt skrze snížení úroků na delším konci výnosové křivky, případně zvýšení cen či inflačních očekávání.

Použití nekonvenčních nástrojů je spojeno s mnoha riziky a každý z nástrojů má své specifické výhody a nevýhody. Při jejich posuzování je vhodné využít **zahraniční zkušenosti**, jakkoliv tato zkušenost může odrážet odlišná ekonomická, právní a historická specifika. Poslední vývoj v zahraničí od konce loňského roku shrnuje následující box.

Box: Zahraniční zkušenost s nekonvenčními nástroji

Z pohledu malé otevřené ekonomiky je zajímavá zejména **zkušenost Švýcarska s prováděním devizových intervencí**. V reakci na prohloubení evropské dluhové krize Swiss National Bank (SNB) čelí od května silným tlakům na apreciaci franku pod úroveň 1,20 CHF/EUR, kterou se zavázala držet. SNB nezveřejňuje výši svých intervencí, z publikovaných rozvah lze však odvodit, že v květnu i v červnu prodala cca 60 mld. CHF. Podmíněná prognóza SNB předpokládající oslabování franku očekává inflaci v blízkosti nuly v následujících dvou letech. Narůstající expozice vůči euru (koncem června celková držba zahraniční měny činila 304 mld. EUR) zvyšuje potenciální ztráty SNB při neudržení stanovené úrovně franku. Objevují se tak úvahy o možném zavedení omezení na pohyb

kapitálu, záporných úrokových sazeb či speciální daně na vklady nerezidentů (se kterými však Švýcarsko mělo v 70. letech negativní zkušenost - viz analýza J.P.Morgan).

Spojené státy, eurozóna a Velká Británie v posledních letech pokračovaly v kvantitativním uvolňování. Fed v červnu oznámil rozšíření operace Twist o 267 mld. USD (původní objem 400 mld. USD) a i nadále se spekuluje o QE3. ECB v říjnu loňského roku rozšířila program nákupu krytých dluhopisů o 40 mld. EUR a ve dvou operacích v prosinci a březnu dodala tříletou likviditu v objemu převyšujícím 1 bilion EUR, uvolnila požadavky na kolaterál, snížila PMR ze 2 % na 1 %, snížila základní úrokovou sazbu na 0,75 % a diskontní sazbu na 0 %. BoE v říjnu 2011 a únoru 2012 navýšila objem nákupů dluhových cenných papírů o 75 a 50 mld. GBP. Při původním objemu 200 mld. GBP tak objem nákupů celkově dosáhl již 325 mld. GBP. V červenci 2012 BoE zavedla nový nástroj *Government and Bank of England Funding for Lending Scheme* (FLS). Je to program výměny krátkodobých cenných papírů (UK T-bills) za střednědobé úvěry (4 roky). Konkrétně BoE bude bankám a stavebním spořitelnám půjčovat UK T-bills, a to na 4 roky a za diferencovaný poplatek (v % z objemu). Banky budou proti těmto pokladničním poukázkám poskytovat protihodnotu (kolaterál), která bude mít formu úvěrů domácnostem a nefinančním podnikům a jiných aktiv. Po uplynutí 4 let dojde ke zpětné výměně. Úvěrové riziko zůstává na bance, která úvěr poskytla.

Začíná přibývat **ekonomické literatury**, která hodnotí dopady kvantitativního uvolňování (QE). Tato literatura převážně hodnotí efekty zavedení QE na úrokové sazby, případně též makroekonomické efekty nižších úrokových sazeb. Gagnon, Raskin, Remache a Sack (2010) hodnotí LSAP Fedu jako úspěšný a vedoucí ke snížení dlouhodobých zápůjčních sazeb a ve svém důsledku podporující ekonomický růst. Bridges a Thomas (2012) analyzují britskou zkušenost a docházejí k závěru, že nárůst nabídky peněz má pozitivní dopad na HDP a inflaci skrze nižší úrokové sazby a vyšší ceny aktiv. Kapetanios, Mumtaz, Stevens a Theodoridis (2012) kvantifikují maximální dopad QE na 1,5 % HDP a 1,25 p.b. do inflace.

Nové informace a poznatky posunující výhody a nevýhody nekonvenčních nástrojů:

a. Veřejně deklarovaný závazek ČNB držet úrokové sazby na (technicky) nulové hranici po delší dobu nebo do doby odeznění rizik výrazného podstřelování inflačního cíle

- Nejméně nákladné opatření z hlediska hospodaření ČNB, kredibility měnověpolitického režimu a proveditelnosti.
- Zároveň ale očekáváme nízký efekt, jelikož ČNB pravidelně publikuje výhled úrokových sazeb konzistentní s prognózou, pro veřejnost by tak podmíněný závazek nízkých sazeb neznamenal zásadní novou informaci (na rozdíl od méně transparentních centrálních bank, kde takový závazek může být informativní – např. zkušenost Fedu).
- Znovu akcentujeme nutnost koordinované komunikace, pro větší efektivitu by bylo žádoucí minimalizovat vymezování se členů BR proti prognóze a s ní konzistentní trajektorii úrokových sazeb. Tím by zvýšila váha informace obsažené standardně v trajektorii úrokových sazeb.
- Vhodné doplnit příslibem dalších nekonvenčních nástrojů, pokud by nenastal obrat ve vývoji (např. pokles dlouhodobějších úrokových sazeb či nárůst inflačních očekávání).

b. Intervence na devizových trzích za účelem oslabení měnového kurzu

- Pokud budou úspěšné, pak přímý efekt na dovozní ceny a inflaci, nepřímý přes konkurenceschopnost vývozu, jedná se potenciálně o nejúčinnější nástroj uvolnění měnových podmínek a zvýšení (očekávané) inflace.
- Jedna z v dřívějších materiálech popsaných podmínek pro devizové intervence (intervence by měla mířit směrem k rovnovážné hranici kurzu) nemusí být v případě pokračující depreciace splněna. Kurz doposud svým oslabením plní roli tržního

stabilizačního mechanismu a snaha posouvat ho ještě dále devizovými intervencemi nemusí být kredibilní. Rozptyl našich odhadů rovnovážného kurzu pro 4. čtvrtletí 2012 činí 25,30-25,70 CZK/EUR.

- Pouze krátkodobý efekt dle dostupných studií o devizových intervencích v ČR, na druhou stranu od posledních zkušeností s intervencemi uplynulo 10 let a situace může být jiná.
- Velmi obtížný exit (viz minulé zkušenosti Izraele a Švýcarska)
- Může být mezinárodně vnímáno jako „competitive devaluation" (obzvláště pak v situaci, kdy by byl kurz slabší oproti odhadované rovnováze).
- Švýcarská zkušenost v tomto ohledu příliš nepomůže, neboť její intervence byly komunikovány jako reakce na přílišnou apreciaci a kurz je de facto fixován.
- Dopady do hospodaření ČNB v důsledku případných budoucích ztrát z nakoupených rezerv.
- Otázka kredibility případné hájené úrovně kurzu v situaci, kdy ČNB má záporné jmění, hrozba spekulačních aktivit a testování intervenční síly resp. odhodlanosti.

c. Nákup státních dluhopisů za účelem snížení dlouhodobých úrokových sazeb

- V našem případě odlišná motivace od ECB, Fedu, BoE aj., kde dominuje objemový efekt (QE). Cílem ČNB by bylo snížení dlouhodobých úrokových sazeb ve chvíli, kdy krátkodobé sazby dosáhnou (technicky) nulové hranice.
- Zahraniční zkušenost ukazuje na účinnost nákupů, pokud k nim dojde v dostatečném objemu.
- Legislativní a formální překážky na evropské úrovni se ukázaly být měkčí (precedens nákupů ECB v rámci SMP), i v domácí legislativě došlo k uvolnění (za zákona o ČNB vypadl limit na maximálně roční držby nakoupených státních dluhopisů). Lze v případných diskusích s kritiky tohoto postupu ČNB argumentovat např. po vzoru ECB snahou o zefektivnění transmise měnové politiky (i když tato argumentace bude po nedávném poklesu výnosů státních dluhopisů, ukazujícím na funkčnost transmise, zřejmě málo věrohodná). Alternativně se lze odkazovat na analogii s nákupy Bank of England.
- Umělé snížení nákladů financování státního dluhu může vést k tendenci vlády zadlužovat se (morální hazard), ale v současné politické situaci vnímáme toto riziko jako relativně mírné.

d. Nákup soukromých dluhopisů (hypoteční zástavní listy, HZL) s cílem snížení dlouhodobých úrokových sazeb

- Platí stejné úvahy jako u státních dluhopisů, s tím rozdílem že:
- Tyto trhy jsou oproti trhu státních dluhopisů nadále dosti mělké.
- Efekt snížení dlouhodobých úrokových sazeb se projeví nejprve skrze realitní trh, potenciální oživení ekonomiky přes rozhýbání realitního trhu.
- Příliš nízké dlouhodobé úrokové sazby mohou vést k neadekvátně vysoké poptávce a cenovému růstu na realitním trhu a nárůstu zadlužení domácností úvěry na bydlení. Aktuálně riziko takovéhoto vývoje neidentifikujeme, na druhou stranu není důvod cíleně mířit na trh s bydlením, kde pokračuje mírný růst úvěrů a dle šetření úvěrových podmínek banky v posledním čtvrtletí lehce uvolnily úvěrové standardy u hypoték.

Shrneme-li, nové informace a aktuální ekonomický vývoj o něco zvyšují nevýhody provádění nekonvenční měnové politiky v podobě kurzových intervencí oproti dosavadnímu hodnocení a naopak mírně snižují nevýhody nákupů státních dluhopisů.

Vzhledem k tomu jsou **preference SMS ohledně využití těchto nástrojů sice stále nakloněny ve prospěch případných kurzových intervencí oproti nákupům vládních dluhopisů, ovšem poněkud méně jednoznačně, než tomu bylo donedávna**. **Zřejmě nejlepším řešením by bylo vhodně kombinovat případné použití obou těchto nástrojů, a to dle aktuálních podmínek na trzích a v reálné ekonomice.**

Doporučení jednotlivých kroků a jejich komunikace

V souladu s našimi předchozími doporučeními navrhujeme po vyčerpání prostoru pro konvenční měnovou politiku (tj. po dosažení nulové hranice úrokových sazeb) a v případě identifikované potřeby dalšího uvolnění měnové politiky následující sled kroků:

1) Jako první krok **deklarovat závazek ČNB držet úrokové sazby na (technicky) nulové úrovni po delší dobu** (např. jednoho a půl roku) nebo do odeznění rizika výrazného podstřelení inflačního cíle. Aktuálně a v praktické rovině by tento závazek mohl mít podobu pokud možno jednomyslné a přesvědčivé komunikace členů BR ohledně ponechání úrokových sazeb na (technicky) nulové úrovni až do roku 2014.

2) Zároveň lze již v tento okamžik **deklarovat připravenost ČNB použít** některý z "tvrdších" **nekonvenčních nástrojů** měnové politiky dle existující strategie jejich implementace.[10]

3) V souvislosti s tím by bylo vhodné **se již ve stejnou dobu interně rozhodnout o přechodu do módu nekonvenční měnové politiky s vymezenou sadou "tvrdších" nekonvenčních nástrojů**, jimiž budou zřejmě **buď devizové intervence a/nebo nákup státních dluhopisů**. Z hlediska SMS je v současnosti bilance výhod a nevýhod těchto nástrojů stále spíše nakloněna ve prospěch devizových intervencí (viz předchozí část). Lze přitom zvažovat i **jejich kombinaci** v závislosti na aktuální ekonomické situaci (vývoji kurzu, dlouhodobých úrokových sazeb).

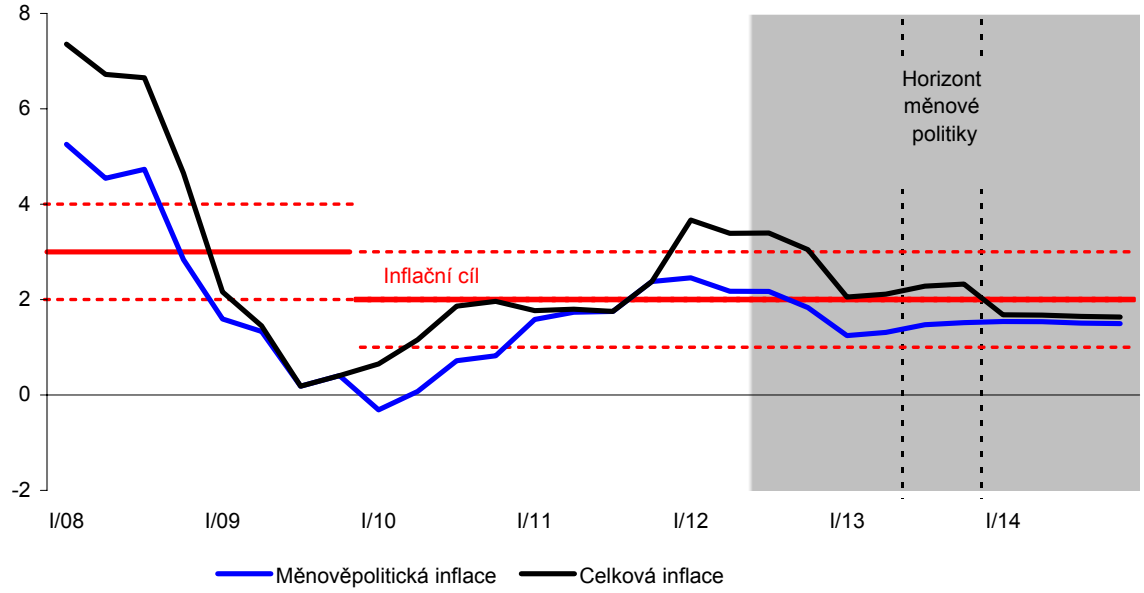
4) V režimu nekonvenční měnové politiky navrhujeme co nejvíce **vycházet z vyzkoušeného rámce konvenční měnové politiky**. V současnosti ČNB komunikuje svoji prognózu úrokových sazeb v podobě tržních úrokových sazeb 3M PRIBOR, které se oproti repo sazbě nacházejí o cca 0,5 p.b. výše. Vějířový graf je již nyní zobrazován pouze v oblasti nad nulovou úrokovou sazbou. Při přechodu na nekonvenční nástroje měnové politiky navrhujeme zachovat prognostický aparát ve stávající podobě a **nadále používat tržní úrokové sazby jako ukazatel nastavení měnové politiky konzistentní s prognózou**. Narozdíl od současné praxe by však trajektorie sazeb byla komunikována (graficky i verbálně) **i v záporných hodnotách**. Posun pod technickou nulu (která v případě 3M PRIBORu leží na předpokládané úrovni jejího rozpětí vůči repo sazbě) by přitom indikoval potřebu a současně „úrokový ekvivalent“ požadovaných nekonvenčních opatření. Náklady nepoužití těchto opatření lze ilustrovat měnověpolitickým experimentem se sazbami fixovanými na technické nule. K nalezení **požadovaného nastavení nekonvenčního nástroje** pak lze využít simulace

[10] Vedle toho lze zvážit a případně realizovat snížení sazby PMR na úroveň ECB, tj. na 1 %. Samotný krok by v situaci nadbytku likvidity neměl efekt na chování bank, mohl by však posílit signalizační efekt zavedení nekonvenční politiky ČNB. Zároveň by došlo k opětovné harmonizaci sazeb PMR s eurozónou. Bylo by však nutné zvážit některé aspekty tohoto kroku, jako jsou např. implikace pro hladkost mezibankovního platebního styku (PMR jsou součástí účtů bank v systému CERTIS, který slouží pro bezhotovostní platební styk mezi bankami prováděný ČNB).

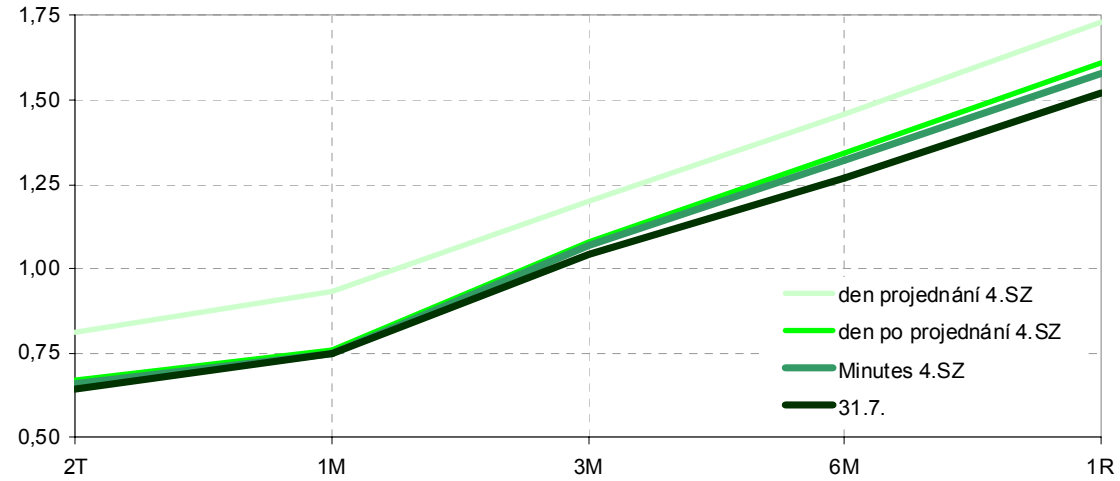
s šoky do úrovně kurzu koruny nebo(a) s expertním zohledněním efektů snížení dlouhodobých úrokových sazeb.

Předpokládáme, že **volba způsobu realizace dosažení požadované úrovně kurzu** (devizových intervencí) **a/nebo dlouhodobých úrokových sazeb** (intervencí na trzích vládních dluhopisů) by byla **v kompetenci bankovní rady** na základě připraveného podkladového dokumentu (prováděcího manuálu) zpracovaného ve spolupráci Sekce bankovních obchodů, Sekce měnové a statistiky a event. dalších odborných útvarů ČNB.

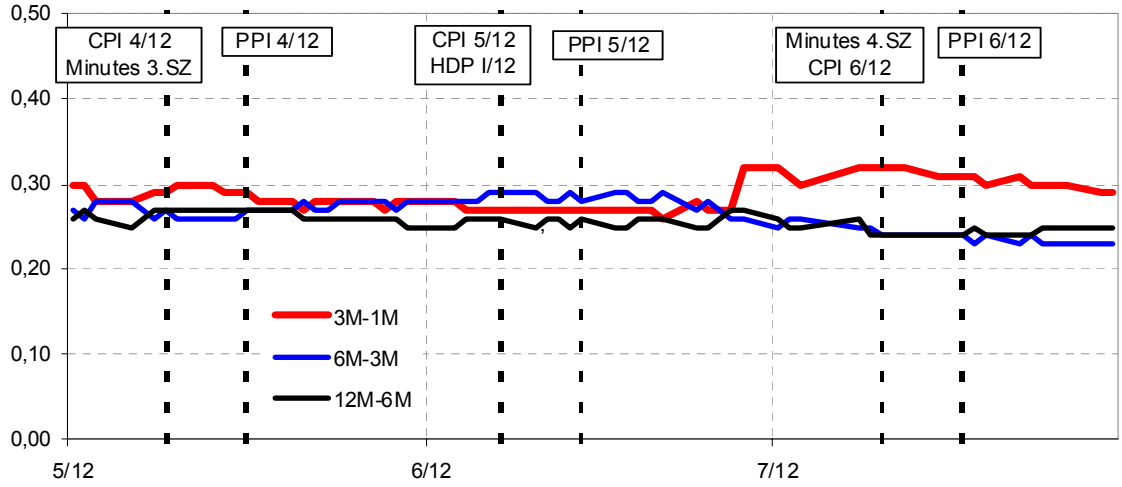
Graf 1: Prognóza inflace z 5. SZ 2012 a cíl ČNB



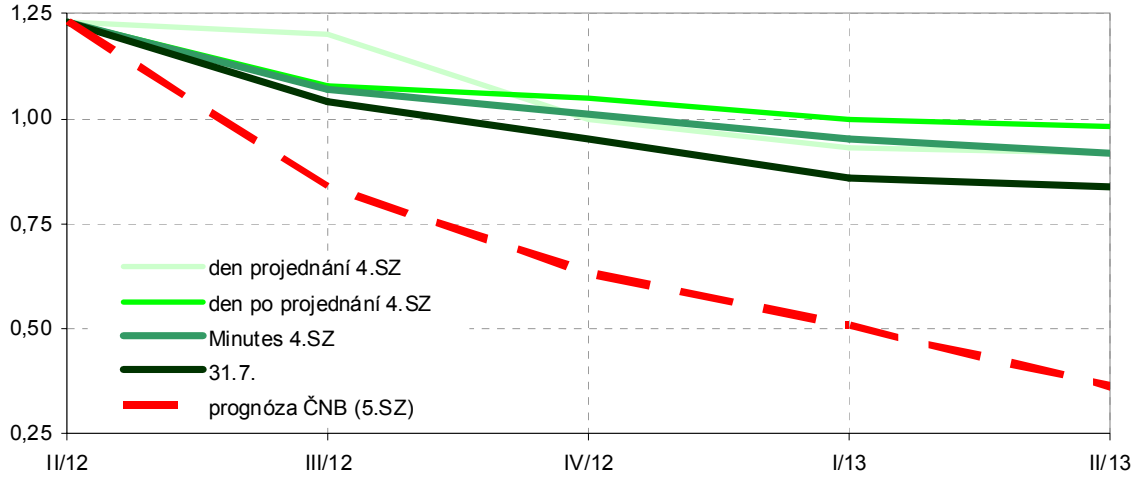
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



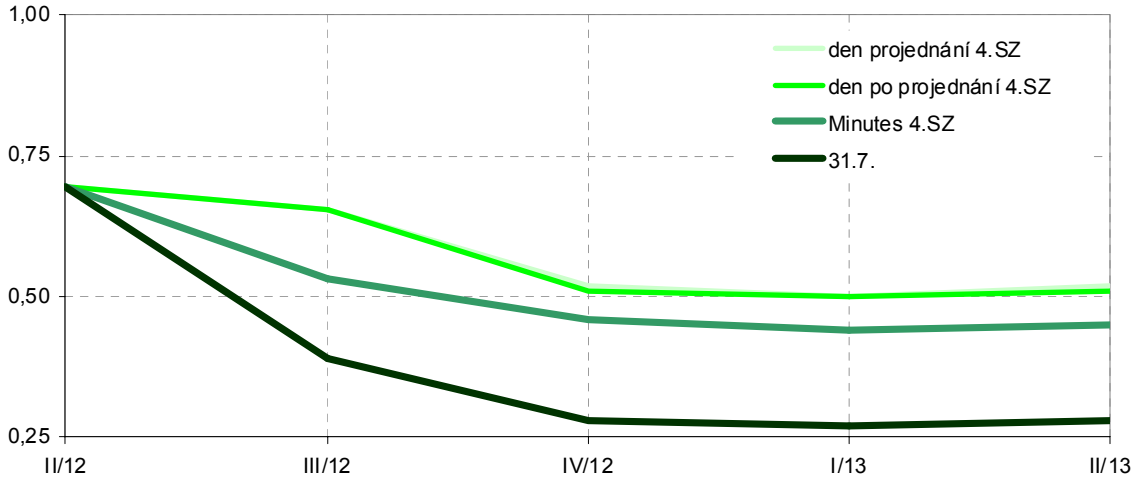
Graf 3: Úroková rozpětí – PRIBOR



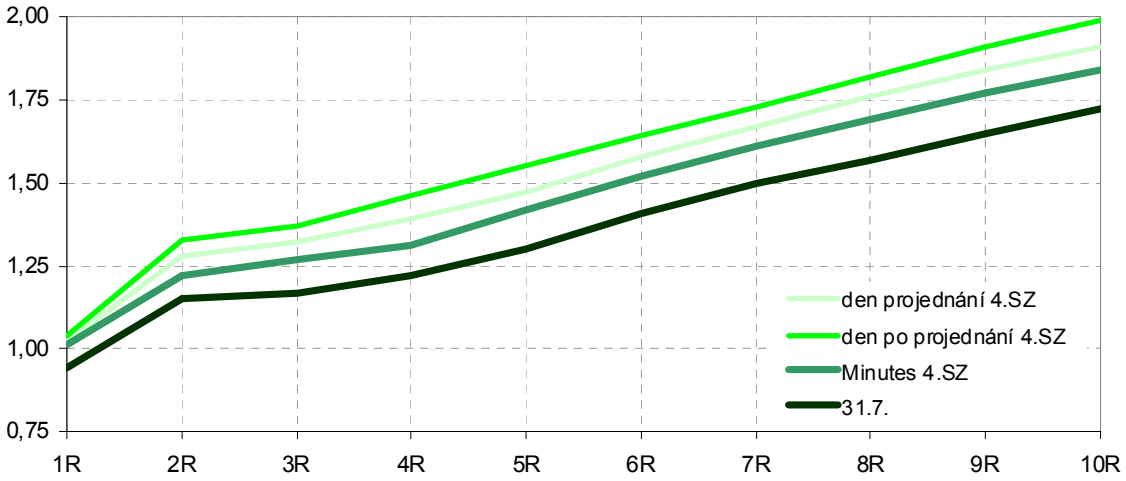
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



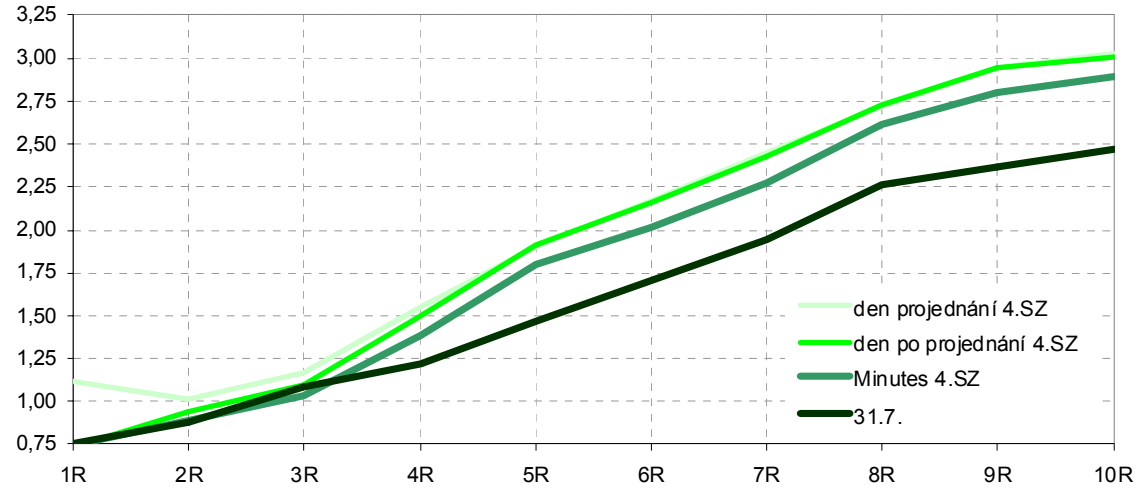
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



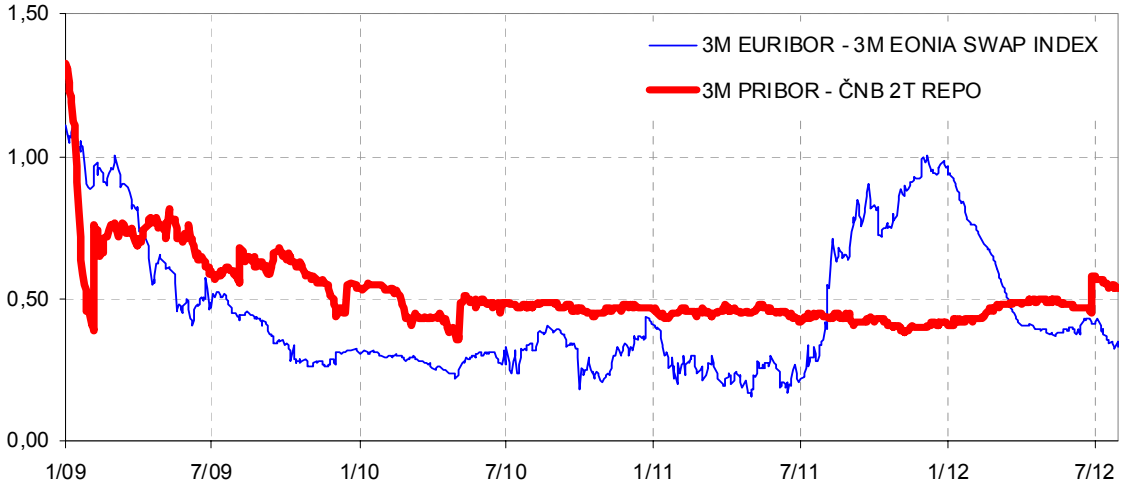
Graf 6: IRS CZK



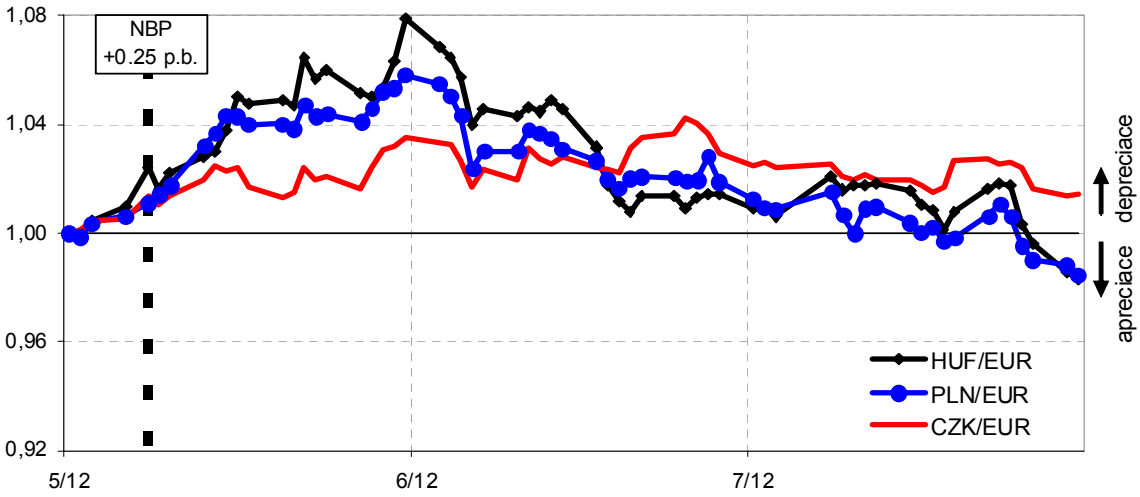
Graf 7: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



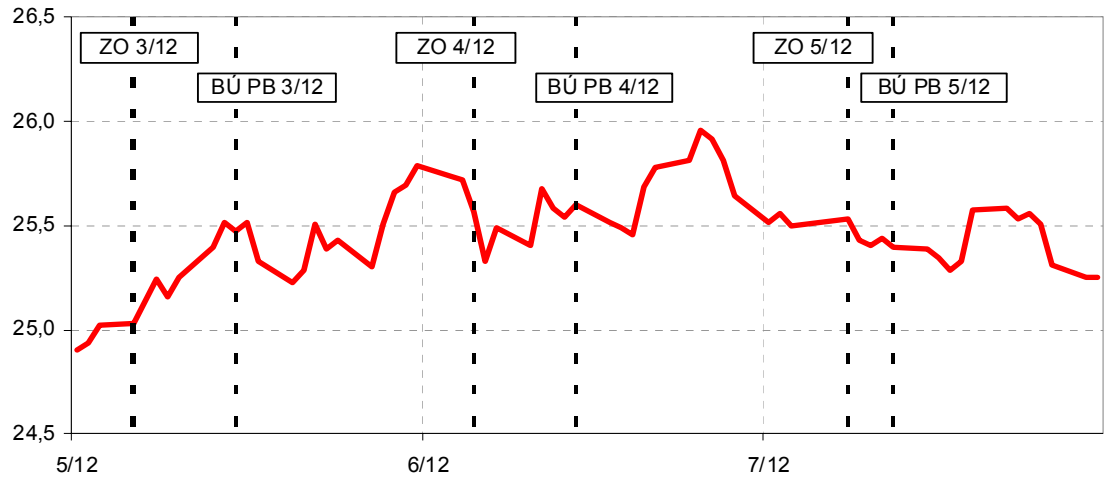
Graf 8: Úroková rozpětí v ČR a eurozóně



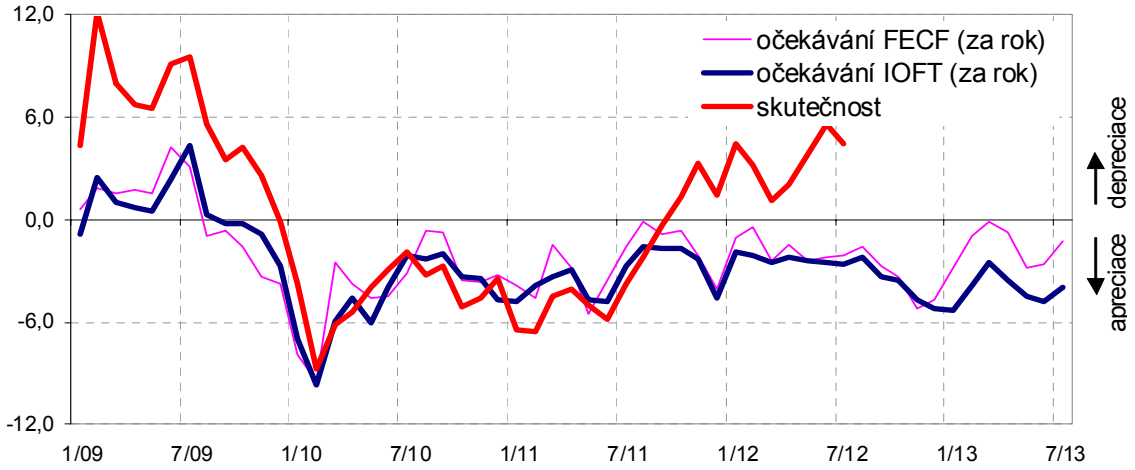
Graf 9: Kurzy středoevropských měn (1.5. = 1,0)



Graf 10: Kurz CZK/EUR

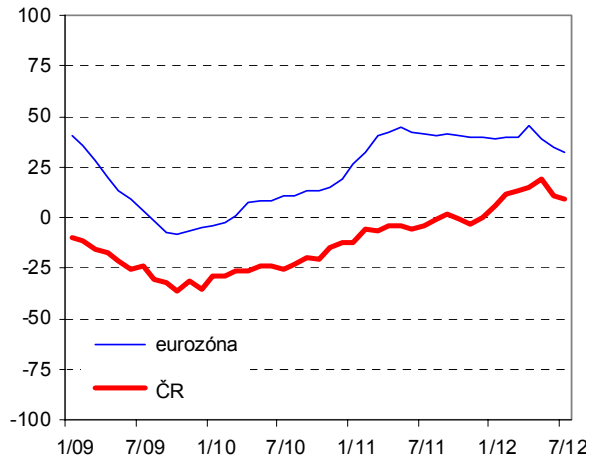


Graf 11: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

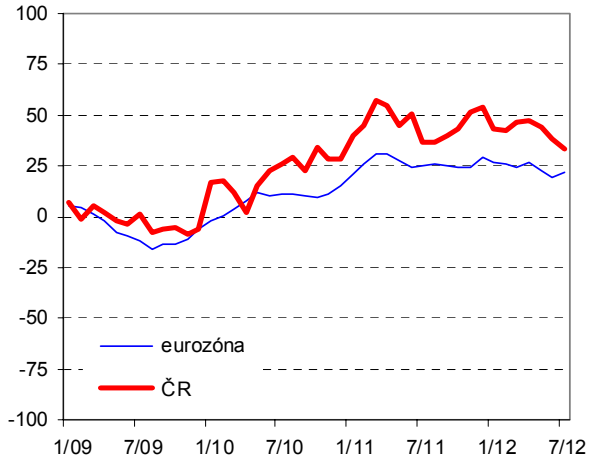


Graf 12: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

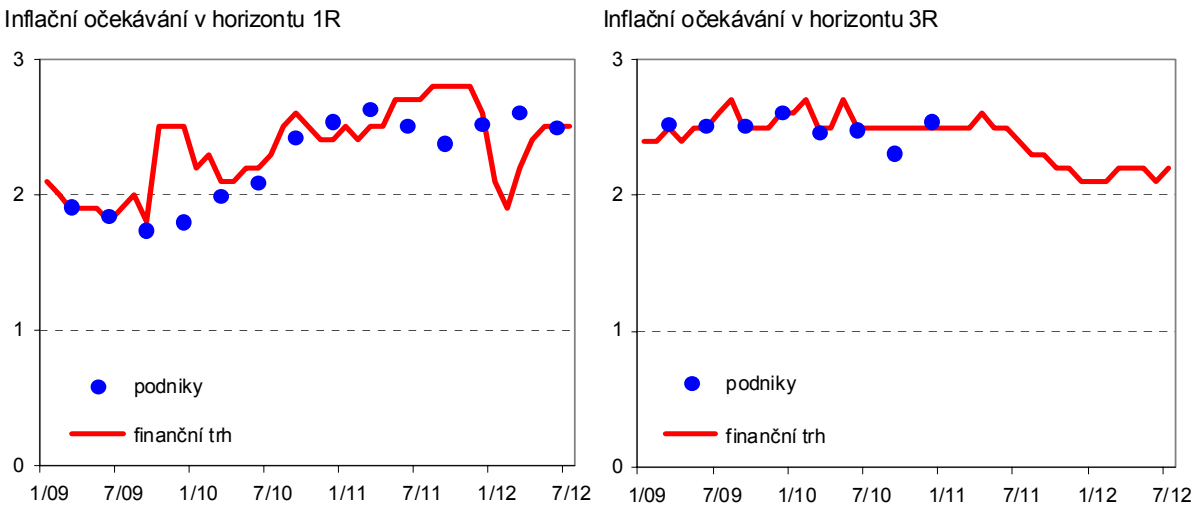
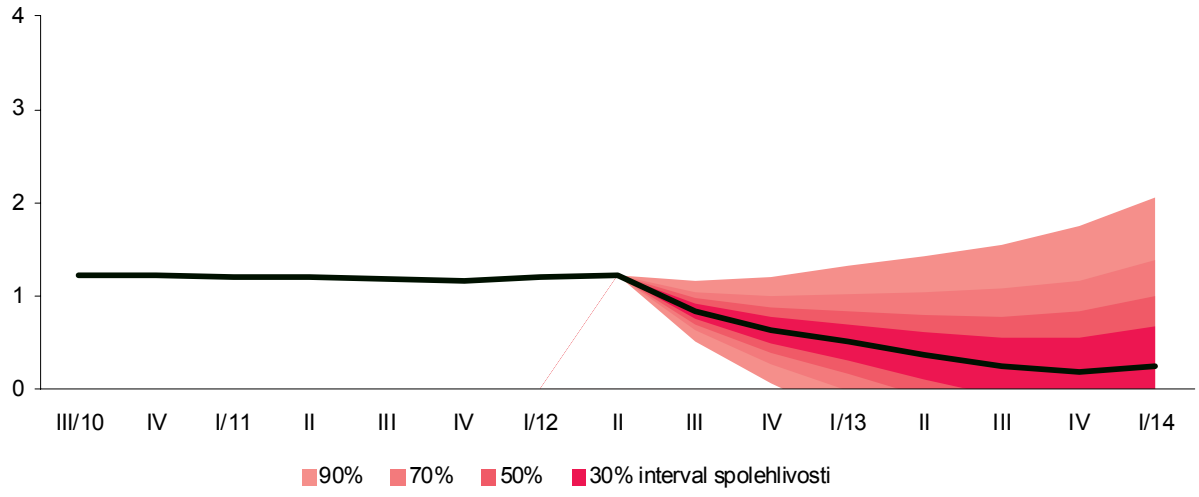
Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců



Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících



Graf 13: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %



Graf 14: Vějířový graf prognózy úrokových sazeb (3M PRIBOR v %)