

Měnověpolitické doporučení pro 7. SZ 2009

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář prognózy ze 7. SZ 2009

Východiskem pro listopadové měnověpolitické rozhodování je nová *makroekonomická prognóza ze 7. SZ 2009*. Následující odstavce ve stručnosti shrnují počáteční podmínky, předpoklady a vyznění této prognózy.

Domácí ekonomika se v současnosti nachází poblíž dna hospodářského poklesu, resp. zřejmě mírně za ním. Aktuální tlaky plynoucí z domácí ekonomiky jsou nadále protiinflační, avšak slábnou v důsledku pozorovaného vývoje nominálních mezd a spotřeby, jejichž zpomalení zaostává za poklesem reálné ekonomické aktivity. Protiinflačně však začal působit vývoj dovozních cen. Marže výrobců jsou celkově stlačeny pod svou dlouhodobou úroveň, což vytváří prostor pro růst cen v budoucnu při oživení ekonomické aktivity.

Prognóza pracuje s předpokladem poklesu ekonomické aktivity v efektivní eurozóně v letošním roce o 4,4 %, v letech 2010 a 2011 je pak očekáván růst ve výši 1,1 % a 1,7 %. Předpoklad růstu spotřebitelských cen v efektivní eurozóně je pro letošní rok na úrovni 0,7 %, v letech 2010 a 2011 je očekáváno postupné zrychlování růstu spotřebitelských cen až k hodnotám, které ECB považuje za cenovou stabilitu. Ceny výrobců v efektivní eurozóně budou letošní rok klesat tempem 4,0 %, v letech 2010 i 2011 je očekáván jejich slabý růst. Průměrné tříměsíční sazby EURIBOR¹ jsou dle prognózy očekávány v letošním roce na úrovni 1,2 %, v letech 2010 a 2011 pak na 1,5 %, resp. 2,7 %.

Na základě nové prognózy poklesne domácí ekonomická aktivita v roce 2009 v průměru o 4,4 %. Za poklesem stojí zejména dosavadní negativní vývoj zahraničního obchodu a propad hrubé tvorby kapitálu. V roce 2010 prognóza očekává slabý hospodářský růst o 1,4 %. Ten ale bude do značné míry dán oživením ekonomiky na přelomu let 2009 a 2010 a v dalším průběhu roku 2010 bude růst HDP opět zvolňovat. To bude dáno opětovným zpomalením růstu v eurozóně a odezněním pozitivního vlivu některých protikrizových opatření v zahraničí (tzv. šrotovného) i v ČR (včetně efektu balíčku fiskálních konsolidačních opatření, které v příštím roce více než převáží prorůstový efekt předchozích protikrizových opatření). Z komponent agregátní poptávky bude zpomalování růstu HDP v průběhu roku 2010 taženo především poklesem spotřeby domácností nejvíce dotčené domácí fiskální restrikcí. V roce 2011 se výraznější oživení zahraniční poptávky promítne ve více než 2% zvýšení českého HDP. Na trhu práce je útlum domácí ekonomiky s obvyklým zpožděním doprovázen propadem zaměstnanosti a nárůstem míry nezaměstnanosti, která dosáhne vrcholu na přelomu let 2010 a 2011.

Dle nové prognózy by se měla celková domácí inflace ve 4Q09 a v 1Q10 pohybovat na hodnotách blízkých nule, tj. pod dolním okrajem tolerančního pásma klesajícího inflačního cíle². Od 2Q10 začne inflace narůstat a na horizontu měnové politiky (zhruba 4Q10 až 1Q11) se bude nacházet mírně nad 2% inflačním cílem platným od počátku roku 2010.

¹ Výhled tříměsíčních sazeb EURIBOR je v prognóze odvozen z výhledu sazeb 3M EONIA Index Swap na základě expertního předpokladu o klesající kreditní prémii k nízké hodnotě v roce 2010.

² Snižující se cíl je součástí předpokladů prognózy počínaje 4. SZ 2007, přičemž oficiálně je komunikován cíl ve výši 3 % platný až do konce roku 2009.

Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se bude od 1Q10 nacházet pod celkovou inflací (přechodně klesne až do mírně záporných hodnot) a na horizontu měnové politiky se bude zespona přibližovat k cíli ČNB³.

S novou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní **pokles tržních úrokových sazeb** v letošním roce a jejich postupný nárůst v průběhu roku 2010. Ve 4Q09 by měla úroveň 3M PRIBORu podle základního scénáře dosáhnout 1,1 %, při průměru za dosavadní průběh čtvrtletí 1,9 % a aktuální hodnotě na úrovni 1,8 % (k 3.11.). Průměrnou hodnotu rozpětí mezi sazbami 3M PRIBOR a 2T repo předpokládá základní scénář pro 4Q09 ve výši 0,5 p.b. Průměr tohoto rozpětí za dosavadní průběh čtvrtletí činí 0,6 p.b. (ke dni 3.11., aktuální hodnota ke stejnému dni je pak rovněž 0,6 p.b.). Výše uvedenému v prognóze odpovídá pro 4Q09 průměrná hodnota 2T repo sazby na úrovni 0,6 %. Pro 1Q10 prognóza předpovídá 3M PRIBOR ve výši 1,2 % a 2T repo 0,8 %. **Volněji lze trajektorii sazeb** (3M PRIBOR i 2T repo) pro nejbližší období **interpretovat** tak, že prognóza identifikuje potřebu výrazného poklesu jejich úrovně v závěru letošního a na počátku příštího roku. Přitom pro měnověpolitické sazby z toho vyplývá v uvedeném období potřeba jejich snížení až pod hladinu 1 %. I tato volnější interpretace tak implikuje, že diskuse v tomto měnověpolitickém doporučení je pouze o rozsahu snížení sazeb, a ne o tom, zda sazby snižovat či nikoliv.

Situační zpráva hodnotí z hlediska měnověpolitické inflace **rizika základního scénáře** stávající prognózy jako mírně proinflační s ohledem na aktuální vývoj měnového kurzu. Následující kapitoly shrnují hlavní argumenty vedoucí k nižším, resp. vyšším úrokovým sazbám, než jsou sazby konzistentní se základním scénářem nové prognózy, resp. jeho volnou interpretací (viz výše).

2. Argumenty pro nižší trajektorii úrokových sazeb oproti základnímu scénáři prognózy

Rizikem působícím v protiinflačním směru se jeví možnost, že zvyšování marží výrobců a prodejců směrem k jejich dlouhodobým úrovním bude řešeno cestou vyšších tlaků na pokles nominálních nákladů spíše než nárůstem cen produkce. Toto riziko bylo při přípravě prognózy popsáno zpracovaným citlivostním scénářem vývoje nominálních mezd, který kvantifikuje dopady případného nižšího tempa růstu **nominálních mezd** na prognóze. Očekávané snížení tempa růstu mezd na prognóze vede k nižším implikovaným tržním úrokovým sazbám po celé délce implikované trajektorie při mírně depreciovanějším měnovém kurzu. Meziroční inflace je v důsledku protisměrně působícího protiinflačního působení nižších mezd a proinflačního působení kurzu přibližně stejná jako v základním scénáři. Pokles dynamiky nominálních mezd je doprovázen mírně vyšším meziročním růstem HDP, za nímž stojí nižší reálné úrokové sazby a lepší čistý vývoz z titulu slabšího kurzu. Dosavadní vývoj mezd v průmyslu a stavebnictví během 3Q09 však prozatím toto riziko nepotvrzuje (růst mezd v průmyslu za září byl podle signální informace ČSÚ zveřejněné až po dokončení 7.SZ překvapivě rychlý, když dosáhl 6,6 % meziročně).

3. Argumenty pro vyšší trajektorii úrokových sazeb oproti základnímu scénáři prognózy

³ Vlivem významných změn nepřímých daní bude měnověpolitická inflace nižší než inflace celková až do poloviny roku 2011.

Ve směru vyšších sazeb může působit slabší **měnový kurz**, než s jakým počítá nová prognóza. Průměrný kurz za dosavadní průběh 4Q09 ke dni 3.11 ve výši 25,9 CZK/EUR sice není příliš vzdálen předpokladům prognózy (25,6 CZK/EUR), ovšem jeho aktuální hodnota k uvedenému dni dosáhla 26,3 CZK/EUR. Při přípravě prognózy byl zpracován obvyklý kurzový citlivostní scénář simulující ve 4Q09 výkyv kurzu koruny o ± 3 % oproti základnímu scénáři při úrokových sazbách ve stejném období na úrovni základního scénáře. Podle tohoto scénáře by oslabení koruny ve 4Q09 na průměrnou hodnotu 26,4 CZK/EUR vedlo v průběhu roku 2010 k nárůstu inflace o 0,1 – 0,2 p.b oproti základnímu scénáři. Implikované úrokové sazby by oproti základnímu scénáři ležely v prvním i druhém čtvrtletí příštího roku o 0,3 p.b. výše, následně by se v průběhu 1H 2011 vracely k sazbám ze základního scénáře prognózy.

Naproti tomu **analytici** ve svých výhledech očekávají silnější kurz, než předpokládá prognóza ČNB. Konkrétně v ročním horizontu analytici předpokládají kurz na úrovni 24,9 – 25,0 CZK/EUR, tedy ve srovnání se základním scénářem (25,7 CZK/EUR) silnější zhruba o 3,0 %. Přitom je ovšem třeba mít na paměti, že tržní výhledy sazeb v ročním horizontu jsou poměrně výrazně výše oproti předpokladům prognózy. Nelze tedy vyloučit následnou korekci tržního výhledu kurzu směrem ke slabším hodnotám, resp. oslabení jeho aktuální hodnoty, poté, co bude představena nová prognóza sazeb a případně přijato s ní konzistentní měnověpolitické rozhodnutí.

4. Další měnověpolitické úvahy

Říjnová publikace *Consensus Forecast* přinesla, i přes špatné výsledky za 2Q09, celkově pozitivní informace ohledně budoucího **zahraničního hospodářského vývoje**. Podle CF bylo již nalezeno dno ekonomické aktivity a očekává se oživení v zahraničí, které ovšem bude mít dle těchto výhledů tvar asymetrického „W“. Nicméně výhledy na oživení a zejména jeho profily se mění s tím, jak se střídají vlny optimismu a pesimismu v důsledku charakteru zpráv (pozitivních vs. negativních), které přicházejí ze světové ekonomiky. Zdá se, že Německo, jako náš nejdůležitější obchodní partner, se vzpamatovává z krize lépe, než některé další velké ekonomiky EU (např. Velká Británie). Některé informace však mohou naznačovat, že současné vzepětí výkonu globální ekonomiky stimulované masivními fiskálními impulsy (mj. šrotovným) nemusí mít dlouhého trvání, resp. může být vystřídáno opětovným hospodářským zpomalením. Stále přitom z globálního pohledu přetrvává nejistota, kdo že vlastně bude tím zahraničním tahounem, na kterého mnohé (uzavřené i otevřené) ekonomiky spoléhají, že je nadobro vytáhne z recese. Z tohoto pohledu vnímáme i nadále nejistotu ohledně působení zahraničního vývoje na tuzemskou ekonomiku.

Nejistotou měnověpolitického rozhodování stále zůstává i nejbližší vývoj **rozpětí mezi sazbou 3M PRIBOR a repo sazbou**. Připomeňme, že vzhledem k jeho předešlému vývoji došlo již v prognóze z 5. SZ ke zpomalení rychlosti jeho očekávaného poklesu k dlouhodobé rovnovážné hodnotě, která byla navíc nastavena na vyšší úroveň než ve starších prognózách. Nová prognóza tak očekává pro 4Q09 uvedené rozpětí na úrovni 0,5 p.b. V dosavadním průběhu čtvrtletí zatím toto rozpětí přetrvává na nepatrně vyšších hodnotách kolem 0,6 p.b. (Graf 7). Pro 1Q10 prognóza počítá s dalším mírným poklesem uvedeného rozpětí na 0,4 p.b. Pokud by však rozpětí zůstalo stabilní na současných úrovních kolem, kde se pohybuje již cca půl roku, potom by to mohlo znamenat potřebu oproti prognóze nižších měnověpolitických sazeb pro dosažení žádoucího výrazného uvolnění měnové politiky ve smyslu volné interpretace základního scénáře prognózy (viz část 1).

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **zářijovém zasedání** (24.9.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 1,25 %. Toto rozhodnutí bylo očekáváno. Z dotazníků IOFT (14.9.) vyplývalo, že na zářijovém zasedání BR ČNB všech 8 dotázaných analytiků předpokládalo stabilitu základních sazeb ČNB. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 1,25 až 2,50 % (medián 1,50 %). Ze šetření agentury Reuters (18.9.) vyplývalo, že na zářijovém zasedání BR ČNB všech 18 oslovených analytiků předpokládalo stabilitu základních sazeb. Očekávání v delším horizontu byla rozložena takto: snížení v 11/09 (2 analytici), zvýšení v 1Q10 (3 analytici), zvýšení ve 2Q10 (5 analytiků), zvýšení ve 2H10 (7 analytiků), žádná změna (1 analytik). Rozmezí úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 1,25 až 3,00 % (medián 1,50 %).

Na tiskové konferenci po měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB Z. Tůma oznámil, že BR rozhodla poměrem 5:2 pro stabilitu úrokových sazeb, dva členové hlasovali pro jejich snížení o 0,25 p.b. Guvernér uvedl, že jedním z argumentů pro ponechání sazeb byly pochybnosti nad efektem jejich poklesu. Naopak zastánci snížení sazeb argumentovali tím, že riziko růstu inflace není velké. Rizika prognózy byla celkově vyhodnocena jako mírně protiinflační. Tímto směrem působí posilování kurzu koruny a aktuální vývoj inflace. K proinflačním rizikům patří ceny ropy a struktura růstu HDP spolu s vývojem mzdových nákladů. Guvernér se také vyjádřil k vládou navrhovaným fiskálním opatřením. Podle jeho názoru se jedná o kroky správným směrem, které by však vedly jen ke stabilizaci deficitu státního rozpočtu na úrovni cca 5 % HDP. Případné nedostatečné zlepšení ve fiskální oblasti by znamenalo horší podmínky financování a vyšší úrokové sazby v delším období.

Během října se několik členů BR vyjádřilo k budoucímu nastavení měnové politiky (viz Tabulka). Tato komunikace nevyloučila další pokles základních úrokových sazeb ČNB v nejbližším období, i když nevyznívala zcela jednotně.

Sazby na peněžním trhu po posledním zasedání BR stagnovaly ve všech splatnostech, sklon **výnosové křivky** sazeb PRIBOR zůstává rostoucí (viz Graf 2). Sazby FRA naopak mírně klesly, odráží se v nich očekávání části trhu na snížení základních sazeb ČNB. Přesto se tržní trajektorie sazeb 3M PRIBOR pohybuje v celém horizontu nad trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem aktuální prognózy (viz Graf 4). Prvním důvodem (v krátkodobém horizontu) je vyšší očekávaná úroveň 2T repo sazby (viz očekávání analytiků IOFT) v nejbližším období. Druhým důvodem (v delším horizontu) je pravděpodobně fakt, že tržní sazby jsou založeny na aktuální výši rizikové prémie (3M PRIBOR - 2T repo) a nikoliv na prognózou předpokládaném poklesu rizikové prémie ze současné výše 0,6 p.b. až na hodnotu 0,2 p.b. ve 3Q10.

Sazby IRS se od posledního zasedání BR také snížily. Výnosová křivka sazeb IRS je rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 1,3 p.b., spread 10R-1R činí 1,8 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (15.10.) vyplývá, že na listopadovém zasedání BR ČNB šest analytiků předpokládá stabilitu základních sazeb ČNB, tři očekávají snížení o 0,25 p.b. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybují v rozmezí 1,00 až 2,50 % (medián 1,25 %).

Ze šetření agentury Reuters (30.10.) vyplývá, že na listopadovém zasedání BR ČNB třináct analytiků předpokládá stabilitu základních sazeb a sedm analytiků jejich snížení o 0,25 p.b. Očekávání v delším horizontu jsou rozložena takto: zvýšení ve 2Q10 (5 analytiků), zvýšení v 1H10 (2 analytici), zvýšení ve 3Q10 (2 analytici), zvýšení ve 4Q10 (2 analytici), zvýšení ve 2H10 (2 analytici). Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 1,00 až 3,00 % (medián 1,63 %).

Analytici v rámci šetření IOFT očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 25,0 CZK/EUR (rozpětí 24,0 až 26,0), tj. o 3,6 % vzhledem k průměru za 4Q09 do 3.11. Analytici v rámci šetření FECF předpokládají ve stejném horizontu posílení o 3,8 % na 24,9 CZK/EUR. Základní scénář prognózy očekává pro 4Q10 kurz na úrovni 25,7 CZK/EUR.

Tabulka: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

3.10.	M. Singer (Investorský seminář J.P.Morgan v Istanbulu)	Further CNB rate cuts cannot be ruled out if the negative external trends intensify and the inflation pressures weaken further.
5.10.	Z. Tůma (Reuters)	The question is whether we can loosen monetary policy in a different way other than interest rate cuts...One option in an economy where the exchange rate risk is quite important could be intervention in the currency market...It's officially a managed float, so it means we reserve that option in certain situations ... But otherwise we are not fans of interventions, it's quite the reverse of what we have been doing in the last 5 or 10 years... I always argue that the only barrier for interest rates is zero...I don't see for the foreseeable future significant inflation risk. I don't see any other risks to financial stability so that means I should vote for a cut.
6.10.	M. Singer (rozhovor s novináří, Žofín)	Debata o tom, co dalšího budeme činit, se velmi pravděpodobně znovu zopakuje. Může to být i debata o několika nástrojích naráz. Velmi dobře si uvědomujeme, že současné makroekonomické podmínky vedou k tomu, že velmi hrozí nenaplnění inflačního cíle zespoda... a bavíme se o tom, co ještě bychom mohli udělat, aby byl naplněn.
9.10.	Z. Tůma (Hospodářské noviny)	Na posledním jednání jsme já a kolega Singer byli názoru, že bychom při současném nastavení ekonomiky a kurzu koruny cíl podstřelili. Uvidíme, co ukážou budoucí analýzy, a zda u toho názoru setrváme. Debatovali jsme o tom, do jaké míry je měnová politika při současné úrovni sazeb efektivní, a jestli by další snížení o 25 bodů znamenalo změnu. Proto jsme se vrátili k tomu, zda nezapojit další nástroje k uvolnění měnových podmínek. Už jsem zmiňoval, že v otevřené ekonomice jsou alternativou intervence na oslabení měny... Existuje seznam šesti až sedmi kroků, které lze udělat. Ale pro tento typ ekonomiky je intervence asi jedním z hlavních nástrojů, který bychom zvažovali. Ale není jediný, záleží, kde by nás bota tlačila nejvíc... Ekonomika je v recesi, nevidím zde významné inflační tlaky. Pokud by kurz zůstal na silné úrovni, tak nás to z hlediska inflace bude tlačit do záporných čísel. Ale v tomto případě, by to nemuselo být krátkodobé. Proto jsem na poslední bankovní radě navrhl snížení úroků.
19.10.	M. Singer (Bloomberg)	There are several signals suggesting monetary conditions could be looser. Otherwise, there is a risk of a rather significant undershooting of the inflation target relevant for our decision-making.
26.10.	R.Holman (Reuters)	Pokud se mám rozhodovat při vyšší míře nejistoty, tak vždy budu dávat raději přednost stabilitě úrokových sazeb, než abych uvažoval, jestli se mají změnit tím nebo oním směrem... Není tomu tak, že bych teď řekl, že žijeme v době protiinflačních rizik..., protože z toho by vyplývalo, že bychom měli snižovat úrokové sazby. To bych rozhodně neřekl... Můžeme teď sazby snížit, ale řekl bych, že bude pravděpodobné, že třeba za půl nebo tři čtvrtě roku je budeme zase zvyšovat. Nám nezbývá než počkat, až dojde k obnově hospodářského růstu v Evropě, až se znovu zvětší zahraniční poptávka...Úrokové sazby jsou tak nízké, že jejich snížení by mohlo vyvolat nepředvídatelný vývoj koruny. Nerad bych viděl, abychom snížením sazeb případně nějak rozkolísali měnový kurz.

6. Měnověpolitické doporučení SMS

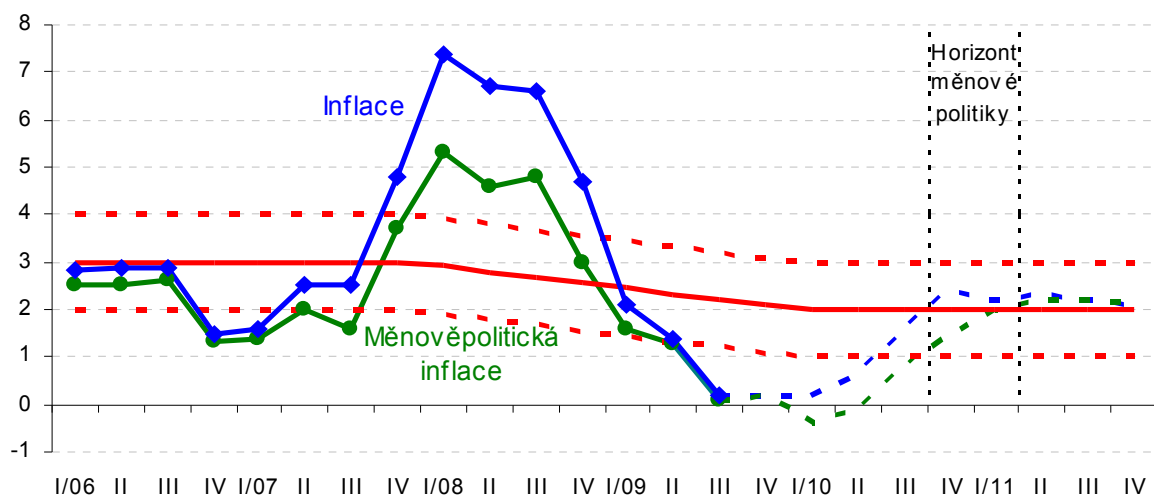
SMS doporučuje na listopadovém měnověpolitickém zasedání bankovní rady **snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,25 p.b. na 1 %**.

Současně doporučujeme ponechat diskontní sazbu nezměněnou, tj. na úrovni 0,25 %, a snížit tak rozpětí diskontní sazba – repo sazba na 0,75 p.b. Důvodem je skutečnost, že v mnoha právních předpisech se v sankčních a podobných ustanoveních vyskytuje násobek diskontní sazby jako základ při výpočtu penále, pokut, sankčních poplatků apod. Považujeme za odůvodněné z hlediska ducha zákona, aby v těchto případech zůstala výše uvedených sankčních částek vyšší než nulová.

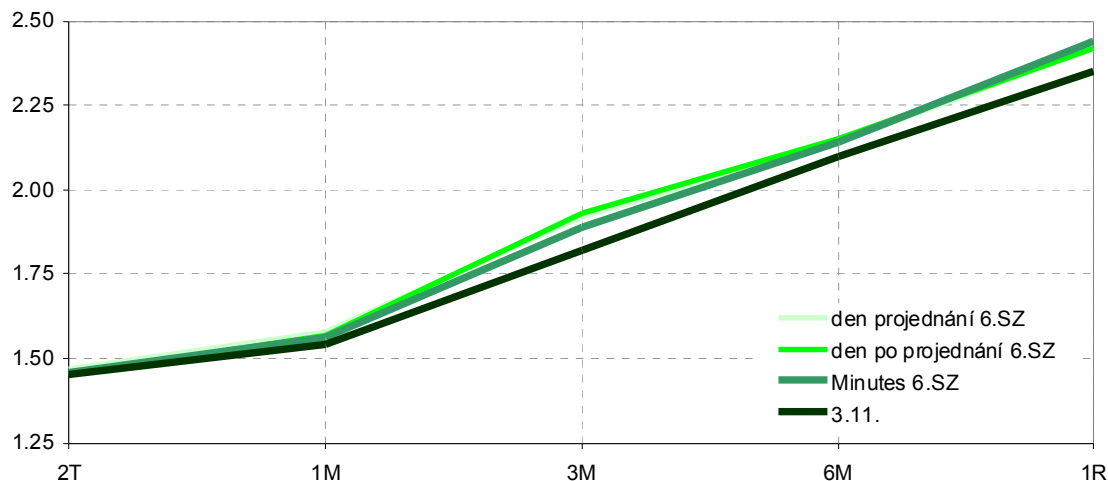
Rozpětí repo sazba-lombardní sazba doporučujeme ponechat na stávající úrovni 1 p.b., a lombardní sazbu tak snížit na 2 %.

Zároveň nedoporučujeme doprovodit navrhované měnověpolitické rozhodnutí devizovými intervencemi na oslabení měnového kurzu koruny ani žádnými jinými nekonvenčními nástroji měnové politiky (viz Příloha MPD).

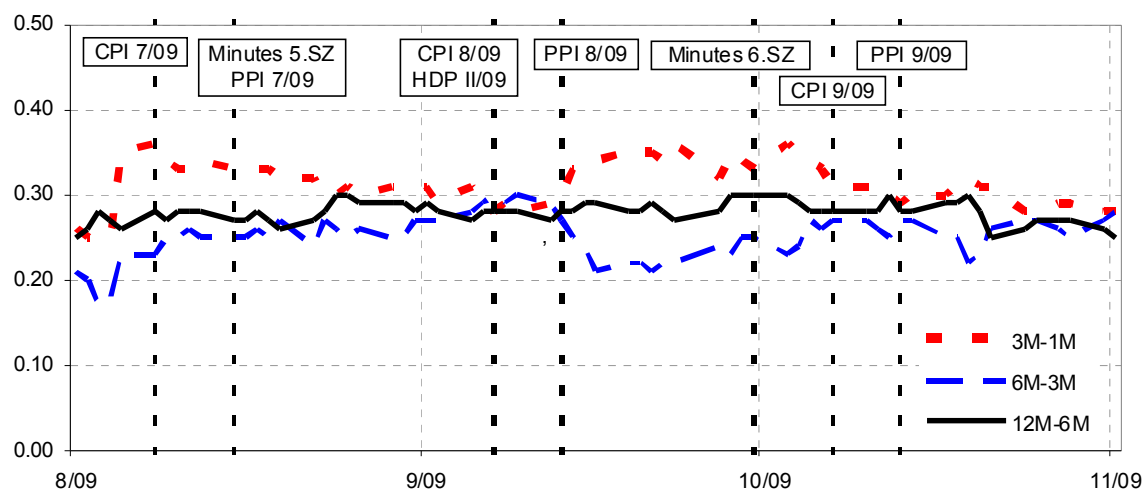
Graf 1: Prognóza inflace ze 7. SZ 2009 a cílové pásmo



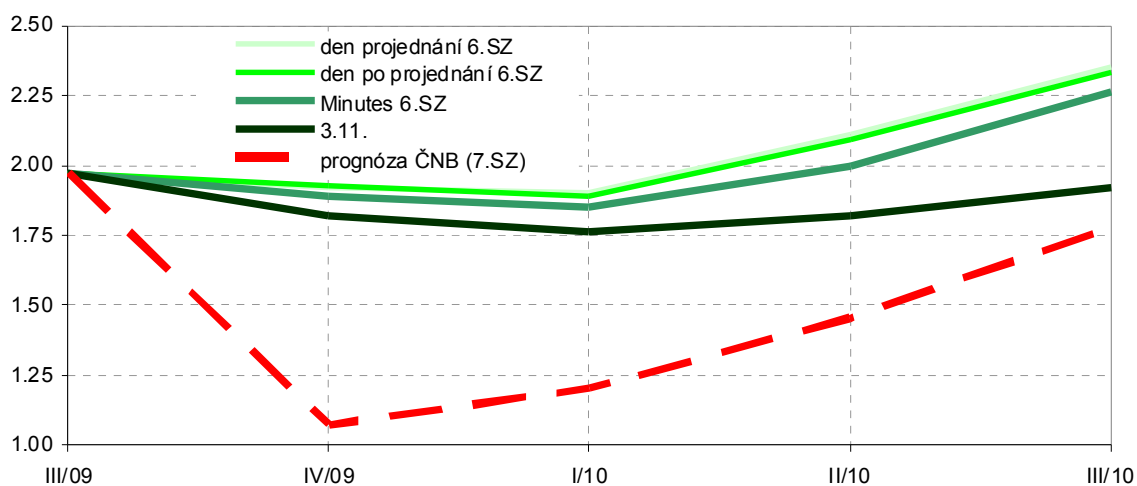
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



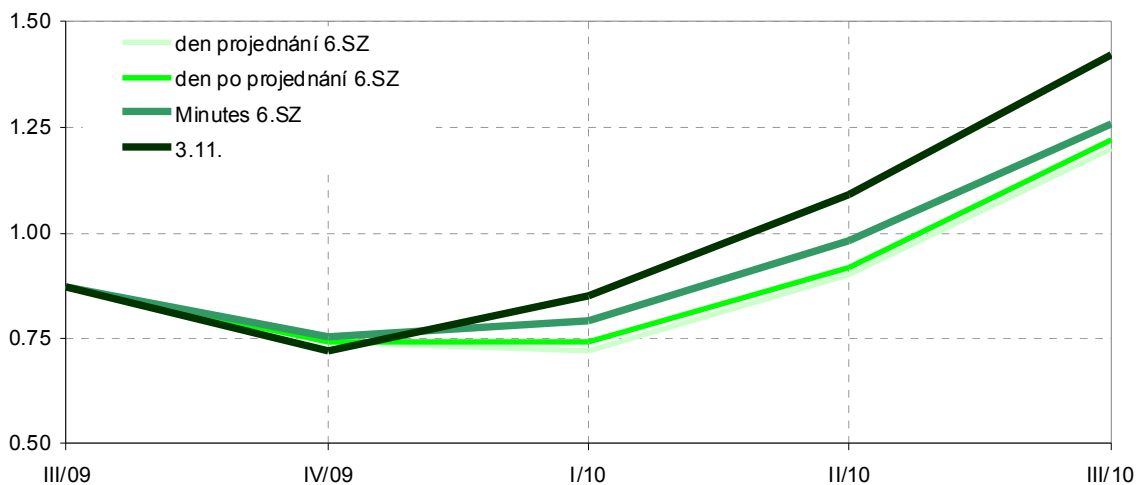
Graf 3: Úroková rozpětí – PRIBOR



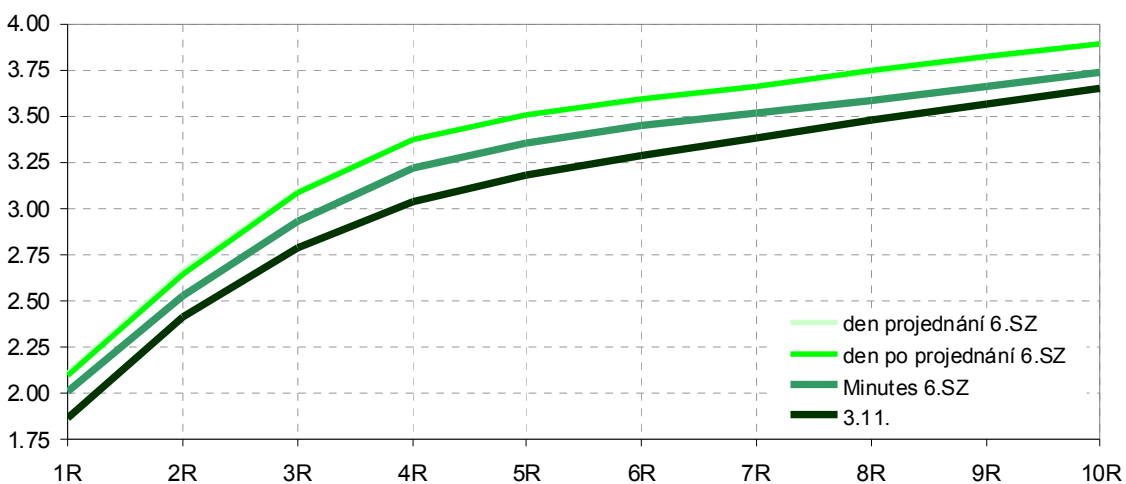
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



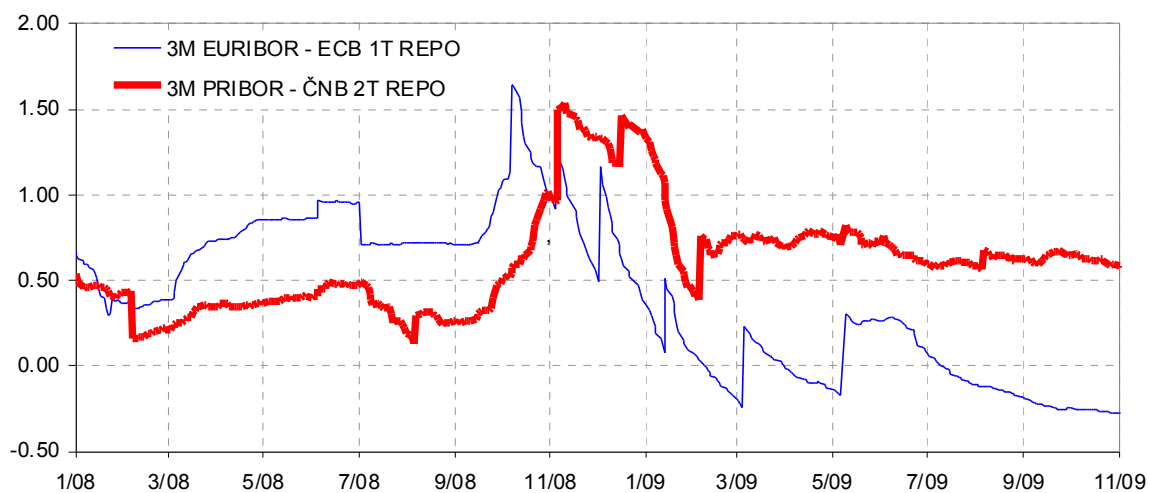
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



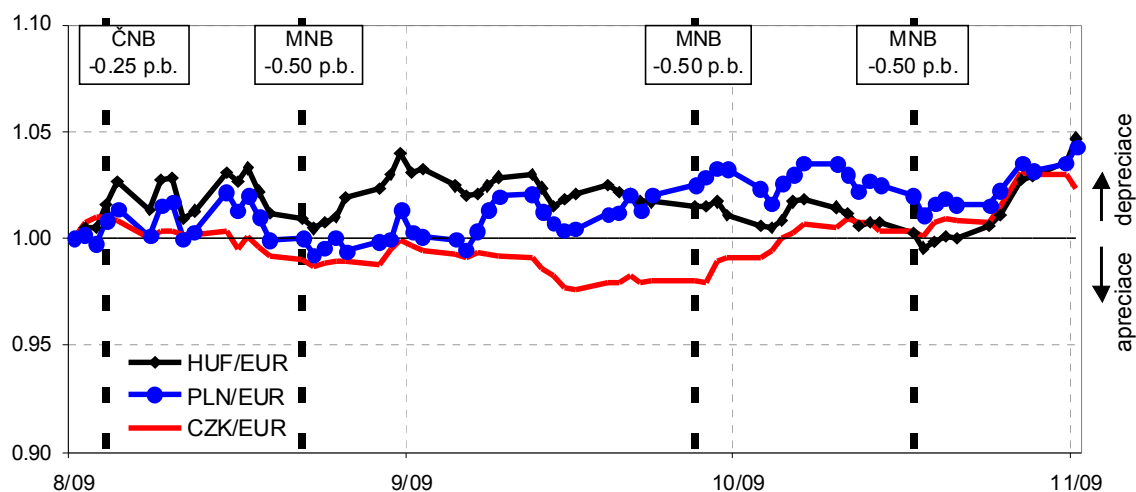
Graf 6: IRS CZK



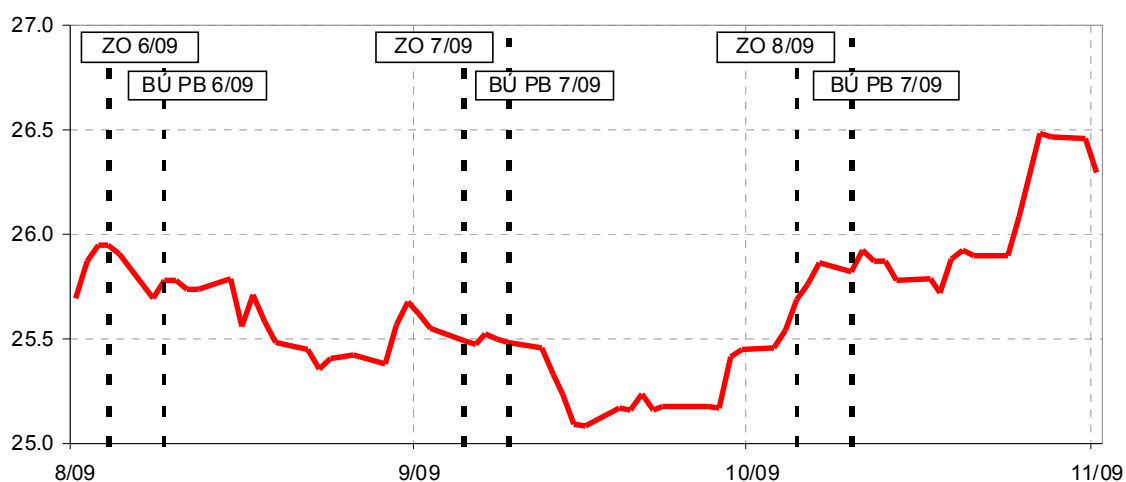
Graf 7: Úroková rozpětí v ČR a eurozóně



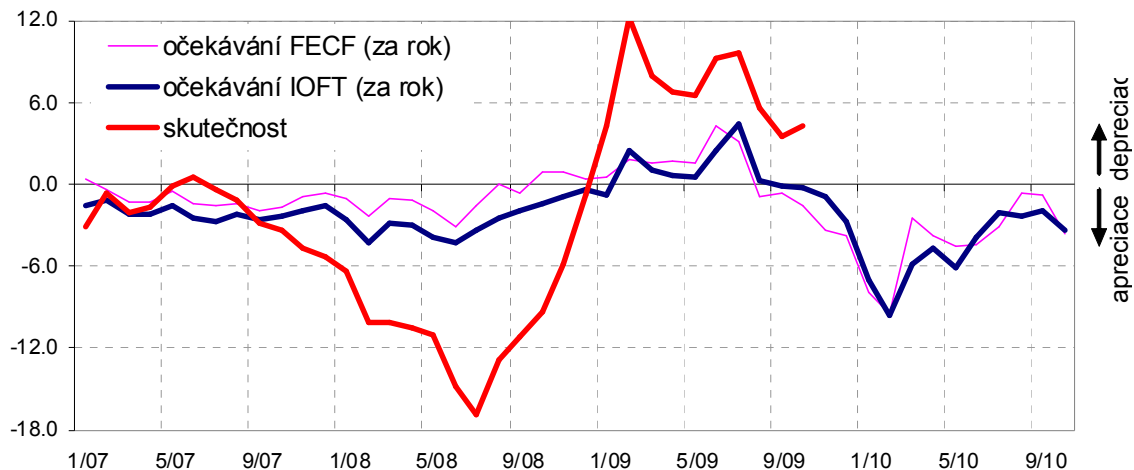
Graf 8: Kurzy středoevropských měn (1.8. = 1.0)



Graf 9: Kurz CZK/EUR

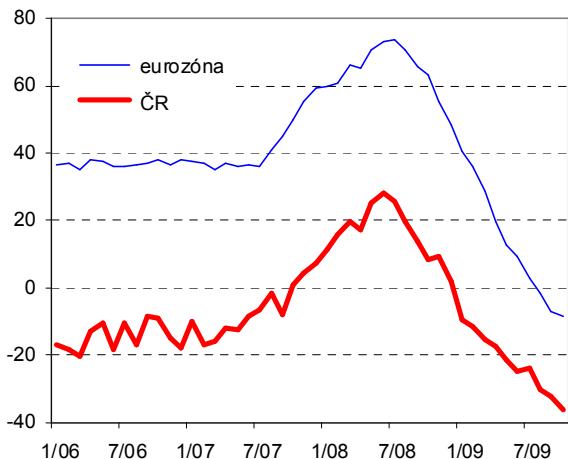


Graf 10: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

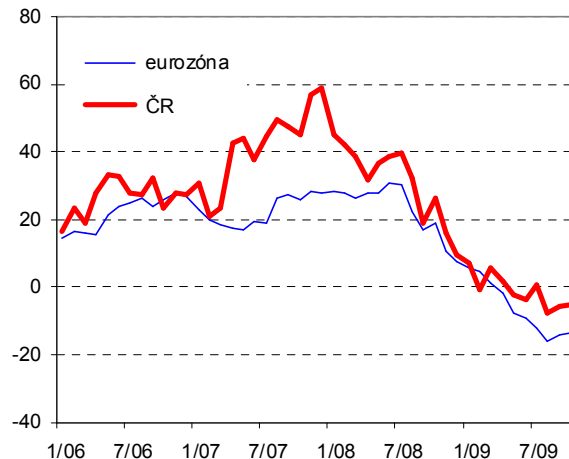


Graf 11: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

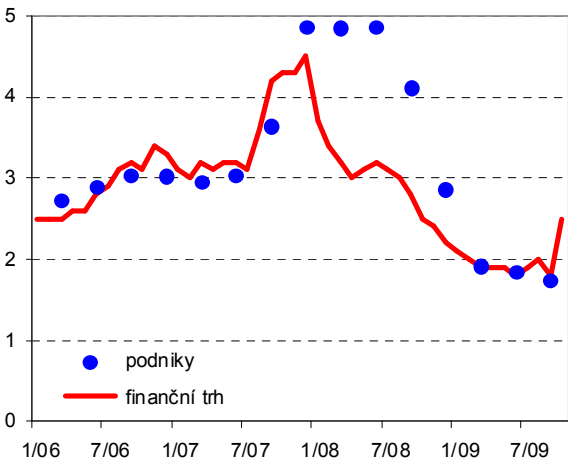


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

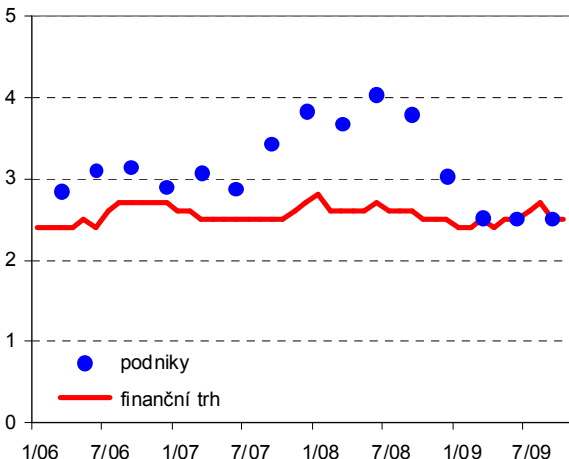


Graf 12: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

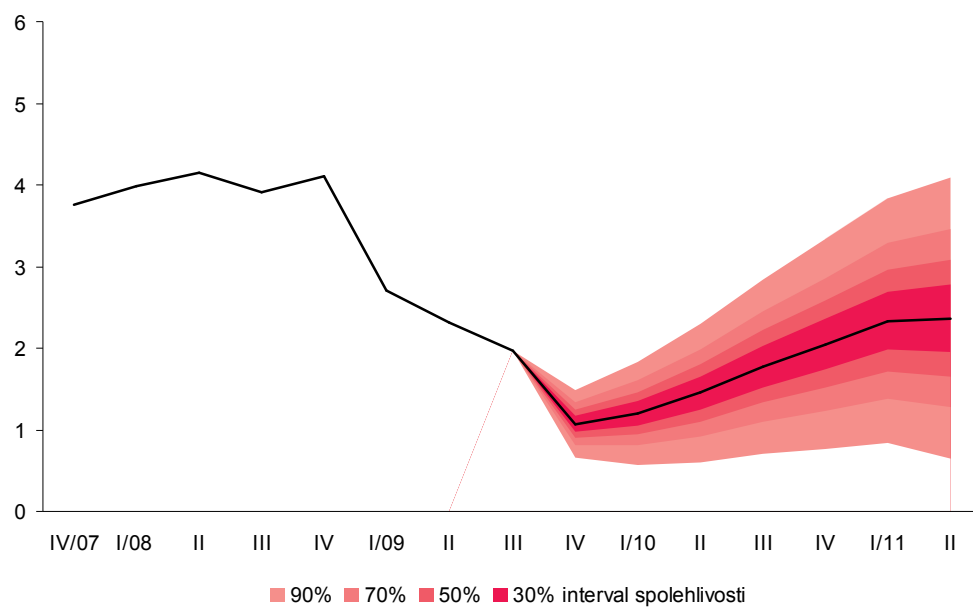
Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



Graf 13: Vějířový graf prognózy úrokových sazeb (3M PRIBOR v %)



Měnověpolitické doporučení pro 7. SZ 2009 - Příloha

Sekce měnová a statistiky

1. Východiska a shrnutí

Tato příloha měnověpolitického doporučení reaguje na diskusi bankovní rady ohledně použití nekonvenčních nástrojů měnové politiky, která proběhla při projednání 6.SZ 2009. Věnuje se detailní diskusi a aktuálnímu hodnocení účinnosti úrokového (kapitola 2) a kurzového (kapitola 3) kanálu transmisního mechanismu měnové politiky. Přestože pro použití nekonvenčních nástrojů nevidíme ve shodě s SBO za stávající situace důvod, jsou v textu na základě zadání bankovní rady dále diskutovány otázky související s případným použitím nástroje, který z našeho pohledu stojí v popředí žebříčku takových nástrojů. Jde o devizové intervence na oslabení měnového kurzu koruny včetně odhadu požadované úrovně, na kterou by měl kurz v aktuální situaci oslabit (kapitola 4), a praktických, strategicko-taktických aspektů intervencí (kapitola 5 – vstup od SBO).

V tomto textu vycházíme z nedávno formulované pozice¹, že pokud není transmise měnové politiky v české ekonomice výrazně nefunkční a současně má měnová politika ČNB stále prostor pro další uvolňování konvenčním postupem, pak by se toto uvolňování mělo realizovat poklesem dvoutýdenní repo sazby. K tomu lze poznamenat, že základní scénář nové makroekonomické prognózy neimplikuje snížení úrokových sazeb k nulové spodní hranici ani nepočítá s rizikem dlouhodobé deflace. Jeho rizika jsou navíc aktuálně SMS hodnocena jako mírně proinflační. Použití nekonvenčních nástrojů měnové politiky by tak bylo zdůvodnitelné pouze zjevnou nefunkčností měnové transmise, kterou však ve stávající situaci rovněž nepozorujeme.

Shrňme-li níže uvedené analýzy a argumenty, pak konstatujeme, že

a) transmise měnověpolitických sazeb ČNB není nefunkční a prostor pro pokles klientských úrokových sazeb existuje. Klientské sazby a diferenciály v klientských sazbách vůči eurozóně lze snížit a v případě podniků lze diferenciály možná dokonce zcela eliminovat dalším poklesem měnověpolitických sazeb ČNB;

b) stejně i v případě kurzu argumentujeme, že prostor pro provádění konvenční měnové politiky formou dalšího snižování úrokových sazeb nebyl vyčerpán a jejich transmissi do dalších veličin prostřednictvím měnového kurzu nelze považovat za nefunkční;

c) intervence na oslabení kurzu koruny proto nedoporučujeme (a v tomto ohledu se shodujeme s názorem SBO), stejně jako nedoporučujeme ani žádné jiné opatření ze skupiny nekonvenčních nástrojů měnové politiky;

d) pokud by BR i přesto rozhodla provádět intervence na oslabení kurzu koruny, lze doporučit následující postup:

(i) výchozím krokem by bylo ukončení odprodeje výnosů z devizových rezerv;

(ii) je třeba urychleně formulovat a schválit implementační strategii a taktiku devizových intervencí včetně mandátu pro Sekci bankovních obchodů k provádění intervencí; jejich

¹ Materiály SMS předkládané bankovní radě: Nekonvenční nástroje měnové politiky a Dodatek k materiálům nekonvenční nástroje měnové politiky.

celkový objem je těžké předem odhadnout, je však třeba smířit se s tím, že se bude pravděpodobně pohybovat v řádu miliard EUR, přičemž současně je třeba počítat s tím, že dosažení požadované hladiny kurzu nebude jednoduše realizovatelné a udržitelné;

(iii) požadovaný měnový kurz by byl v první variantě (odpovídající zhruba poklesu dvoutýdenní repo sazby o 0,25 p.b) kolem 26,5 CZK/EUR v průměru za aktuální čtvrtletí;

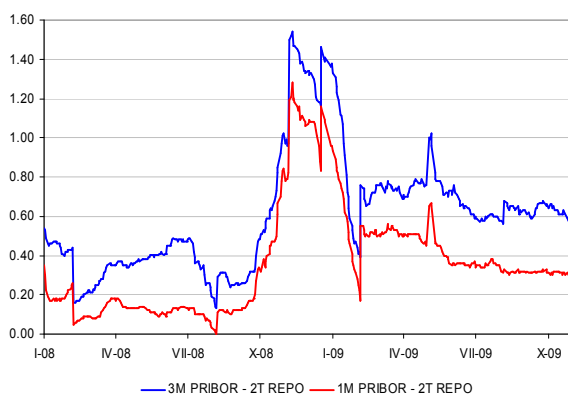
(iv) požadovaný měnový kurz by byl ve druhé variantě (odpovídající zhruba ponechání dvoutýdenní repo sazby na stávající úrovni) mírně nad 27,0 CZK/EUR v průměru za aktuální čtvrtletí.

2. Transmise úrokových sazeb

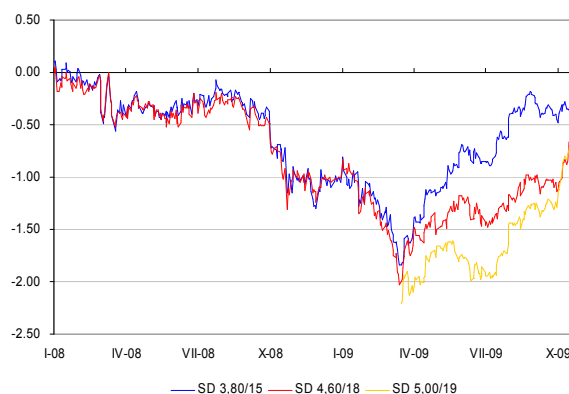
Co se týče úrokového kanálu transmise měnové politiky, zde jsme si vědomi některých poruch resp. cyklických jevů², nicméně jej shledáváme i nadále funkčním. Vycházíme jak z analýz jeho dlouhodobějších charakteristik (které mají nyní poněkud omezenou použitelnost³), tak z aktuální evidence o vývoji tržních i klientských sazeb⁴. Ta dokumentuje postupně odeznívající strnulosti v transmisi sazeb (viz níže).

Rozpětí mezi sazbami peněžního trhu a 2T repo sazbou přibližně od konce června 2009 neklesá a stagnuje v případě 3M PRIBORu na úrovni kolem 0,6 p.b. (Graf 2.1), obdobně i 1M PRIBOR, kde rozpětí stagnuje na hladině 0,3 – 0,4 p.b. Stabilní rozpětí neznamená nefunkčnost prvního kroku v měnověpolitické transmisi, neboť umožňuje zhruba proporcionální přenos změn 2T repo sazby do tržních úrokových sazeb. Navíc je existence rizikové prémie na mezibankovním trhu zohledněna v makroekonomické prognóze i v rozhodování o nastavení repo sazby, a tudíž by měla mít pouze omezené dopady do ekonomiky.

Graf 2.1: Rozpětí mezi sazbami peněžního trhu a měnověpolitickou sazbou (v p.b.)



Graf 2.2: Asset swap spread (přibližně na 5 a 10 leté splatnosti, v p.b.)



² Sem patří nárůst rizikové prémie na mezibankovním trhu, snížení likvidity na některých trzích, a přirozené procyklické chování sektoru finančního zprostředkování, které se projevuje zpříšňováním podmínek komerčních bank pro poskytování úvěrů klientům z reálné ekonomiky, u nichž roste skutečné či vnímané úvěrové riziko.

³ Na rok 2010 chystáme tématickou přílohu pro některou z malých situačních zpráv, která se bude věnovat podrobnému empirickému zmapování funkčnosti a účinnosti různých kanálů transmise měnové politiky s tím, že zvláštní důraz bude kladen na ohodnocení vlivu ekonomické krize na změřené charakteristiky transmise.

⁴ Text se v této části pro lepší přehlednost věnuje zejména transmisi měnověpolitických sazeb do klientských úrokových sazeb z úvěrů. Transmise do sazeb z vkladů je přitom rovněž důležitou součástí celého příběhu. Klientské úrokové sazby z vkladů podnikům i domácnostem přitom po krátkodobém nárůstu na počátku letošního roku začaly posléze postupně klesat a zhruba odrážejí vývoj sazeb finančního trhu podobně jako v eurozóně. Marže mezi úrokovými sazbami z úvěrů a vkladů přitom rostou a reflektují zřejmě snahu bank vytvořit si dostatečný ziskový polštář v očekávání nárůstu nesplácených úvěrů (viz Příloha 3 situační zprávy).

Tvar delšího konce výnosové křivky je z části formován vývojem výnosů státních dluhopisů (SD) i úrokových derivátů IRS a spoluvytváří výchozí bod pro oceňování dlouhodobějších aktivních a pasivních obchodů bankovního sektoru. Interní výnosové křivky komerčních bank při oceňování ceny úvěru zpravidla zohledňují vývoj asset swap spreadu – (ASS) vyjádřeného rozdílem mezi IRS offer a SD bid. Ten byl vlivem faktorů souvisejících s finanční krizí významně rozšířen (Graf 2.2), přičemž vrcholu dosáhl v dubnu letošního roku. Obrat ve vývoji ASS ale nastal v květnu 2009 po odeznění obav investorů o osud zemí našeho regionu v době vrcholící krize, přičemž nedávno začal rozdíl mezi IRS a SD zrychlovat svůj pokles z důvodů rysujících se konkrétních plánů na alespoň dočasnou konsolidaci českých veřejných financí. Situace vyvrcholila v říjnovém poklesu výnosů státních dluhopisů⁵ při mírně klesajících IRS. Pokračující pokles ASS na delších splatnostech by se měl příznivě promítnout do poklesu úrokových sazeb zejména u dlouhodobých obchodů bankovního sektoru.

Příznivý vývoj z hlediska rychlosti a kompletnosti transmise úrokových sazeb sledujeme u klientských sazeb úvěrů poskytnutých nefinančním podnikům a živnostníkům. V tomto případě úrokové sazby z nových úvěrů v posledních čtvrtletích mírně klesaly (Graf 2.3, 2.5 a 2.6). Pokles sazeb z úvěrů podnikům od srpna 2008 přitom celkově dosáhl více než 1,5 p.b. Do poklesu sazeb z úvěrů podnikům (kde dominují úvěry s fixací sazeb do 1 roku) se promítá snížení klíčových sazeb ČNB a sazeb peněžního trhu, což dokládá probíhající transmisi v tomto segmentu.

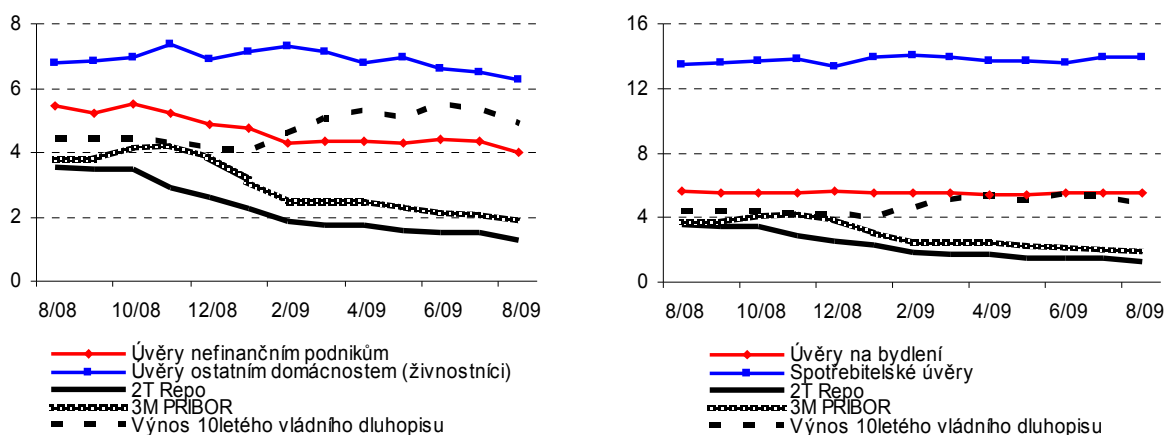
Úrokové sazby z nových úvěrů domácnostem na bydlení a spotřebu již delší dobu stagnují (viz graf 2.3). V hypotékách, kde převažují úvěry s delší fixací sazeb, se odráží protisměrný vývoj postupně klesajících sazeb peněžního trhu a až donedávna zvýšený výnos desetiletého vládního dluhopisu. Ten je podle našich analýz z předkrizového období významný pro úrokovou sazbu z hypoték s fixací nad 1 rok. I v září klientské úrokové sazby hypotečních úvěrů domácností stagnovaly na úrovni kolem 5,5 %. Průměrná úroková sazba z hypoték se podle *Hypoindexu* vyvíjela téměř identicky, když se snížila jen nepatrně o 4 b.p. na 5,63 %. Na hypotečním trhu aktuálně probíhají cenová zvýhodnění jak přímo poklesem úroků z úvěrů, tak nákladů souvisejících s úvěrem. Nicméně snaha bank získat nové klienty se zatím významněji neprojevila poklesem hypotečních úrokových sazeb⁶. Strnulost úrokových sazeb v tomto segmentu naznačuje pozvolnou a ne zcela kompletní transmisi⁷ úrokových sazeb.

⁵ Determinanty říjnového poklesu výnosu státních dluhopisů sledujeme zejména ve zvýšené poptávce nerezidentů po dluhopisech motivované klesajícím kreditním rizikem i averzí k riziku při současně sníženém objemu emise SD v CZK ze strany MF (očekávaná emise vládních dluhopisů denominovaných v CHF). Rostoucí zájem o SD a pokles kratšího konce výnosové křivky státních dluhopisů je rovněž podpořen tržními očekáváními ohledně poklesu měnověpolitické sazby na nadcházejícím měnověpolitickém zasedání.

⁶ Promítnutí těchto zvýhodnění se očekává v říjnových a listopadových datech, a to vzhledem k časovým zpožděním souvisejícím s administrativním procesem vyřízení hypotečního úvěru.

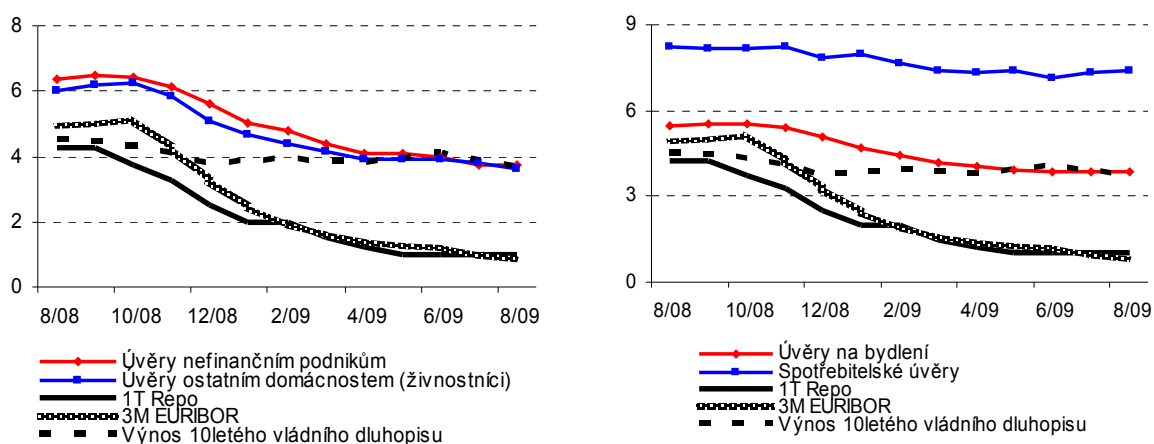
⁷ Pro efektivní působení transmisního mechanismu měnové politiky je důležité, aby změny klíčových sazeb ČNB, přenášené finančním trhem, ovlivňovaly klientské sazby. Podle našich analýz (viz Box v I.SZ 2009 Transmise úrokových sazeb finančního trhu do klientských úrokových sazeb) jsou v ČR pro krátkodobé fixace sazeb z úvěrů podnikům významné zejména sazby 1M PRIBOR a FRA 3*6 a pro dlouhodobé fixace sazeb z podnikových úvěrů pak 3M a 1R PRIBOR. Pro sazby z úvěrů na bydlení je to především 1M PRIBOR a výnos 10letého vládního dluhopisu.

Graf 2.3: Měnověpolitické, tržní a klientské úrokové sazby v ČR (nové obchody, v %)

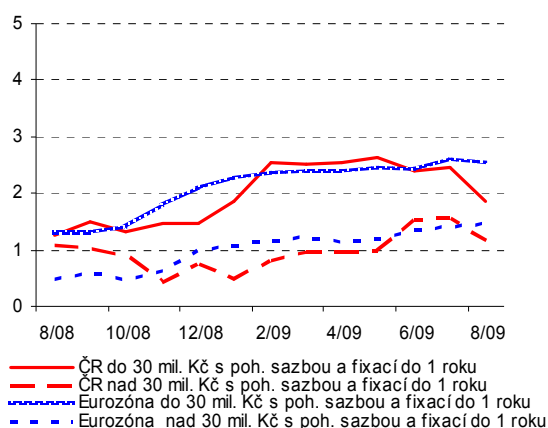


Z důvodu komplexnějšího popsání probíhající transmise měnověpolitických sazeb do klientských je vedle porovnání v čase užitečné i srovnání v prostoru, tzn. porovnání výše klientských úrokových sazeb vzhledem k sazbám finančního trhu v ČR a v eurozóně resp. jednotlivých složek těchto diferenciálů klientských sazeb podle jednotlivých segmentů úvěrového trhu. V eurozóně zhruba následují úrokové sazby z úvěrů podnikům a živnostníkům od závěru roku 2008 pokles měnověpolitické sazby ECB i sazeb tržních (Graf 2.4). V případě úvěrů domácnostem na bydlení a spotřebu však ani zde nepozorujeme přímočarou transmisi úrokových sazeb peněžního trhu do klientských sazeb, patrně rovněž vlivem spíše stagujícího výnosu vládních dluhopisů.

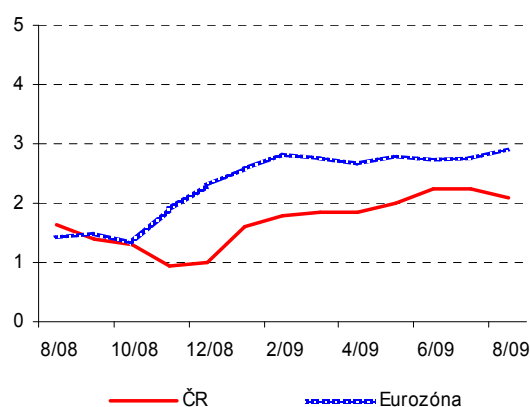
Graf 2.4: Měnověpolitické, tržní a klientské úrokové sazby v eurozóně (nové obchody, v %)



Graf 2.5: Rozpětí úrokové sazby z úvěrů nefin. podnikům s fixací do 1R a 3M PRIBORu, resp. EURIBORu (v %)



Graf 2.6: Rozpětí úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům celkem a 3M PRIBORu, resp. EURIBORu (v %)

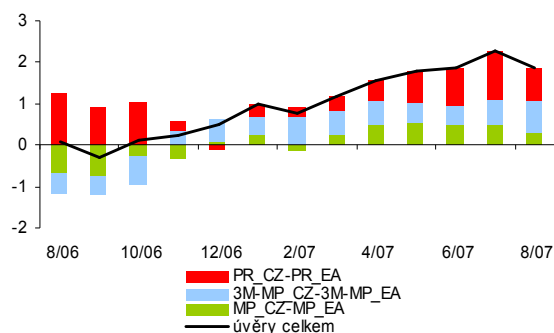


Grafy 2.5 a 2.6 naznačují možná poněkud překvapivý závěr, že v případě úvěrů nefinančním podnikům není situace v ČR z hlediska rozpětí mezi sazbami peněžního trhu a klientskými sazbami horší než v eurozóně, spíše naopak. Platí to přitom jak pro krátké fixace (velké i malé úvěry), tak pro úvěry nefinančním podnikům celkem.

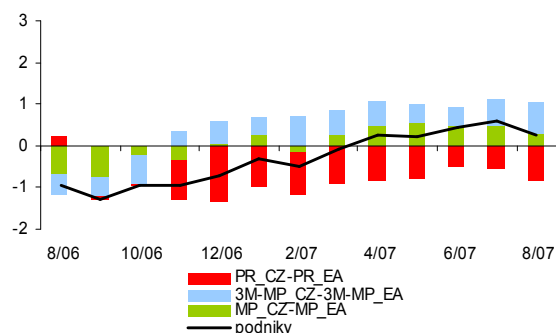
Srovnání vývoje jednotlivých složek úrokových diferenciálů klientských úrokových sazeb v ČR a v eurozóně pak vrhá celkové světlo na aktuální situaci zcela jasně. Nepatrně vyšší hladina měnověpolitických úrokových sazeb v ČR ve srovnání s eurozónou má přirozeně určitý, ovšem velmi malý vliv. Mnohem důležitějším faktorem stojícím na pozadí odlišného vývoje klientských sazeb v některých segmentech byl pomalejší pokles sazby 3M PRIBOR oproti sazbě 3M EURIBOR. To je dáno nekonvenčními opatřeními měnové politiky ECB, pomocí nichž se dostal 3M EURIBOR pod hladinu hlavní refinanční sazby ECB. Podobnou roli v případě úvěrů na bydlení s fixací nad jeden rok sehrál nárůst výnosu domácího 10letého státního dluhopisu oproti jeho přibližné stagnaci v eurozóně. Vedle toho u úvěrů na bydlení s fixací do jednoho roku, které mají v ČR empirickou vazbu na sazby peněžního trhu, došlo k nárůstu té části diferenciálu, kterou označujeme jako rozdíl rizikových premií (PR). A naopak nižší riziková premie v segmentu úvěrů nefinančními podnikům v ČR oproti eurozóně v souladu s výše naznačeným snižuje dopad vyšších MP sazeb a sazeb na peněžním trhu na klientské úrokové sazby v ČR. V případě úrokových sazeb z úvěrů na spotřebu je dlouhodobě mnohem vyšší riziková premie v ČR naprosto dominantní pro vysvětlení celkového diferenciálu v tomto segmentu a vývoj na spodních patrech diferenciálu má jen relativně omezený vliv.

Graf 2.7: Úrokové diferenciály klientů úrokových sazeb v ČR a eurozóně

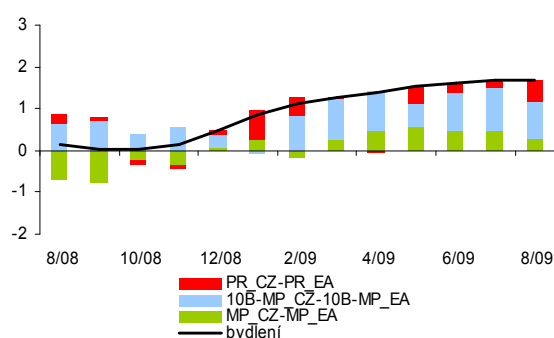
Úvěry celkem



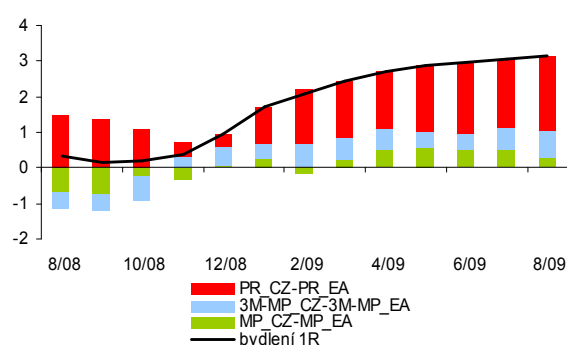
Úvěry nefinančním podnikům



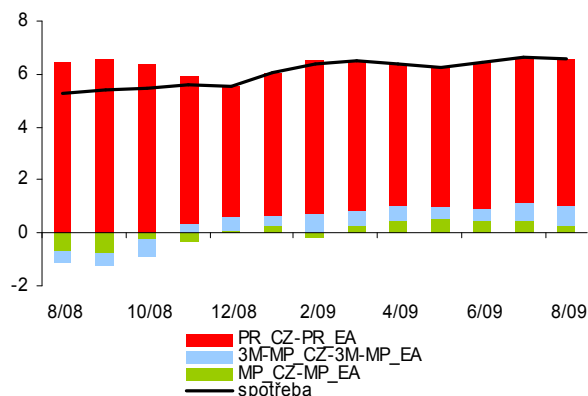
Úvěry na bydlení



Úvěry na bydlení s fixací sazby do 1R



Spotřebitelské úvěry



Poznámka:

MP_CZ-MP_EA je diferenciál měnověpolitických úrokových sazeb v ČR a EA (2T Repo pro ČR a + 1T Repo pro EA), (3M-MP_CZ)-(3M-MP_EA) je diferenciál rozpětí sazby 3M PRIBOR, resp. 3M EURIBOR a měnověpol. sazby v ČR a v EA,

(10B-MP_CZ)-(10B-MP_EA) je diferenciál rozpětí výnosu 10letého vlád. dluhopisu a měnověpolitické sazby v ČR a EA, (PR_CZ)-(PR_EA) je diferenciál rozpětí klientů úrokových sazeb z daného typu úvěru a příslušné sazby finančního trhu.

Vývoj rozpětí klientů úrokových sazeb k tržním sazbám současně naznačil, že transmisní mechanismus je po prohloubení globální finanční krize slabší u domácností než u nefinančních podniků, a to v obou regionech. **Z výše uvedeného podle nás rovněž vyplývá, že prostor pro pokles klientů úrokových sazeb existuje. Klientů úrokové sazby a diferenciály těchto sazeb vůči eurozóně lze snížit a v případě podniků lze diferenciály možná dokonce zcela eliminovat dalším poklesem měnověpolitických sazeb ČNB.**

3. Kurzový kanál transmise a vliv úrokových sazeb (diferenciálů) na vývoj měnového kurzu

Nedomníváme se, že by aktuálně cokoliv zpochybňovalo standardní vliv měnového kurzu na inflaci a reálnou ekonomiku působením přímého (nominální kurz s vlivem skrze dovozní ceny; krátkodobý pass-through cca 20-25 %) a nepřímého kanálu (reálný kurz s vlivem na čistý vývoz; pomalejší a více v čase rozložený vliv). Z tohoto úhlu pohledu není současné měnověpolitické rozhodování zatíženo o nic větší nejistotou než obvykle. A platí pak přirozeně, že výrazné neočekávané posílení kurzu koruny by v současných podmínkách mohlo vést k nižší než prognózované inflaci a ohrozit plnění inflačního cíle. V dalších odstavcích budeme diskutovat, nakolik je takový vývoj kurzu pravděpodobný a jakým způsobem by se na něj dalo reagovat měnověpolitickými nástroji.

Ohledně vlivu domácích úrokových sazeb (resp. diferenciálu vůči zahraničním sazbám) na vývoj nominálního měnového kurzu jsme před časem pozorovali, že kurz koruny je spolu s dalšími okolními měnami zmitán náhlými přeshraničními toky kapitálu a měnicími se náladami investorů vůči zemím našeho regionu. Měnicí se sentiment odrážel mnohdy neracionální obavy finančních trhů o osud těchto zemí v průběhu eskalující krize, kdy některé indikátory pro některé země naznačovaly možnou zvýšenou zranitelnost z titulu vysoké (cizoměnové) zadluženosti soukromého i veřejného sektoru a dopad krize na reálnou ekonomiku byl v některých zemích skutečně drtivý. Stádní chování krátkodobých investorů a malá schopnost rozlišovat mezi jednotlivými zeměmi vedla k tomu, že i země s relativně dobrými fundamenty (jako je ČR) zažily vysokou volatilitu vývoje kurzu své měny zejména v závěru roku 2008 a na počátku roku 2009. V těchto obdobích byl úrokový diferenciál zřejmě faktorem s velmi omezeným vlivem na rozhodování investorů a chování kurzu koruny.

Domníváme se však, že toto období již odeznělo s postupnou stabilizací situace na globálních trzích a v hlavních světových ekonomikách. Přitom díky zklidnění situace došlo u investorů postupně k obratu od silné averze k riziku směrem k sentimentu charakterizovanému jejich vyšší ochotou podstupovat nenulové riziko při investicích do širší škály aktiv, než jsou aktiva s téměř nulovým rizikem a téměř nulovým výnosem, např. do aktiv denominovaných v měnách zemí našeho regionu. Funkčnost arbitrážní podmínky nepokryté úrokové parity tak v čase zřejmě opět narůstá k předkrizovým hladinám.⁸ To by mělo v případě prognózou navrhovaného výrazného poklesu tržních sazeb v ČR a souvisejícího vývoje úrokového diferenciálu vůči eurozóně zafungovat proti nežádoucímu posílení měnového kurzu, a na prognóze je proto předpokládána zhruba stabilita nominálního měnového kurzu.

Stejně jako v případě úrokového kanálu transmise, tak i v případě kurzu konstatujeme, že prostor pro provádění konvenční měnové politiky formou dalšího snižování úrokových sazeb nebyl vyčerpán a jejich transmise do dalších veličin prostřednictvím kurzu nelze považovat za nefunkční. Intervence na oslabení kurzu koruny proto nedoporučujeme, stejně jako nedoporučujeme ani žádné jiné opatření ze skupiny nekonvenčních nástrojů měnové politiky.

Připomínáme navíc, že případné devizové intervence by v současné době nebyly v souladu s minimálně dvěma podmínkami v rámci již dříve definovaných interních pravidel ČNB týkajících se devizových intervencí, a to konkrétně:

⁸ V konkrétní rovině v úvahu připadá např. obnovení tzv. carry-trades, v nichž by nízkouročená koruna byla financující měnou. Náběh těchto obchodů vyvolává *ceteris paribus* tlaky na oslabení koruny (prodej vypůjčených korun a investice získaných prostředků do měn přinášejících větší výnos).

(i) intervence by patrně na kurz působily ve směru, který by zvětšil jeho vzdálenost od rovnováhy (jak je odhadována SMS);

(ii) lze reagovat změnou úrokových sazeb, aniž by tato reakce byla v rozporu s logikou režimu cílování inflace.

Nedoporučujeme proto o nich uvažovat ani jako o konvenčním nástroji měnové politiky. Použití devizových intervencí nedoporučuje ani Sekce bankovních obchodů.

4. Intervence na oslabení měny: rozsah požadovaného oslabení kurzu

Pokud BR i přes výše uvedené argumenty rozhodne provádět intervence na oslabení kurzu koruny, lze v souladu se zmíněnými dokumenty o nekonvenčních nástrojích měnové politiky doporučit následující obecný postup.

Výchozím krokem by bylo ukončení odprodeje výnosů z devizových rezerv. Současně je třeba formulovat implementační strategii a taktiku devizových intervencí, což je v kompetenci Sekce bankovních obchodů, která k tomu připravila vstup v podobě diskuse klíčových parametrů případných intervencí (viz níže body a až e v části 5).

V kompetenci SMS je pak naopak zejména doporučit, jakou hladinu kurzu chceme intervencemi dosáhnout. Tato hladina byla simulována pomocí provedeného měnověpolitického experimentu. Experiment⁹ je variantně formulován tak, aby zjistil, jaký kurz odpovídá uvolnění měnových podmínek tak, aby nebylo nutné naplnit výrazné snížení sazeb 3M PRIBOR ve 4Q 2009 na 1,1 %:

(i) v první variantě byl hledán kurz odpovídající poklesu sazby 3M PRIBOR na 1,5 % ve 4Q09, čemuž zhruba odpovídá pokles dvoutýdenní repo sazby o 0,25 p.b. V tomto případě by bylo třeba intervencemi dosáhnout měnového kurzu v průměru za aktuální čtvrtletí ve výši kolem 26,5 CZK/EUR.

(ii) ve druhé variantě byl hledán kurz odpovídající zhruba stabilitě sazby 3M PRIBOR na úrovních lehce pod 1,8 %, čemuž zhruba odpovídá ponechání dvoutýdenní repo sazby na stávající úrovni. V tomto případě bylo třeba intervencemi dosáhnout měnového kurzu v průměru za aktuální čtvrtletí ve výši mírně nad 27,0 CZK/EUR.

5. Strategie a taktika případných intervencí (vstup SBO)

a. Ukončení programu prodeje výnosů DR

Ukončení automatického prodeje je nutnou podmínkou předcházející intervence, neboť je nelogické nakupovat EUR/CZK s cílem oslabit korunu a zároveň prodávat výnosy DR. Cílem je maximální využití vlivu této informace na kurz. Nevýhodou oficiální komunikace je fakt, že ČNB zastává oficiálně názor, že prodeje nemají vliv na kurz, což omezuje prostor pro zdůvodnění tohoto kroku. Navrhujeme proto argumentovat právě nelogičností obousměrné přítomnosti ČNB na trhu a zároveň uvést, že program prodeje výnosů bude znovu zahájen, až to situace na trhu dovolí. Předvedeme tím tomu, aby opětovné zahájení prodeje v automatickém režimu muselo být znovu komunikováno.

b. Strategie intervence

Samotná strategie intervencí musí být přizpůsobena jejich cíli. Tím je na rozdíl od etapy 2001-2002 dosažení a udržení daného průměrného kurzu za čtvrtletí, proto aplikovatelnost postupů z minulých let je omezena. Chybí tak i zkušenosti k posouzení, jaký objem by bylo

⁹ V MP experimentu je pro 4.Q 2009 fixována PRIBOR sazba pomocí UIP šoku. Byly vytvořeny dva scénáře, první počítá s fixací PRIBORu na úrovni 1,75 a druhý na úrovni 1,50. Předpokládáme rizikovou prémii pro 4Q09 na úrovni 0,50 p.b..

nutno použít k dosažení tohoto cíle. Evidentně bude potřeba zkombinovat všechny možné techniky s vhodnou komunikací. Jednorázové významnější oslabení koruny často používané v letech 2001/2002 zde není příliš na místě, neboť dosažené slabší hodnoty kurzu jsou bez další podpory v průběhu čtvrtletí ze strany ČNB těžko udržitelné, navíc se tento způsob intervence značně prodraží. Efektivnější je spíše přístup, kdy ČNB prostřednictvím příkazů na prodej CZK postupně absorbuje zájem trhu o její nákup. Při takovém postupu je kromě ekonomické stránky důležitým faktorem také fakt, že nedochází ke skokovým oslabením koruny, které by spekulativní kapitál mohl využít k dalším atraktivním nákupům.

c. Objem

Lze předpokládat, že pokud bude cílem intervence udržet kurz zhruba na aktuálních hodnotách (míněno obecně), bude nutné počítat s nákupy cizí měny řádově ve výši stovek miliónů EUR, v případě nutnosti kurz významněji oslabit, spíše s hodnotami v řádech miliard EUR. Blíže stanovit objem potřebný pro nákup během tak dlouhého období není možné. Uplynulá zkušenost ukazuje na vysokou volatilitu měsíčních objemů intervencí od cca 100 mil. EUR v srpnu 2002 po téměř miliardu v dubnu téhož roku a to i za současného snižování sazeb (od října 2001 do září 2002 z 4,75% na 3,00%). Je však třeba mít na paměti značný časový odstup těchto hodnot. Více aktuální zkušenost chybí, a tak lze použít zkušenosti jiných centrálních bank. V úvahu připadá např. zkušenost Slovenska s posilováním SKK na počátku roku 2007 (v jeden den bylo např. nakoupeno 500 mil. EUR/SKK, ale koruna oslabila pouze o cca 25 haléřů), nebo nedávná zkušenost centrální banky Izraele (např. v srpnu tato banka nakoupila přes 4 mld. USD/ILS, ale kromě krátkodobého oslabení došlo pouze k stabilizaci kurzu poblíž hodnot z počátku měsíce).

d. Mandát pro SBO

Vzhledem k výše zmíněným úskalím by bylo vhodné, aby byla SBO vázána pouze cílem intervence a samozřejmě interními předpisy (povolené nástroje, kreditní politika atd.). Těžko např. určit předem výši maximálně nakoupeného objemu. Pokud se BR rozhodne dosáhnout určitého kurzu, je třeba počítat s tím, že nakoupené objemy mohou být vyšší, než se původně předpokládalo, a tento fakt by neměl být důvodem zastavení intervence. Z těchto důvodů se jeví vhodnější místo stanovení maximálního objemu nákupu pro sekci SBO spíše každodenní reportovací povinnost. Bankovní rada tak bude mít každý den přehled o tom, kolik činil objem intervence v příslušný den plus kumulativně celkový objem za příslušné období. SBO se samozřejmě bude snažit dosáhnout cíle s co nejmenším objemem nakoupené cizí měny a za co nejmenší cenu.

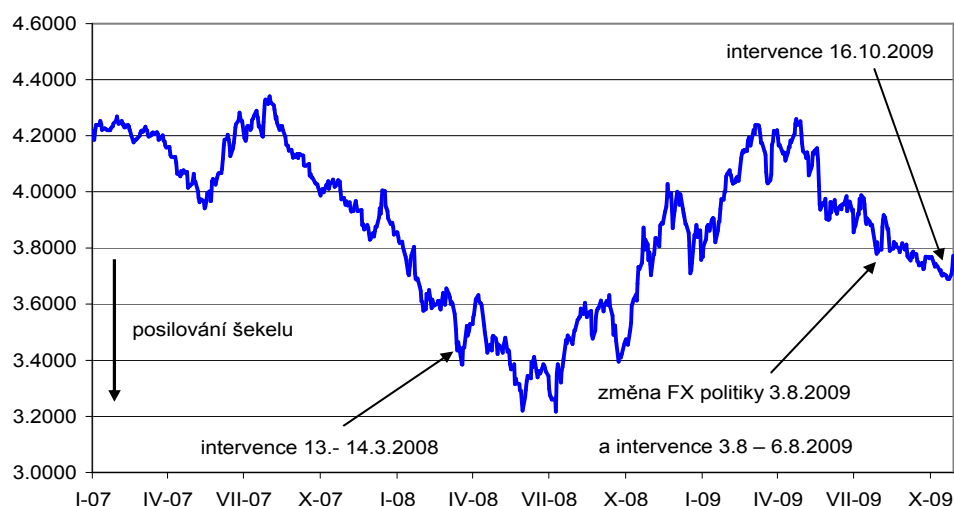
e. Komunikace

Kromě samotné techniky intervence je nutné vyjasnit otázku komunikace. SBO alespoň zpočátku spíše preferuje intervence nekomentovat, eventuálně komunikovat zpětně ovšem bez podrobností (jako například švýcarská centrální banka v březnu). Samotná přítomnost ČNB na trhu včetně objemu stejně vyjde najevo z maximálně dvou-měsíčním zpožděním v rámci pravidelné zprávy ČNB o devizových obchodech na trhu, v případě nakoupení vyšších částek by byla přítomnost banky na trhu patrná již v dekadní bilanci. V rámci komunikace je nutné také připomenout, že na intervence se vztahuje povinnost tzv. immediate notification podle článku 5.2 ERM II Agreement, tedy oznámit ECB objem intervence převyšující 200 mio EUR ihned po provedení transakce. Platí také povinnost hlásit objem intervence ECB pravidelně na konci každého pracovního dne. ECB na měsíční bázi data z jednotlivých centrálních bank agreguje a zprávu (včetně denního přehledu) zašle členům Market Operations Committee (tedy do všech centrálních bank zemí Eurozóny, za ČNB je členem Karel Bauer). Zpráva je samozřejmě v režimu „confidential“.

Box: Zkušenosti Bank of Israel s devizovými intervencemi

Bank of Israel (BoI) začala intervenovat na devizových trzích poprvé od roku 1997. První devizovou intervencí prostřednictvím nákupu amerických dolarů provedla 13. a 14. března 2008 v objemu 375 mil. USD (viz graf vývoj ILS/USD). Následně počínaje 24. březnem 2008 začala nakupovat přibližně 25 mil. USD denně. Tyto denní nákupy byly zaměřeny, podle oficiálních prohlášení BoI, na nárůst objemu devizových rezerv v držení BoI, neboť dosavadní výše devizových rezerv nebyla podle BoI dostačující pro potřeby izraelské ekonomiky (vyhlášená cílová úroveň devizových rezerv 35-40 mld. USD). Později 10. července 2008 byl objem denních nákupů navýšen v průměru na 100 mil. USD, což se dělo nejen již kvůli požadovanému nárůstu devizových rezerv, ale zejména v reakci na globální finanční krizi¹⁰, tzn. podle rétoriky BoI z titulu v té době převládajících podmínek na trhu a rovněž kvůli kumulativnímu a rychlému zhodnocení šekelu. Od října 2008 BoI začala s postupným snižováním měnověpolitických úrokových sazeb z 4,25 % až na 0,50 % v březnu 2009. Dne 3. srpna 2009 BoI změnila politiku devizových intervencí. Upustila od jednostranného směru intervencí (nákup zahraniční měny) a zavedla možnost oboustranné intervence, tzn. možnost nakupovat i prodávat šekel kdykoliv, pokud dojde k významným výkyvům kurzu šekelu. Podle nové, časově neomezené, politiky může BoI intervenovat na devizovém trhu nejen pokud devizový trh selhává, ale také v případě, kdy vývoj šekelu je nekonzistentní s ekonomickými podmínkami. Tímto krokem BoI opustila dosavadní pravidelné denní nákupy zahraniční měny, neboť podle BoI byla dosažena žádoucí úroveň devizových rezerv a nyní pokračuje v tzv. ad hoc nákupech. Politika devizových intervencí BoI se stává více diskreční a opouští jasná pravidla, tzn. vnáší více nejistoty na devizový trh ohledně záměrů intervenovat a tím i omezuje spekulativní sázky proti BoI plynoucí z jednostranných intervencí. Téměř okamžitě po oznámení změn BoI opětovně silně intervenovala čtyři dny po sobě (podle dostupných informací sterilizovaně). Následujícím, a pro mnohé překvapivým, krokem bylo zvýšení měnověpolitické úrokové sazby o 0,25 % na 0,75 % 25. srpna 2009. To bylo bezprostředně po zvýšení úrokové sazby vnímáno jako počátek cyklu zpříšňování měnové politiky. Avšak následné měnověpolitické zasedání BoI již nepřineslo další zvýšení úrokových sazeb a navíc 16. října 2009 BoI opět intervenovala na devizovém trhu přibližně v objemu 250 mil. USD. Záměr celého cyklu devizových intervencí není zcela jasný, jelikož požadovaný limit na objem devizových rezerv byl významně překročen (v září objem devizových rezerv dosáhl 58,4 mld. USD) a BoI pokračuje s intervencemi i nadále.

Graf: Vývoj měnového kurzu ILS/USD



Zdroj: Thomson Datastream, oficiální stránky Bank of Israel, Reuters, Bloomberg

¹⁰ Navíc BoI od 25. března do 5. srpna 2009 nakupovala vládní dluhopisy na sekundárním trhu na podporu své expanzivní měnové politiky. Objemový cíl činil 15 – 20 mld. ILS. V oficiálních prohlášeních zaznělo, že nakoupené dluhopisy nemá nyní v úmyslu prodávat a rovněž veškeré nákupy dluhopisů jsou sterilizovány, což napovídá o úmyslu BoI intervenovat na dlouhém konci výnosové křivky.