

Měnověpolitické doporučení pro 2. SZ 2016

Sekce měnová

1. Prognóza z 1. SZ 2016 a její naplňování dle 2. SZ

Východiskem pro březnové měnověpolitické zasedání zůstává **makroekonomická prognóza z 1. SZ 2016**. Následující odstavce ve stručnosti rekapituluji počáteční podmínky, předpoklady a vyznění této prognózy.

Ve čtvrtém čtvrtletí 2015 česká ekonomika nadále rostla, a to s přispěním všech složek poptávky s výjimkou změny stavu zásob. Celková i měnověpolitická inflace se po snížení k nule v závěru loňského roku v dosavadním průběhu letošního prvního čtvrtletí lehce zvýšily, i nadále se však nacházely výrazně pod cílem ČNB, resp. pod dolní hranou jeho tolerančního pásma.

Růst ekonomické aktivity v efektivní eurozóně by se měl podle předpokladu stávající prognózy pohybovat na celém horizontu prognózy kolem 2 %. Výrazný pokles cen energetických komodit se odráží v nadále utlumeném vývoji cen zahraničních spotřebitelských cen i cen průmyslových výrobců, když návrat druhého uvedeného cenového okruhu k meziročnímu růstu prognóza očekává až v závěru letošního roku. Stávající prognóza předpokládá, že úrokové sazby 3M EURIBOR se budou až do konce roku 2017 nacházet v záporných hodnotách. Kurz eura vůči americkému dolaru by měl v letošním roce dále lehce oslabit. U ceny ropy Brent se po snížení z přelomu let 2015/2016 předpokládá její jen pozvolný nárůst.

Růst českého HDP letos dle stávající prognózy zpomalí na 2,7 %, a to vlivem dočasného snížení hrubé tvorby kapitálu, do něhož se promítne především propad vládních investic v důsledku pozvolného náběhu čerpání prostředků z evropských fondů v novém programovém období. Ekonomiku naopak podporují nadále uvolněné měnové podmínky i pozitivní nabídkový efekt nízkých cen ropy. V příštím roce dynamika HDP zrychlí na 3 % s kladnými příspěvky všech složek domácí poptávky. Příznivý vývoj ekonomiky se projeví dalším zlepšováním situace na trhu práce. Celková zaměstnanost se bude i nadále zvyšovat, i když zpomalujícím tempem. Zaznamenán bude další pokles míry nezaměstnanosti, ačkoli i jeho tempo se zmírní. Růst mezd v podnikatelské sféře letos zrychlí a předstihne mzdovou dynamiku v nepodnikatelské sféře.

Podle stávající prognózy se celková i měnověpolitická inflace budou zvyšovat a na horizontu měnové politiky (v první polovině roku 2017) dosáhnou 2% cíle; poté se budou pohybovat lehce nad ním. Domácí ekonomika bude prostřednictvím zrychlujících mezd a zvyšující se ceny kapitálu nadále přispívat k růstu nákladů a návazně i spotřebitelských cen. Zároveň bude postupně odeznívat aktuálně výrazně protiinflační působení dovozních cen plynoucí z propadu výrobních cen v eurozóně i světových cen komodit.

Na počátku roku 2017 dojde dle stávající prognózy k dosažení 2% cíle ČNB, jehož udržitelné plnění je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016. Po opuštění kurzového závazku je se stávající prognózou konzistentní nárůst úrokových sazeb a posílení kurzu koruny (až na

25,7 CZK/EUR ke konci roku 2017). Do posílení kurzu se promítne kladný úrokový diferenciál, pokračující kvantitativní uvolňování ECB a obnovená (i když oproti předkrizovému období výrazně pozvolnější) reálná konvergence české ekonomiky k vyspělým zemím eurozóny.

Sekce měnová hodnotí v 2. SZ 2016 **bilanci rizik stávající prognózy na horizontu měnové politiky jako protiinflační.**

V dalších částech měnověpolitického doporučení je popsán aktualizovaný scénář stávající prognózy, resp. jsou stručně zmíněna hlavní rizika plynoucí z dosavadního vývoje. Poté jsou prezentovány scénáře týkající se hodnocení potřeby případného dalšího uvolnění měnové politiky a jejich implikace pro optimální načasování exitu z kurzového závazku. V březnu rozhodla ECB o dalším snížení svých úrokových sazeb, čímž se úrokový diferenciál dále zvýšil. V části 4 tohoto MPD se proto věnujeme podrobné diskuzi možného zavedení záporných úrokových sazeb a souvisejícím informacím. Následuje vyjádření sekce bankovních obchodů a kapitoly věnované komunikaci ČNB a očekáváním finančních trhů. Hlavní část dokumentu pak uzavírá vlastní měnověpolitické doporučení sekce měnové včetně komunikačního doporučení.

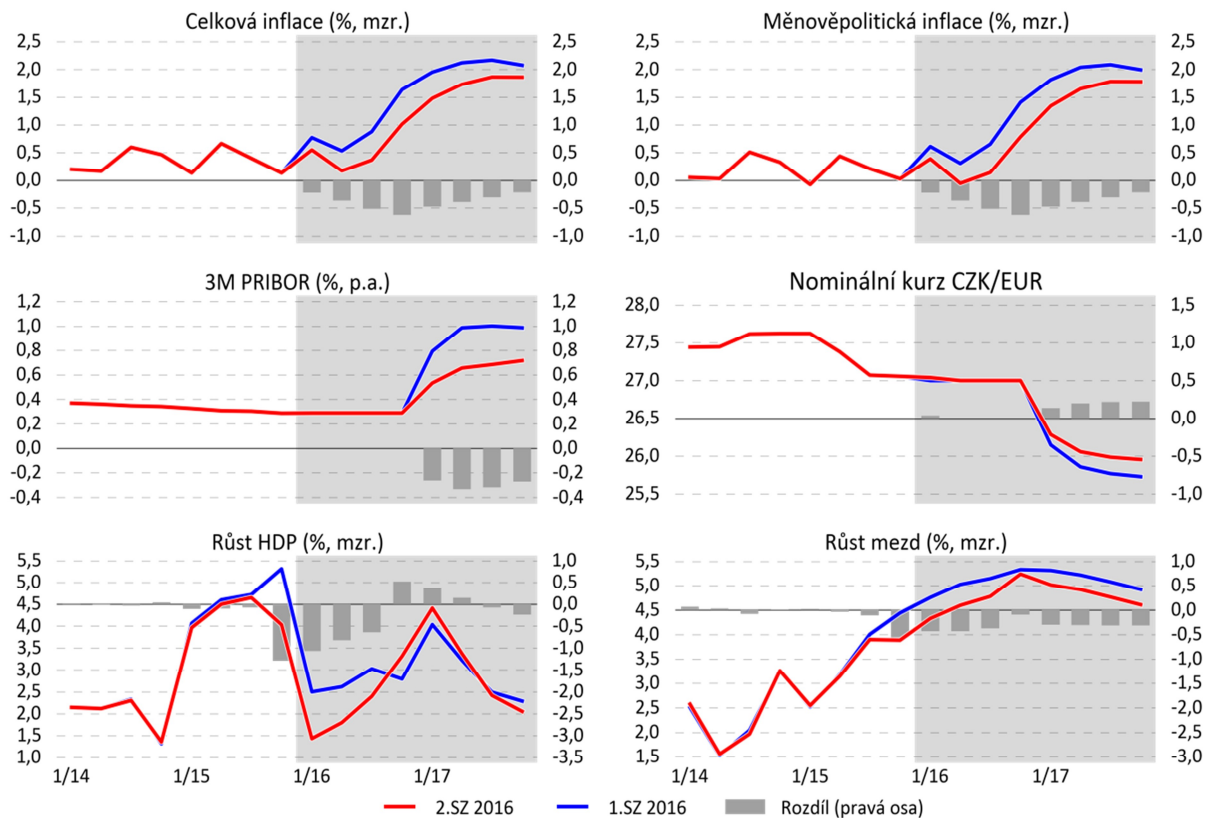
2. Aktualizovaný scénář stávající prognózy a její další rizika

Níže uvedená simulace (viz Graf 1) zachovává předpoklad z 1. SZ o stabilitě tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni při současném používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016. Výhled celkové i měnověpolitické inflace se vlivem zřetelně nižší pozorované domácí i zahraniční inflace a mezd posouvá k nižším hodnotám na celém horizontu prognózy, a to až o 0,6 p.b. v závěru letošního roku. Celková i měnověpolitická inflace se na horizontu prognózy sice budou zvyšovat, avšak pozvolněji a inflačního cíle nedosáhnou ani ve druhé polovině příštího roku. Z pohledu nastavení domácích měnových podmínek je významnou informací rovněž další snížení tržních i stínových výhledů úrokových sazeb v eurozóně, které odráží nedávné uvolnění měnové politiky ECB včetně navýšení jejího programu kvantitativního uvolňování. To posouvá domácí úrokové sazby po opuštění kurzového závazku na začátku roku 2017 zřetelně níže. Kurz koruny se na počátku příštího roku posouvá ke slabším hodnotám.

Nad rámec výše uvedené simulace existuje protiinflační riziko krátkodobého výhledu cen potravin. Nadále přetrvávají protiinflační rizika související se zvolněním ekonomického růstu v Číně a v dalších rozvíjejících se ekonomikách s možným dopadem na pomaleji rostoucí ekonomickou aktivitu u našich hlavních obchodních partnerů. Naopak vyšší výhled cen ropy představuje lehce proinflační riziko.¹

¹ Pro popis nejistoty týkající se vývoje cen ropy byl v 1. SZ a minulém MPD prezentován citlivostní scénář ve dvou variantách vývoje cen ropy. Dolní varianta tohoto scénáře kvantifikovala důsledky hypotetického prudkého propadu ceny ropy Brent na úroveň 15 USD/barel na celém horizontu prognózy, horní varianta pak na celém horizontu prognózy symetricky zachovávala stejnou výši absolutní odchylky ceny ropy od základního scénáře jako dolní varianta, tj. výchozí cena ropy byla na úrovni 49 USD/barel a postupně rostla až k 74 USD/barel ke konci roku 2017. Ve svých měnověpolitických implikacích obě varianty citlivostního scénáře indikovaly možnost opuštění kurzového závazku nejdříve v 1. čtvrtletí roku 2017, resp. v dolní variantě dokonce ještě později.

Graf 1: Srovnání aktualizovaného scénáře (2. SZ) s prognózou z 1. SZ 2016



Celkově jsou **rizika prognózy z 1. SZ na horizontu měnové politiky protiinflační**. Z pohledu nastavení domácí měnové politiky nově publikovaná data spolu s posledními kroky ECB vyznívají směrem k pozdějšímu exitu z kurzového závazku oproti předpokladům stávající prognózy.

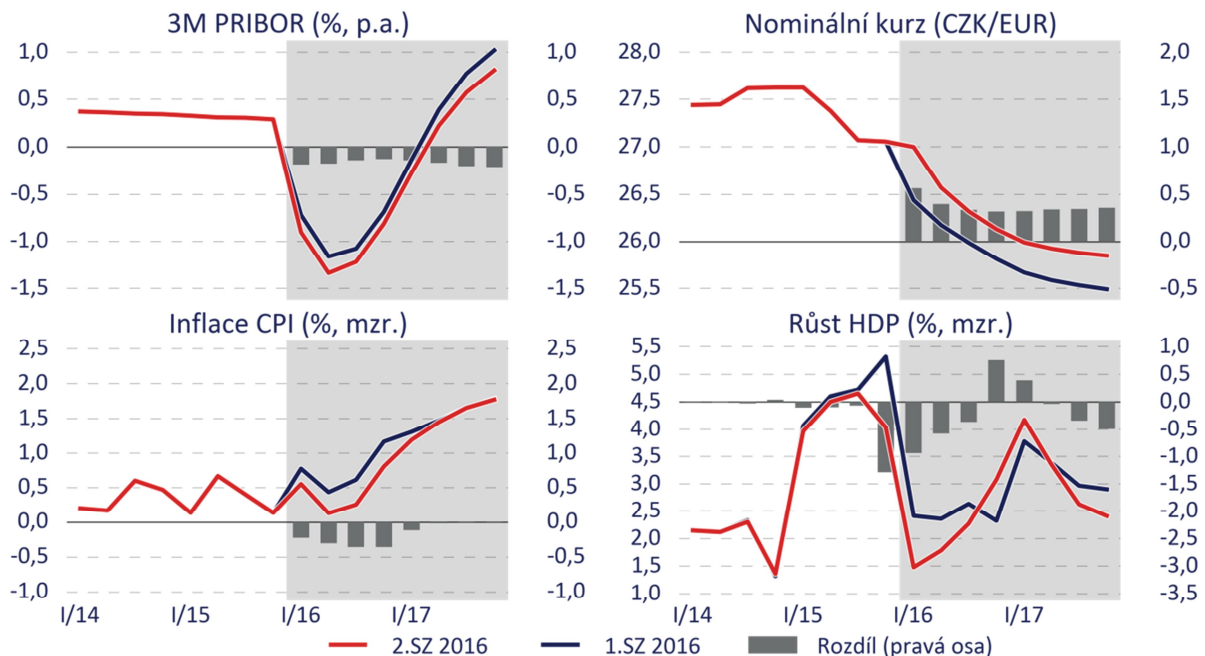
3. Hodnocení potřeby dalšího uvolnění měnové politiky

Standardním východiskem úvah o případné změně parametrů kurzového závazku (jeho hladiny a doby jeho využívání) jsou vedle prognózy též dvě již tradiční simulace: scénář s volnými sazbami, který signalizuje rozsah potřebného uvolnění měnových podmínek při použití tradičního nástroje (tedy skrze snížení úrokových sazeb), a scénář s endogenním kurzem, který ukazuje rozsah potřebného uvolnění měnových podmínek prostřednictvím měnového kurzu. Součástí této kapitoly MPD je též scénář s variantním časovým umístěním předpokládaného ukončení kurzového závazku.

Simulace s volnými úrokovými sazbami (viz Graf 2) abstrahuje nulové dolní meze pro úrokové sazby a od existence kurzového závazku na hladině 27 CZK/EUR. Simulace na bázi nových makroekonomických dat naznačuje na celém prognostickém horizontu mírně vyšší potřebu uvolnění měnových podmínek prostřednictvím snížení repo sazby, než tomu bylo v simulaci pro 1. SZ. Potřeba více záporných sazeb je dána zejména posunem výhledu tržních i stínových zahraničních úrokových sazeb směrem dolů, který odráží další uvolnění měnové politiky ECB. Ve stejném směru působí nižší než očekávaná domácí inflace a mzdový růst. Kulminace poklesu sazeb ve druhém čtvrtletí 2016 (tedy ve stejném období jako naznačovala minulá simulace) dosahuje přibližně šesti až sedmi snížení o standardních 0,25 procentního

bodů.² Kurz je zároveň slabší než ve verzi této simulace z 1. SZ, takže potřeba uvolnění měnové politiky je nyní celkově silnější, než tomu bylo minule. Inflace je až do 1. čtvrtletí 2017 nižší, poté se obě trajektorie shodují. Na horizontu měnové politiky tak inflace v aktualizovaném scénáři s volnými sazbami nedosahuje 2% cíle ČNB, stejně jako minule.

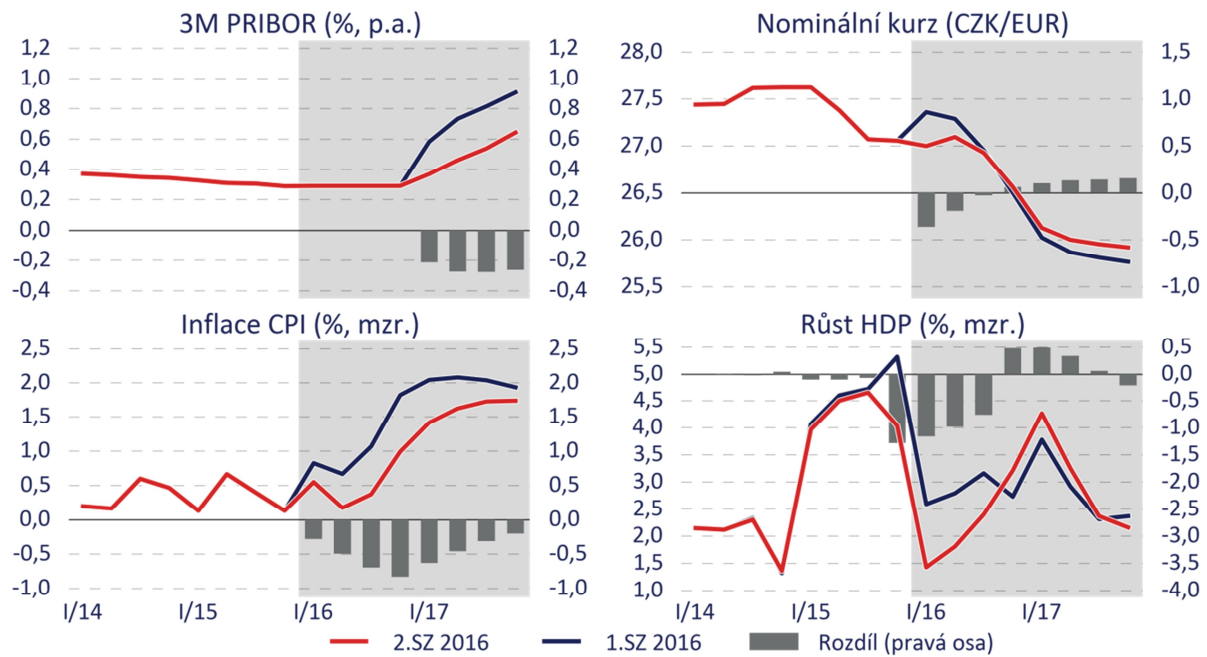
Graf 2: Scénář s volnými úrokovými sazbami



V simulaci s endogenním kurzem aktualizované na základě nových makroekonomických dat (viz Graf 3) se kurz až do 3. čtvrtletí 2016 pohybuje na silnějším hodnotách než v minulé verzi této simulace a setrvává v blízkosti hladiny 27 CZK/EUR. Kromě „efektu vysezení“ se zde projevuje i skutečnost, že původně agresivní nastavení intervenčního pravidla již není dostatečné na to, aby přetlačilo silně apreciační vliv na kurz koruny vůči euru plynoucí z výrazně negativních stínových sazeb Euribor. Od konce roku 2016 pak kurz posiluje až na hodnotu 25,90 CZK/EUR ke konci roku 2017. Přitom se pohybuje na hodnotách mírně slabších, než tomu bylo v minulé verzi této simulace, a společně s nižšími domácími úrokovými sazbami tak v příštím roce naznačuje uvolněnější nastavení měnových podmínek v obou jejich složkách. Inflace se však i přesto v této simulaci pohybuje na nižších hodnotách než minule a ani na horizontu prognózy nedosahuje 2% cíle ČNB.

² Konkrétně scénář implikuje hodnotu 3M PRIBOR ve výši -1,4 % ve druhém čtvrtletí 2016.

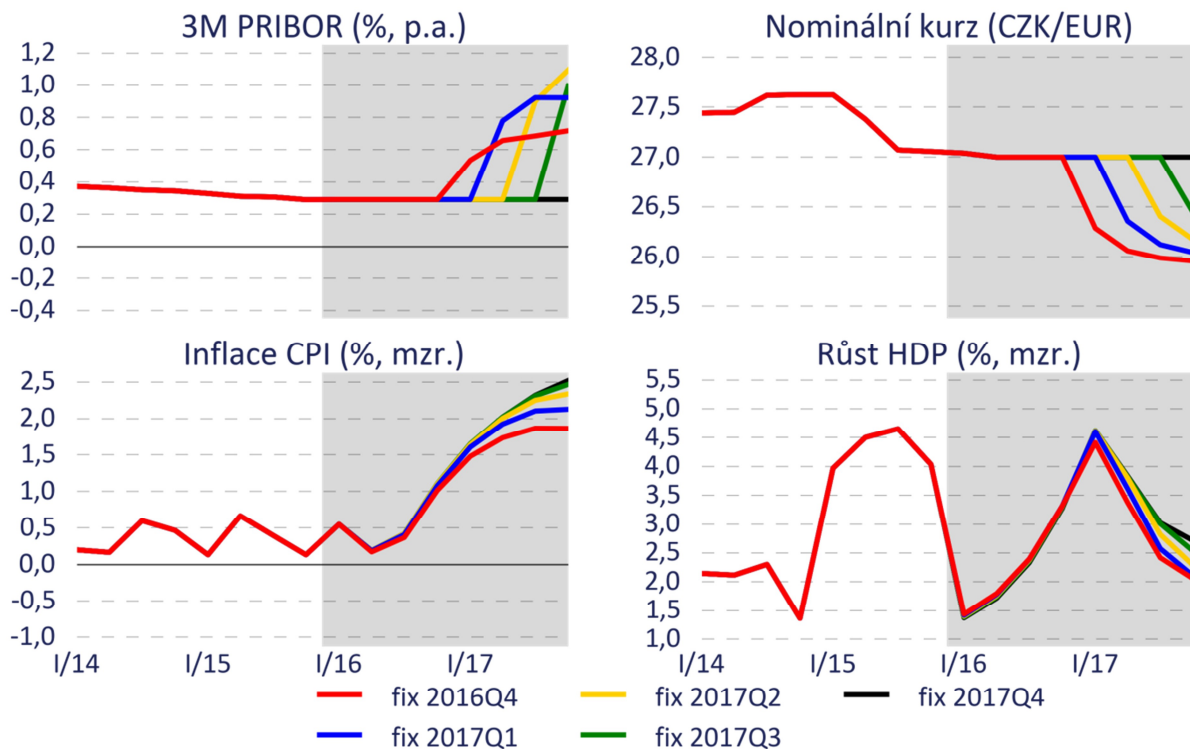
Graf 3: Scénář s endogenním kurzem



Simulace s variantním časovým umístěním exitu³ (viz Graf 4) ukazuje, že i exit o kvartál později než předpokládá stávající prognóza, tj. ve druhém čtvrtletí 2017 (modrá čára – kurz fixován do 1Q17), by zajistil pouze velmi těsné plnění inflačního cíle. Robustní a udržitelné plnění inflačního cíle umožňuje až exit ve druhé polovině roku 2017 (žlutá čára – kurz fixován do 2Q17). S prodlužováním doby používání kurzu dochází také k urychlování ekonomického růstu a ke strmějšímu nárůstu úrokových sazeb v roce 2017. Reakce kurzu po exitu odpovídá vývoji inflace a úrokových sazeb v příslušné variantě simulace, přičemž v závěru roku 2017 se očekávaná hodnota kurzu nachází v rozpětí 26,00 CZK/EUR (kurz fixován do 4Q16) až 26,40 CZK/EUR (fix do 3Q17).

³ První varianta této simulace znamená opuštění kurzového závazku v souladu s předpokladem stávající prognózy, tj. počátkem roku 2017. Jde o aktualizovaný scénář prognózy (viz 2. SZ, resp. kap. 2 tohoto MPD), přičemž zde jej reprezentuje červená čára – kurz fixován do 4Q16.

Graf 4: Scénář s variantním časovým umístěním předpokládaného konce kurzového závazku



Výše prezentované simulace tedy ukazují, že exit z kurzového závazku na začátku roku 2017, jak ho předpokládá stávající prognóza, již není při nově dostupných informacích konzistentní se splněním podmínek pro jeho smysluplné provedení.⁴ Robustní a udržitelné plnění inflačního cíle ve druhém pololetí příštího roku dle současných znalostí umožní až exit provedený nejdříve v polovině roku 2017.

Doporučujeme toto hodnocení odrazit v komunikaci, konkrétně v té její části, kde se hovoří o pohledu bankovní rady na pravděpodobné ukončení kurzového závazku.

4. Diskuze ohledně zavedení záporných úrokových sazeb související úvahy a informace

Vedle dalších relevantních faktorů ovlivňuje úvahy o konkrétním načasování exitu a případném využití dalších měnověpolitických nástrojů též výhled měnové politiky v eurozóně. V období od 1. SZ došlo k **dalšímu uvolnění měnové politiky ECB**, která na svém březnovém zasedání rozhodla o snížení základní úrokové sazby o 5 b.b. na 0 %, sazby zápujční facility o 5 b.b. na 0,25 % a depozitní sazby o 10 b.b. na -0,40 %, zvýšila měsíční objem nákupu dluhopisů (o 20 mld. EUR měsíčně) a oznámila spuštění nových TLTRO operací od června.

Snížení sazeb ECB vedlo k **dalšímu rozšíření úrokového diferenciálu** ČR vůči eurozóně v některých segmentech finančního trhu, což při vysoké stabilitě kurzu koruny vůči euru teoreticky otevírá příležitost pro obchody typu „carry trades“, kde je euro financující měnou a koruna cílovou měnou. Vzhledem k potenciálně vysoké přitažlivosti takových obchodů pro

⁴ To naznačuje, že v příští prognóze bude předpokládané používání kurzu nejspíše prodlouženo do konce 1. pololetí roku 2017.

finanční spekulanty by to mohlo začít generovat významný tlak na nárůst devizových rezerv z důvodu nutnosti udržení kurzového závazku ČNB (nad rámec již tak velkých reálných i spekulativních toků, které bude muset ČNB do své bilance před exitem pravděpodobně absorbovat).

K případné eliminaci těchto obchodů a tudíž jako podpůrný nástroj pro udržení kurzového závazku by v takové situaci mohlo sloužit zavedení **záporných úrokových sazeb**, které bylo bankovní radou diskutováno již na únorovém měnověpolitickém zasedání.

Sekce měnová vnímá záporné úrokové sazby jako legitimní nástroj měnové politiky. Lze o nich uvažovat v případě silných tlaků na nárůst devizových rezerv ČNB v podmínkách kurzového závazku, které by generoval příliv kapitálu motivovaný existencí kladného úrokového diferenciálu. Takové tlaky však od posledního měnověpolitického zasedání bankovní rady nepozorujeme.⁵

Sekce měnová současně nepovažuje **zavedení záporných úrokových sazeb za potřebné ani striktně s ohledem na nastavení domácích měnových podmínek a očekávaný vývoj inflace na horizontu měnové politiky**. Používáme kurzový závazek jako další nástroj naší měnové politiky, dodatečné uvolnění měnových podmínek lze doručit prodloužením jeho platnosti či v případě výrazně protiinflačních rizik posunem hladiny kurzového závazku na slabší úroveň. Možnost/schopnost ČNB intervenovat na udržení závazku je teoreticky neomezená. Záporné úrokové sazby jsou tohoto makro pohledu naproti tomu nástrojem s limitovaným použitím a jejich implementace a komunikace není bez nákladů a rizik.⁶

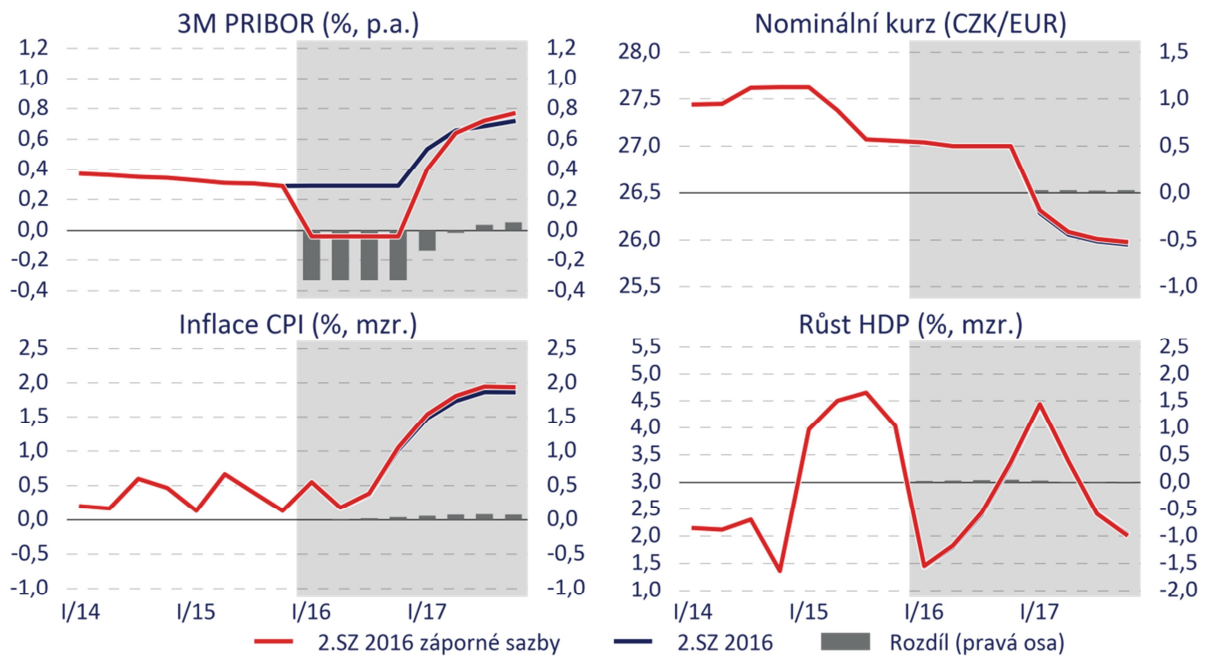
Jak ukazuje následující **simulace se zavedením mírně záporných měnověpolitických úrokových sazeb** (repo sazba předpokládána na -0,3 %, 3M PRIBOR těsně pod nulou; viz Graf 6), jejich implementace v tomto rozsahu nevede ke znatelnému přehodnocení výhledu klíčových ekonomických veličin. V případě zavedení záporných sazeb by inflace v roce 2017 byla o přibližně 0,05 p.b. výše než za jinak stejných okolností a až do konce prognostického horizontu by se – podobně jako v aktualizovaném scénáři prognózy – pohybovala pod hladinou inflačního cíle. Po opuštění kurzového závazku (ve shodě s předpokladem stávající prognózy na počátku roku 2017) by došlo k nárůstu úrokových sazeb na hodnotu jen nepatrně vyšší než v aktualizovaném scénáři prognózy z 2. SZ; hodnota kurzu by zůstala shodná. **Zavedení záporných měnověpolitických sazeb v tomto rozsahu tedy není z hlediska dodatečného uvolnění měnové politiky významným krokem.**

Vedle názoru sekce měnové jsou relevantní rovněž argumenty z vyjádření poskytnutých v této věci sekcí bankovních obchodů a samostatným odborem finanční stability (viz též Příloha č. 1).

⁵ V nedávných vlnách zvýšeného přílivu spekulativního kapitálu se doposud negativní sazby v relevantních segmentech finančního trhu objevovaly endogenně/spontánně (implikované korunové sazby cross-currency swapů byly často výrazně záporné), a působily tak na kurz stabilizačně i bez nutnosti snížit pod nulu měnověpolitické sazby.

⁶ Tento pohled je v souladu s materiály pojednávajícími o nekonvenčních měnových nástrojích připravených sekcí měnovou v uplynulých letech.

Graf 5: Scénář se zavedením mírně záporných MP úrokových sazeb (repo sazba na úrovni -0,3 %)



Mezi argumenty proti zavedení záporných úrokových sazeb v současné situaci, které uvedené útvary v současnosti akcentují, přitom patří:

- (i) v současné situaci, kdy koruna není pod tlakem carry-trade obchodů, by zavedení záporných sazeb jako nástroje zamezujícího takovým obchodům bylo **těžko obhajitelné**;
- (ii) proti zavedení záporných úrokových sazeb hovoří také očekávaný **vývoj úrokového diferenciálu**, který by se pravděpodobně neměl již příliš zvyšovat nad současnou úroveň 0,45 p.b., neboť ECB po svém jednání 10. března komunikovala, že její sazby již zřejmě dosáhly svého dna;⁷
- (iii) existuje **riziko, že trh by si zavedení záporných sazeb vyložil jako úvahy ČNB o švýcarské formě exitu**, tedy že použití kurzu jako nástroje pro uvolnění měnových podmínek bylo chybné a že bude lepší nahradit kurzový závazek zápornými sazbami (blíže k posledním dvěma bodům viz stanovisko SBO v části 5 tohoto MPD; toto riziko však lze zmírňovat komunikací, kterou ostatně již ČNB delší dobu vede);
- (iv) **negativní dopady na český finanční sektor** (viz stanovisko SAO FS v Příloze č. 1);

Na základě výše uvedeného sekce měnová zavedení záporných úrokových sazeb na březnovém měnovém zasedání bankovní rady nedoporučuje.

S případným zavedením záporných úrokových sazeb jsou spojeny také **právní a implementační aspekty**, které byly souhrnně uvedeny v materiálu „Další nástroje měnové politiky – březen 2015“ (dále jako DNMP) předloženém bankovní radě 13. března 2015, a jejichž aktualizace byla připravena pro účely tohoto MPD. **S těmito aspekty nejsou**

⁷ Na tiskové konferenci po březnovém zasedání prezident ECB prohlásil, že v současné době nevidí potřebu dalšího snižování sazeb a že ECB bude klást důraz i na další nekonvenční nástroje, mimo jiné i vzhledem k uvědomění si negativního dopadu záporných depozitních sazeb na hospodářské výsledky finančního sektoru. Hlavní ekonom ECB P. Praet nicméně o několik dní později uvedl, že další pokles sazeb není vyloučen.

v současné době spojené žádné závažné překážky, které by případné okamžité zavedení záporných úrokových sazeb znemožňovaly.

Právní aspekty zavedení záporných měnověpolitických úrokových sazeb posuzoval v minulosti opakovaně OLP sekce kancelář, jehož stanovisko vyznělo tak, že stanovení záporných úrokových sazeb centrální bankou není v rozporu s právním řádem. Stav je nicméně takový, že právní předpisy se zápornými sazbami nepočítají, čímž mohou při jejich reálném zavedení nastat efekty zákonodárcem (či autorem předpisu) nezamýšlené a jdoucí proti jejich logice. Pokud ovšem právní předpis, jehož příprava není v (spolu)působnosti ČNB, používá sazby ČNB (resp. jejich násobky) pro jakýkoliv jím zamýšlený účel, pak tato skutečnost nemůže být překážkou pro případnou úpravu těchto sazeb do mínusu v souladu s řádným plněním hlavního cíle ČNB. Jinými slovy ČNB nemůže rezignovat na plnění svého hlavního cíle s odůvodněním, že vznikne dílčí problém při aplikaci právních předpisů, které nejsou v její gesci. Aktualizovaný výčet příslušných právních předpisů je uveden v Příloze 2 tohoto MPD.

V rámci **implementačních aspektů** se podařilo vyřešit hlavní překážku uvedenou v materiálu DNMP, která umožňovala se záporným úrokovým sazbám vyhnout, a to skutečnost neúročení (resp. nulové úrokové sazby) u tzv. volných rezerv (zůstatků bank na účtech platebního styku u ČNB nad rámec povinných minimálních rezerv). Sekce bankovních obchodů (SBO) připravila po diskusi se sekci měnovou a dalšími relevantními útvary **návrh úročení volných rezerv ve dvou variantách**, a to (1) tzv. „tiered“ systém, tj. negativní úročení sazbou pouze u „nadlimitních“ volných rezerv, přesahujících X-násobek PMR (do této výše se volné rezervy úročí jako PMR v době záporných sazeb, tj. 0 %), a (2) „non-tiered“ systém, tj. negativní úročení sazbou na celý objem volných rezerv, tedy rezerv přesahujících PMR. Absence aktuálních tlaků na kurz respektive nárůst devizových rezerv přitom vytváří prostor prodiskutovat tyto parametry případných záporných úrokových sazeb během dubna **na poradě bankovní rady s experty, jejíž uspořádání doporučujeme.**⁸

Druhou implementační překážku uvedenou v materiálu DNMP, tedy skutečnost **nulové úrokové sazby na korunovém Souhrnném účtu státní pokladny**, se nicméně doposud nepodařilo úspěšně vyřešit s ministerstvem financí. Kromě jiného zde hrozí kolize se zákazem měnového financování, neboť nulové sazby v podmínkách obecně záporných sazeb by bylo možné interpretovat jako podporu státního rozpočtu.

V případě ponechání měnověpolitických úrokových sazeb na stávající úrovni doporučuje sekce měnová v navazující komunikaci uvést, že **bankovní rada pokračovala v diskusi o záporných sazbách.**

5. Vyjádření sekce bankovních obchodů

Koruna měla ještě v lednu i počátkem února tendenci posilovat, což se promítlo i v naší intervenční aktivitě. Během ledna jsme nakoupili 2,154 mld. EUR a v únoru dalších 0,623 mld. EUR. Po zasedání ČNB počátkem února, kdy bylo oznámeno, že bankovní rada diskutovala také zavedení záporných sazeb, ochabl zájem o nákup koruny a i díky přivírání dlouhých korunových pozic se kurz odpoutal od flooru. Hrozbu zavedení záporných sazeb živila také obava z dalšího uvolnění měnových podmínek ze strany ECB. Vlivem rétoriky

⁸ Kromě technických aspektů by předmětem diskuse mohly být i vysvětlující teze, které by v případě zavedení záporných sazeb mohly být publikovány (např. v podobě článku/blogového příspěvku některého z členů BR na webu ČNB, ve formě odpovědí na nejčastěji kladené otázky - FAQs apod.). Jejich první draft již sekce měnová připravila.

ČNB však z pohledu trhů hrozba zavedení záporných sazeb (minimálně krátkodobě) postupně opadala a koruna se proto opět začala blížit k hranici 27,020. Trh je momentálně poměrně dobře vybalancovaný a probíhají na něm primárně běžná korporátní flow. Opakuje se tak situace z jara 2014, kdy byl kurz velmi stabilní kolem hranice 27,400. Na poli derivátů je od počátku roku setrvalý stav, kromě přirozené volatility se nic zásadního neděje a implikované výnosy se stále drží kolem -0,20 až -0,50 %.

Vzhledem k tomu, že koruna není pod tlakem spekulativních nákupů a naše aktivita na trhu je momentálně nulová, **rozhodně není z našeho pohledu vhodná doba na zavedení záporných sazeb**. Za této situace by jejich implementace jako defenzivního nástroje proti spekulativním nákupům koruny byla těžko obhajitelná a navíc existuje i **riziko, že by si trh zavedení záporných sazeb v této situaci vyložil tak**, že použití kurzu jako nástroje pro uvolnění měnových podmínek bylo chybné a že bude lepší vrátit se k sazbám, tedy **že ČNB uvažuje o švýcarské formě exitu** (nahrazení flooru zápornými sazbami).

Věříme, že zavedení záporných sazeb by bylo vhodnější v situaci, **kdy budeme čelit výrazným nákupům korun ze zahraničí a budeme chtít některé typy obchodů utlumit** (např. carry-trady). Ovšem i v takové situaci bude mít vliv tohoto opatření především **signální efekt**, a to minimálně ze dvou důvodů.

- a) Předně v případě silnějšího spekulativního útoku budou implikované sazby pravděpodobně opět výrazně v záporných hodnotách, takže zavedení záporných sazeb v přiměřené výši, aby to neohrozilo zdraví domácího bankovního sektoru, bude mít jen minimální ekonomický dopad (v létě 2015 se implikované sazby pohybovaly okolo -4 %, takže případné snížení sazeb například na -25 či -50 bazických bodů nemá v takové situaci dostatečnou razanci). Lze argumentovat, že sazby lze snížit i mnohem více a zavést tiering na ochranu domácích bank, potažmo střadatelů, nicméně to zase snižuje dopad takto nízkých sazeb na trh, takže efekt by byl zhruba stejný (záleželo by na míře ochrany).
- b) Druhým důvodem je fakt, že případný tlak na korunu pravděpodobně nebude mít základ v úrokovém diferenciálu (což neměl ani v roce 2015), ale důvodem bude samotná existence flooru, respektive očekávání na výraznější posílení koruny po jeho odstranění. Vlivem existující distorze na derivátovém trhu a vlivem flooru je dopad úrokového diferenciálu na kurz mnohem menší, protože stále vytváří výhodnější podmínky pro zajištěné cizoměnové investice do domácích aktiv, než investice v nezajištěné podobě s cizoměnovou expozicí. Pokud totiž zahraniční investor před samotným nákupem domácího aktiva místo promptní směny cizí měny na CZK použije swap, získá kromě zajištění proti kurzovému riziku také „bonus“ v podobě výnosu ve výši několika desítek bazických bodů. I díky tomuto „bonusu“ jsou záporné výnosy domácích dluhopisů pro zahraniční investory stále atraktivní, proto roste jejich podíl na držení státních dluhopisů, zatímco pro domácí subjekty jsou záporné výnosy domácích dluhopisů neatraktivní, výhodnější je nechat ležet koruny na účtech bank za výnosy blízké nule (pokud jim v tom nebrání regulace).

Nadále doporučujeme pokračovat ve stávající strategii, komunikovat připravenost intervenovat a zachovat stoický klid. Momentálně na trhu nejsme aktivní, ale je možné, že blížící se obměna bankovní rady může být spojena s vyšší volatilitou kurzu. Prezident prohlásil, že prvního kandidáta by rád oznámil již v květnu.

6. Dosavadní komunikace ČNB

Na *tiskové konferenci* po **únorovém měnověpolitickém zasedání** guvernér ČNB M. Singer přednesl *Prohlášení bankovní rady* představující novou prognózu a její předpoklady. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce letošního roku. V roce 2017 je s prognózou konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb.

Bankovní rada vyhodnotila *rizika nové prognózy* na horizontu měnové politiky jako zhruba vyrovnaná s tím, že významným obousměrným zdrojem nejistoty je vývoj cen ropy. Bankovní rada konstatovala, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v roce 2017. Bankovní rada přitom vidí jako pravděpodobné ukončení závazku v první polovině příštího roku. Bankovní rada opět diskutovala také o možnosti zavedení záporných úrokových sazeb s ohledem na rozšíření úrokového diferenciálu vůči eurozóně a vývoj na domácích finančních trzích.

Během února a března se několik členů BR vyjádřilo k měnové politice ČNB, resp. k jejímu budoucímu nastavení (viz Tabulka 1). Jejich vyjádření potvrzovala vyznění únorového měnověpolitického zasedání, že termín ukončení kurzového závazku se nachází nejdříve v roce 2017, a odrážela – v některých případech rozdílné – postoje k zavedení záporných úrokových sazeb.

Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů bankovní rady v médiích

9.2.	L. Lízal (prezentace na Adam Smith Seminar Series, Paris)	<p>The Bank Board states that the Czech National Bank will not discontinue the use of the exchange rate as a monetary policy instrument before 2017. The Bank Board considers it likely that the commitment will be discontinued in the first half of next year.</p> <p>The Bank Board again also discussed the possibility of introducing negative interest rates in light of the widening of the interest rate differential vis-à-vis the euro area and developments in domestic financial markets.</p> <ul style="list-style-type: none"> • New wisdom about ZLB: <ul style="list-style-type: none"> - moderately negative deposit rates possible - seem to be a useful MP instrument for a short time - MP space is larger than previously assumed but likely country specific - but all other questions and risks associated with (high) negative rates remain • With the expected development of the euro area interest rates and the ECB's use of unconventional monetary policy tools, the interest rate differential vis-à-vis the euro can stay sizeable by the time the CNB returns to conventional monetary policy. • FX commitment in case of ZLB has the power to increase inflation and is not the beggar thy neighbour policy and mitigates the effect of large interest rate differential while in effect • Negative interest rates, on the other hand, decrease the differential <ul style="list-style-type: none"> - Useful tool in current world - Conventional monetary policy can utilize the additional space if needed - Use depends on particular conditions and time, i.e., country and condition specific use
11.2.	J. Rusnok (ČT24)	<p>Bude-li se situace vyvíjet tak jak se zatím vyvíjí, to znamená, budeme v prostředí, kde centrální banky - ECB, Švýcaři, Švédové, Dánové - dramaticky dále uvolňují měnovou politiku, tak my nebudeme moci na to nereagovat. A bude-li tedy deflační tlak do jisté míry z tohoto vnějšího okolí pokračovat, tak se pravděpodobnost jejich krátkodobého použití (Pozn.: záporných úrokových sazeb) zvyšuje.</p> <p>...protože my sice jsme samostatná národní měnová autorita, ale nežijeme na ostrově, velice nás ovlivňuje to, co se děje kolem nás. A jestliže všude kolem nás je tendence nebo už situace taková, že v centrálních bankách záporné sazby jsou, tak samozřejmě "spekulanti" hledají nějaký pozitivní rozdíl a notabene ho hledají v zemi, u které je vysoká pravděpodobnost, že spíše do budoucna její měna posílí. Takže my nechceme vytvářet příliš příznivé prostředí pro spekulanty, aby si na nás vydělávali zbytečně</p>

Omezený přístup po dobu 6 let

		nějaké peníze. To je celá logika. Jestli to vůbec nastane, já nevím. Možná že vůbec ne, protože výhled naší inflace je zatím takový, že se postupně někdy ve druhé polovině roku začneme blížit někam do teritoria jedna a půl až plus něco, takže už se budeme blížit nějakému rozumnému cíli, rozumné úrovni, takže možná to vůbec nebude potřeba.
16.2.	M. Singer (prezentace CNB Monetary Policy and Developments in the Czech Economy CFA Society Forecasting Dinner, Prague)	The Bank Board therefore states that the CNB will not discontinue the use of the exchange rate as a monetary policy instrument before 2017. The Bank Board considers it likely that the commitment will be discontinued in the first half of 2017.
17.2.	M. Hampl (Měnová politika ČNB, devizový kurz a finanční řízení firmy, seminář ČNB)	Po vyhlášení závazku byl jeho horizont popsán jako „přínejmenším do počátku roku 2015“ (nyní „nejdříve 2017, pravděpodobně v 1. polovině roku 2017“). Po exitu bude ČNB připravena bránit jakýmkoli pohybům měnového kurzu, které bude považovat za nepřiměřené a nefundamentální (stejně jako kdykoli v minulosti od zavedení cílování inflace v roce 1998).
3.3.	M. Singer (prezentace Unconventional monetary policy tools and FX reserves management: The Czech experience, London)	CNB will not discontinue use of exchange rate as monetary policy instrument before 2017.
13.3.	M. Singer (Reportér)	...my v ČNB rozhodně nejsme žádní velcí fanoušci negativních úrokových sazeb. O investování nerozhoduje jen výše úrokových sazeb, ale i řada jiných věcí – a tohle je tak nenormální věc, že může, minimálně krátkodobě, investory znejistit. Jsem přesvědčen, že jsou i jiné způsoby, jak dostat peníze do ekonomiky. Na straně druhé, už dnes jsou někde negativní sazby – a investoři platí za tu jistotu, že mají někde zaparkované peníze ve státním dluhopisu. Nevím (Pozn.: odpověď na otázku, zda se dočkáme záporných úrokových sazeb již na březnovém měnovém zasedání BR). Uvidíme, co udělá ECB a co udělají trhy, a pak se nějak rozhodneme. Rozhodně to není tak, že bychom byli ve vleku Evropské centrální banky. Mnohokrát jsme se rozhodli zcela jinak.
15.3.	M. Hampl (Bloomberg)	We are making autonomous decisions to fulfill our mandate. In this context, I don't see a reason to loosen policy further now. If I were to consider a further easing of monetary conditions, then I would have to see a worsening of the fundamental picture – the macroeconomic picture, monetary picture and demand picture. And I have to say that's not what I'm seeing now. The advantage of the foreign exchange commitment is that it's automatic and unlimited. In our economy, negative rates wouldn't only deliver very little impact, but they also carry many risks, side effects and potential costs.
15.3.	M. Singer (kulatý stůl, Karlovy Vary)	...neukončíme tuto politiku do konce roku 2016 a současně platí i to, že bankovní rada se domnívá, že v prvním pololetí 2017 může dojít k exitu z ní. ...úrokové sazby budou tedy ještě nějakou dobu hodně nízko... ...jestli sem zase do těch korun potečou výraznější peníze, tak my můžeme zjistit, že na tom segmentu těch horkých peněz ty záporné sazby budou artikulovány více než teď... ...já jsem trochu skeptický k záporným úrokovým sazbám, protože přece jenom cílem toho uvolnění měnové politiky je vytváření nějakého prostředí, ve kterém se vyplácí investovat...Nezdá se mě, že v tuto chvíli to zas tak akutně hrozí (Pozn.: zavedení záporných úrokových sazeb).
21.3.	M. Singer (Reuters)	I think we may legally and technically use negative rates but we would rather avoid it for many reasons. Uncertain investors are not too eager investors so that is why we are relatively reluctant. We may be forced to by the ECB and others but so far it doesn't appear so. That (Pozn.: kladný rozdíl mezi sazbami ČNB a ECB) would probably be a reason to react, but so far it is obvious we didn't do it, so it's obvious we didn't find it necessary. We intervene when there is a demand to buy Czech crown and that pushes liquidity into the system, which itself generates negative interest rates de facto on hot money.
23.3.	L. Lízal	Já ale vycházím z toho, že kurzový závazek je strategický nástroj, zatímco negativní sazby jsou pro mě spíše nástrojem taktickým, který má jiné použití. Myslím tím, že je v

	(Hospodářské noviny)	<p>našem případě použitelný ve spojitosti s opuštěním kurzového závazku.</p> <p>Myslím, že debata o použití negativních sazeb má smysl, protože si člověk může ujasnit situace, jak se ekonomika může vyvíjet. To ale neznamená, že je ta otázka na stole hned teď.</p> <p>Jak dlouho ještě bude tento režim trvat, teď závisí na tom, jak dlouho budeme čekat na inflačního Godota.</p> <p>Za sebe si myslím, že pokud nedojde k zásadním překvapením, varianta dalšího prodloužení už nebude moc relevantní.</p> <p>Nemyslím si, že to (Pozn.: konec negativních sazeb v eurozóně a nákupů dluhopisů ze strany ECB) je podmínkou, protože to bude záležet na domácí inflaci a na výhledu inflace, stejně jako cen komodit.</p>
--	----------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

7. Reakce a očekávání finančních trhů

Únorové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno všemi analytiky. Stabilitu základních sazeb ČNB očekávalo všech patnáct analytiků z dotazníků *IOFT* (15.1.), všech šestnáct analytiků podle šetření agentury *Bloomberg* (1.2.) i všech šestnáct analytiků oslovených agenturou *Thomson Reuters* (2.2.). Analytici z průzkumu *IOFT* předpokládali ukončení režimu intervencí v období 3Q16 až 4Q17, analytici z průzkumu *Thomson Reuters* v období 2H16 až 2H17.

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR zůstaly stabilní, sklon výnosové křivky sazeb **PRIBOR** je rostoucí. Výhled sazeb **FRA** implikuje pokles sazeb 3M PRIBOR cca o 0,15 p.b. do začátku příštího roku. Do konce letošního roku se tak tržní výhled pohybuje mírně pod trajektorií úrokových sazeb ze stávající prognózy ČNB. Poté (tj. počátkem roku 2017) stávající prognóza ČNB předpokládá opuštění kurzového závazku, s čímž je konzistentní nárůst úrokových sazeb.

Sazby **IRS** se od posledního zasedání BR na kratším konci křivky nezměnily, ve vzdálenějších splatnostech se jen lehce snížily. Výnosová křivka sazeb IRS zůstává rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,2 p.b., spread 10R-1R činí 0,4 p.b.

Z dotazníků *IOFT* (15.3.) vyplývá, že na březnovém zasedání BR ČNB i v ročním horizontu všech čtrnáct analytiků očekává **stabilitu základních sazeb** ČNB.

Tabulka 2: Očekávání analytiků ohledně okamžiku ukončení režimu devizových intervencí dle IOFT (15.3.)

2016				2017				2018			
1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
				●●●●●	●●●●●	●	●	●			

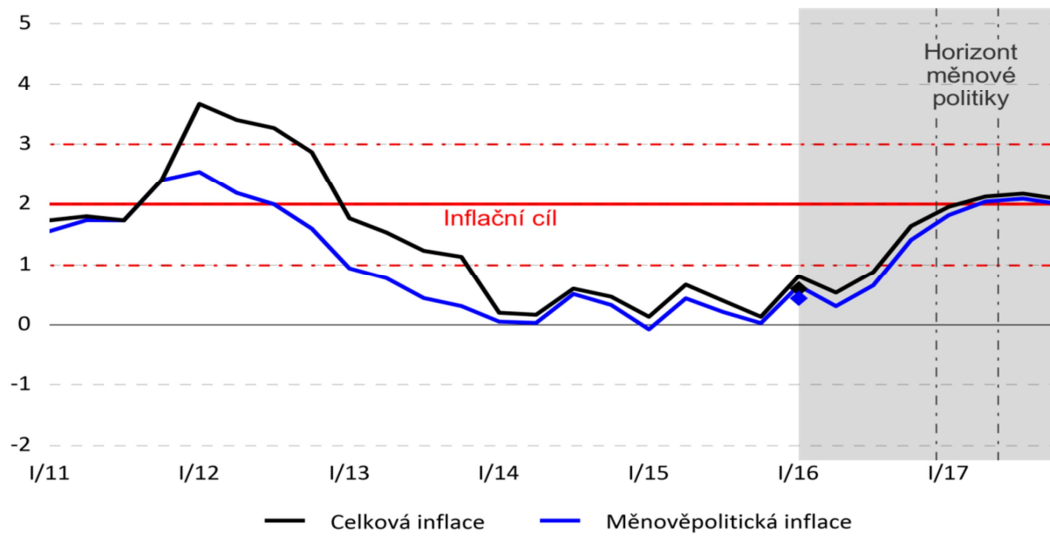
Analytici v rámci šetření *IOFT* a *FECF* v průměru očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí mírně pod hladinu 27 CZK/EUR. Prognóza ČNB předpokládá pro 1Q17 (po opuštění kurzového závazku) kurz na úrovni 26,1 CZK/EUR. Analytici v souladu s komunikací bankovní rady posunuli okamžik předpokládaného ukončení intervenčního režimu směrem k pozdějšímu termínu, aktuálně jej očekávají v období 1Q17 až 1Q18 (průzkum *IOFT*), blíže viz Tabulka 2.

8. Měnověpolitické doporučení sekce měnové

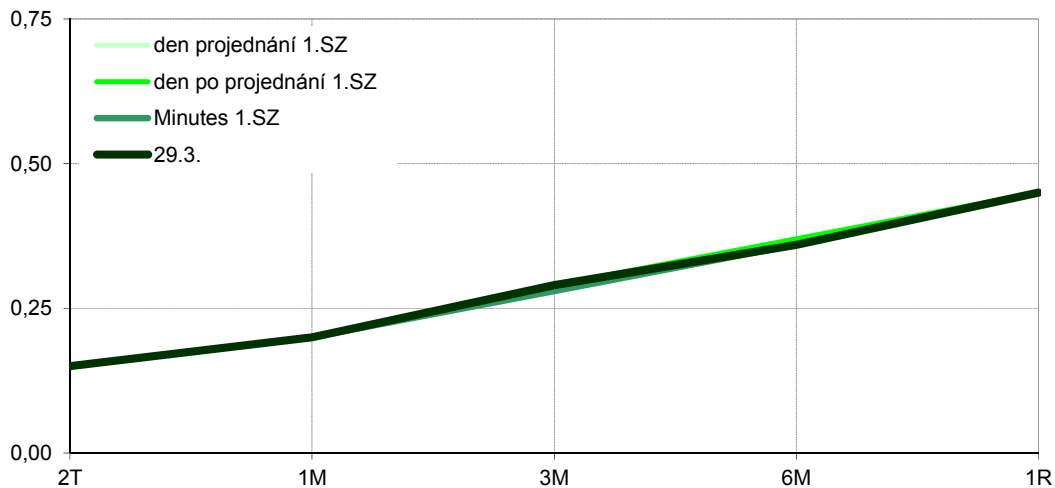
Sekce měnová doporučuje na březnovém měnovém zasedání bankovní rady:

- ponechat měnověpolitické úrokové sazby beze změny, komunikovat přitom, že bankovní rada pokračovala v diskuzi o záporných úrokových sazbách;
- potvrdit závazek ČNB v případě potřeby intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu tak, aby udržovala kurz koruny poblíž hladiny 27 CZK/EUR; opět připomenout, že ČNB je nadále připravena automaticky, tedy bez nutnosti dalšího rozhodnutí bankovní rady, provádět časově i objemově neomezené intervence na udržení svého kurzového závazku;
- vyhodnotit bilanci rizik nové prognózy jako protiinflační;
- zopakovat tak, že potřeba udržovat měnové podmínky uvolněné přinejmenším v dosavadním rozsahu přetrvává;
- komunikovat proto i nadále, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v roce 2017;
- a dodat, že s ohledem na protiinflační bilanci rizik stávající prognózy vidí bankovní rada jako pravděpodobné ukončení závazku okolo poloviny roku 2017;
- komunikovat, že ukončení závazku nepovede ke skokovému posílení kurzu na mírně nadhodnocenou úroveň před zahájením intervencí ČNB mimo jiné proto, že v mezidobí dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin;
- a i nadále připojit vyjádření, že posílení kurzu koruny po opuštění závazku bude navíc tlumeno masivním zajištěním kurzového rizika ze strany vývozců během trvání závazku, stejně jako uzavíráním korunových pozic finančních investorů a případnými intervencemi ČNB ke zmírnění kurzových výkyvů po ukončení závazku.

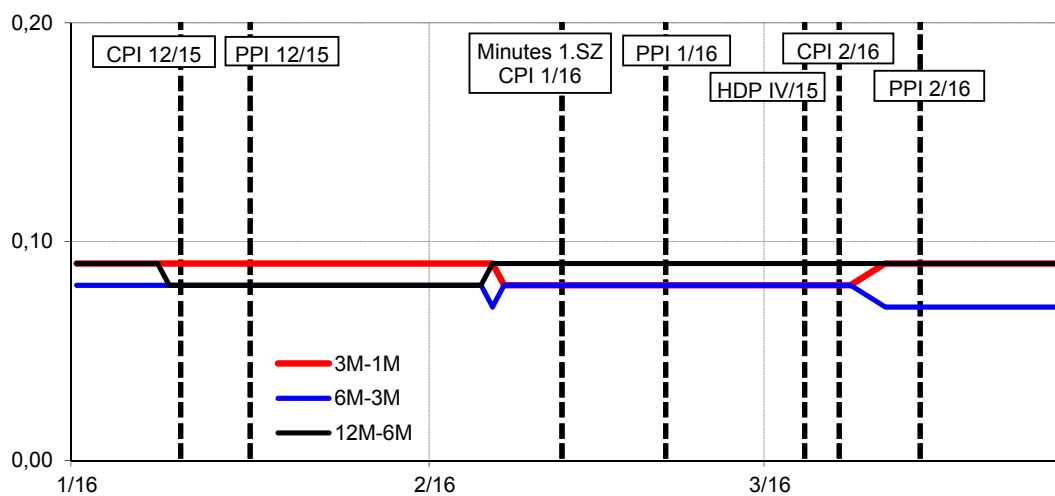
Graf 6: Prognóza inflace z 1. SZ 2016 a cíl ČNB



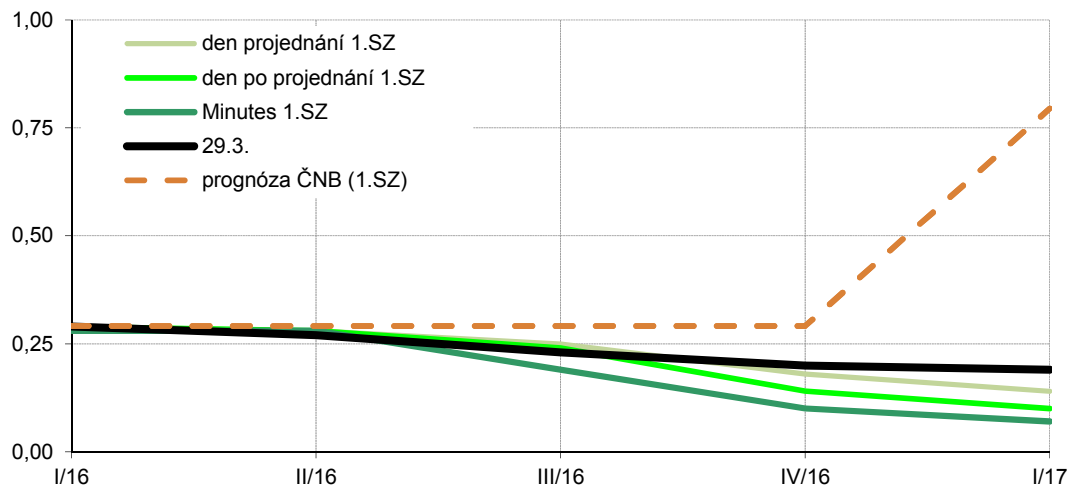
Graf 7: Výnosové křivky PRIBOR



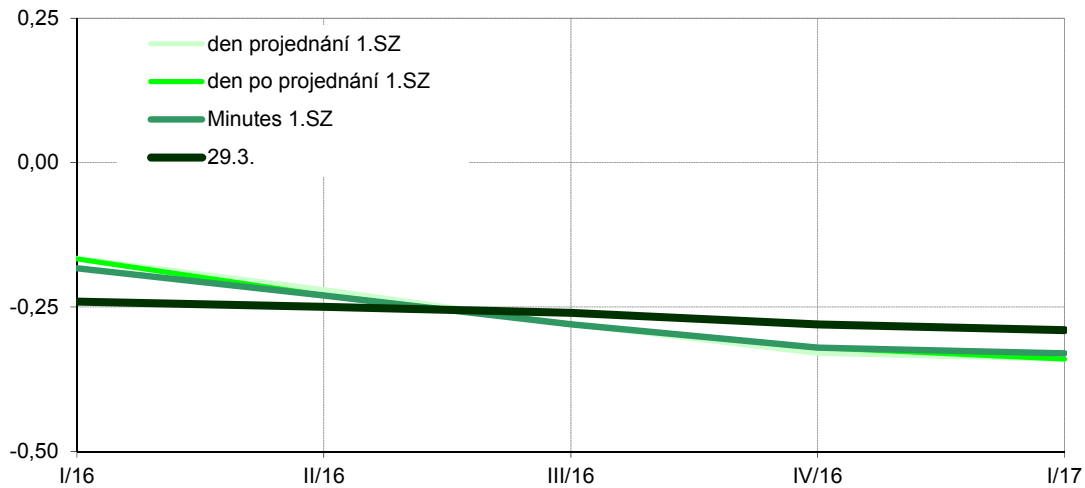
Graf 8: Úroková rozpětí – PRIBOR



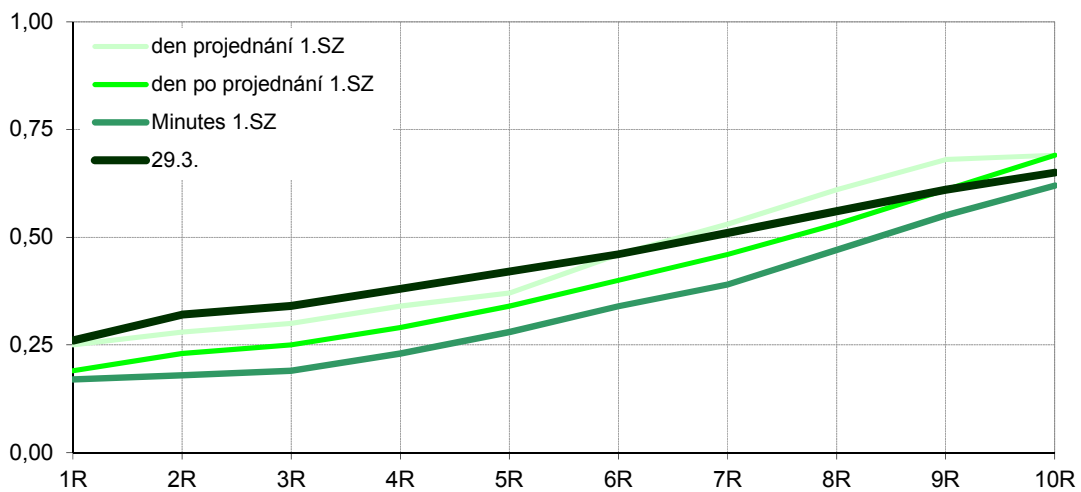
Graf 9: 3M PRIBOR, FRA



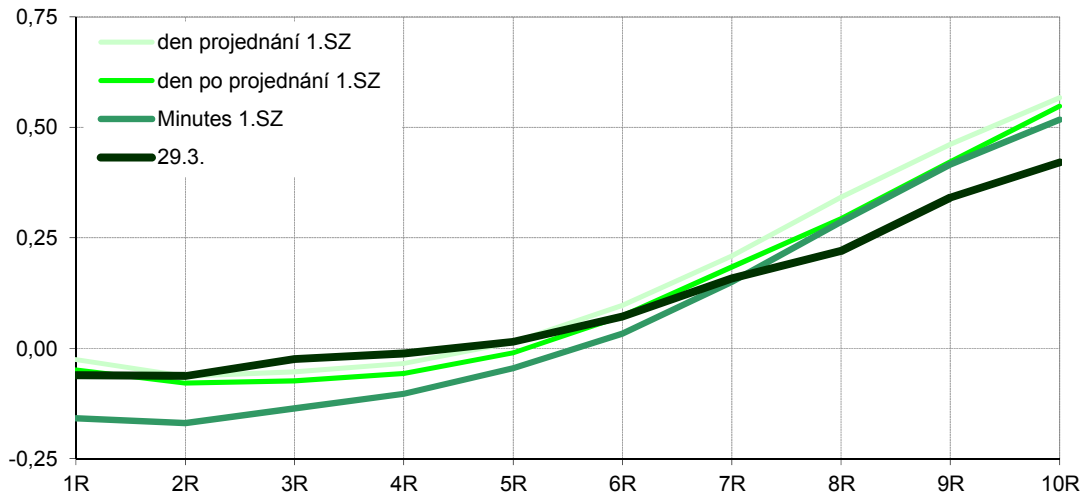
Graf 10: 3M EURIBOR, FRA



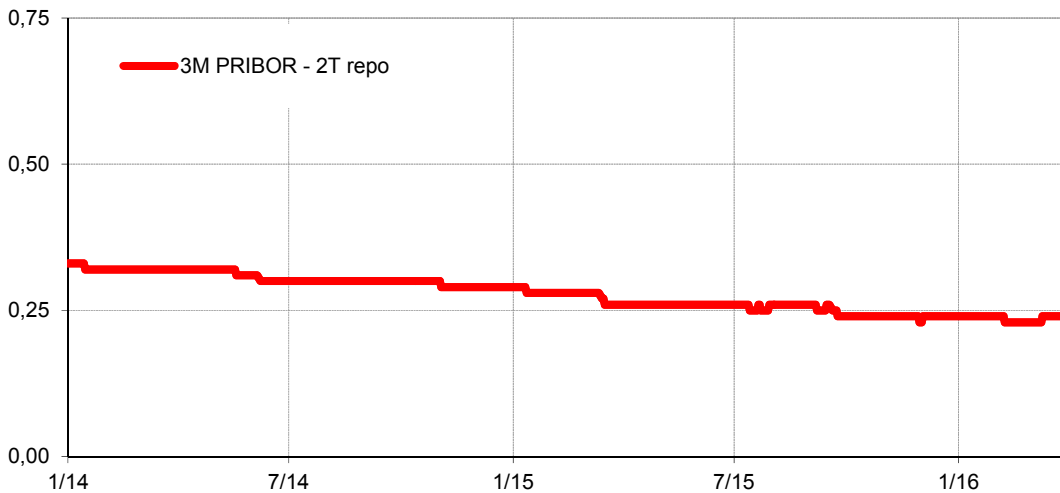
Graf 11: IRS CZK



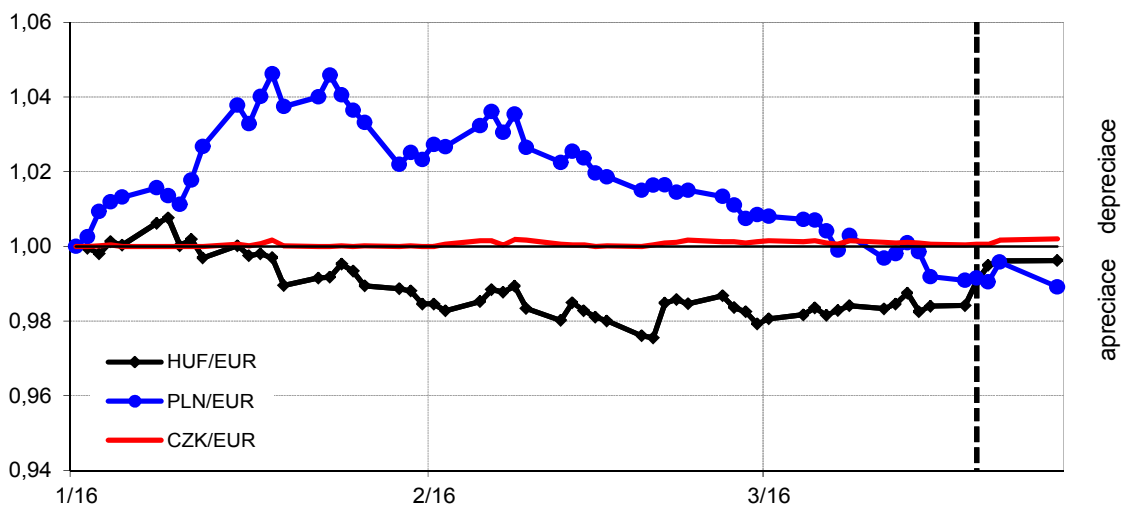
Graf 12: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



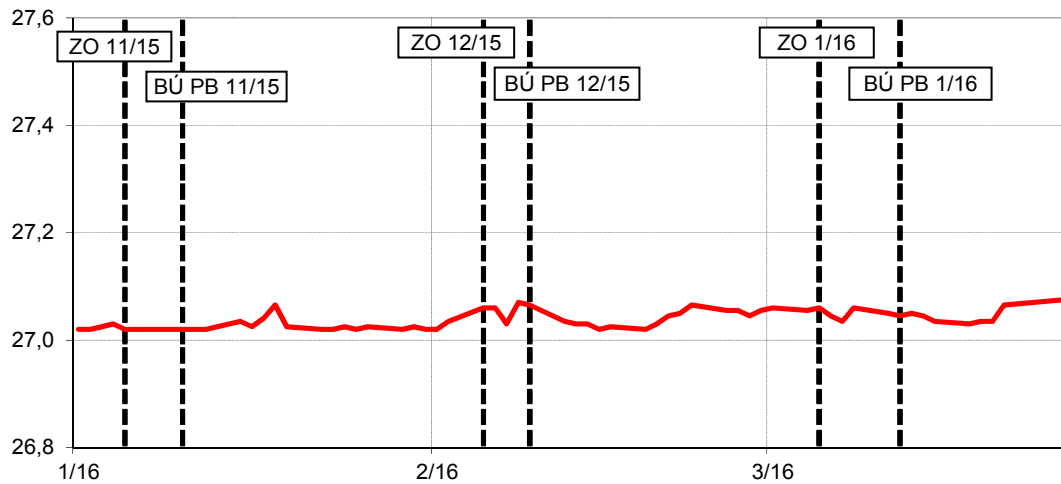
Graf 13: Úrokové rozpětí v ČR



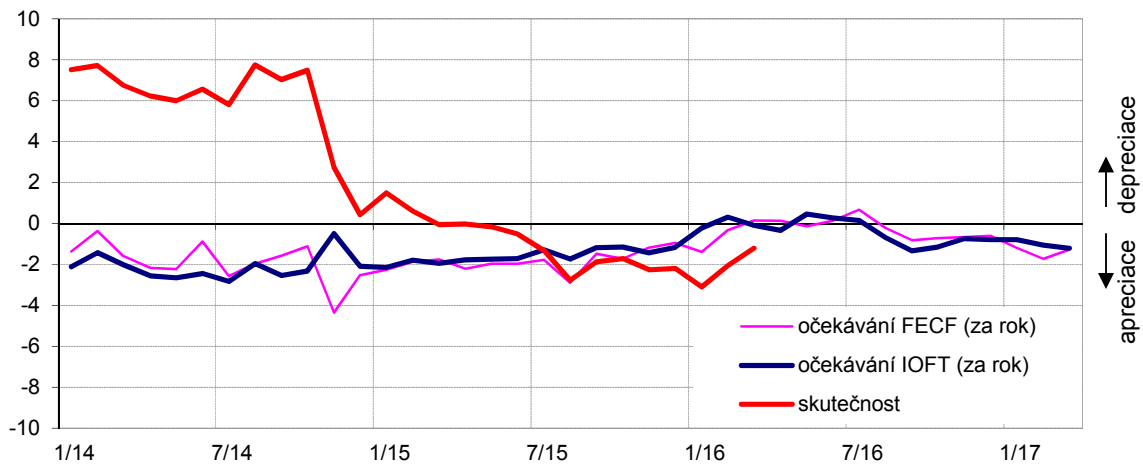
Graf 14: Kurzy středoevropských měn (1.1. = 1,00)



Graf 15: Kurz CZK/EUR

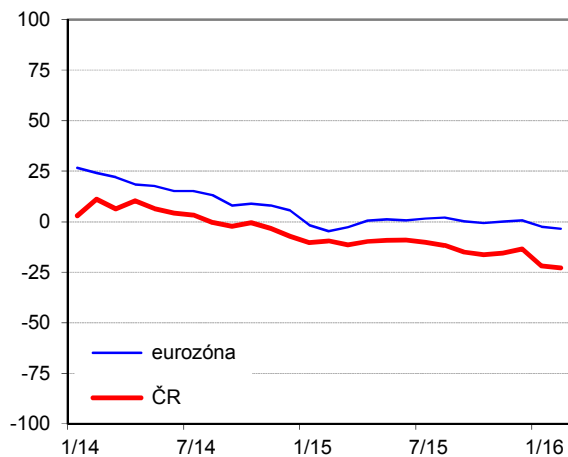


Graf 16: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

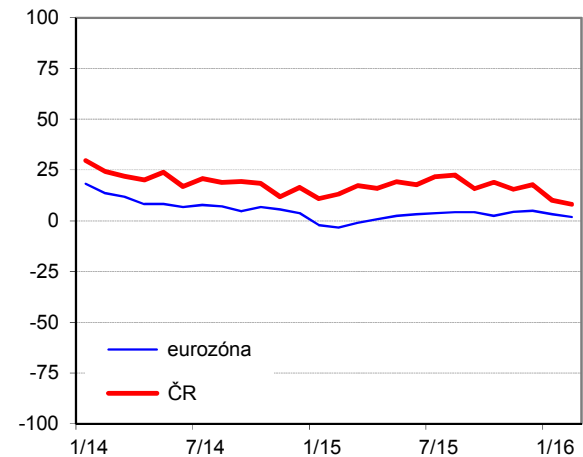


Graf 17: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

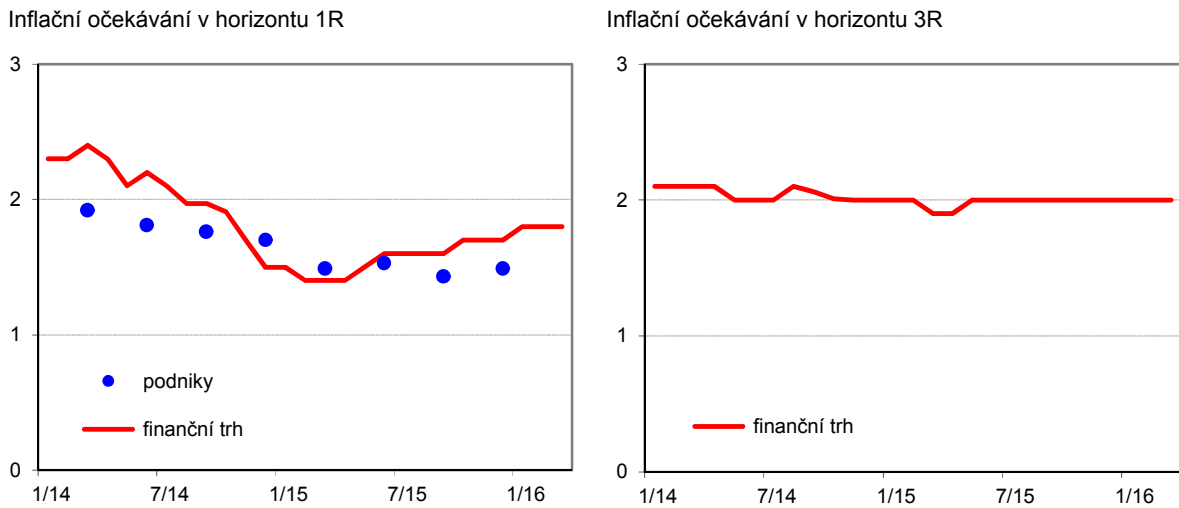
Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců



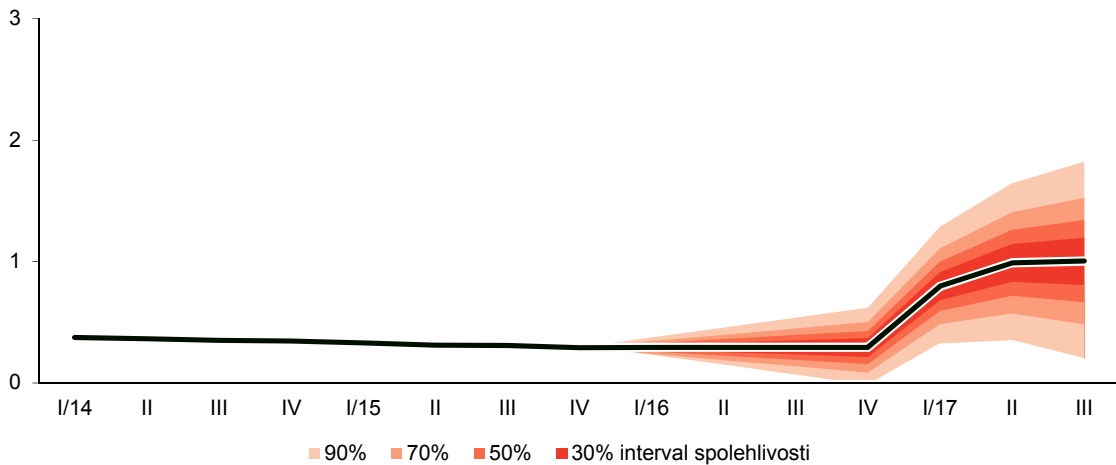
Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících



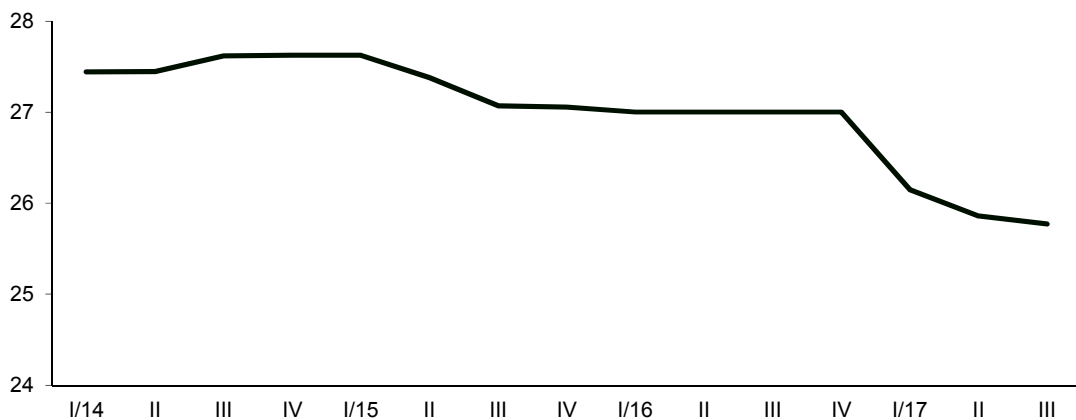
Graf 18: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %



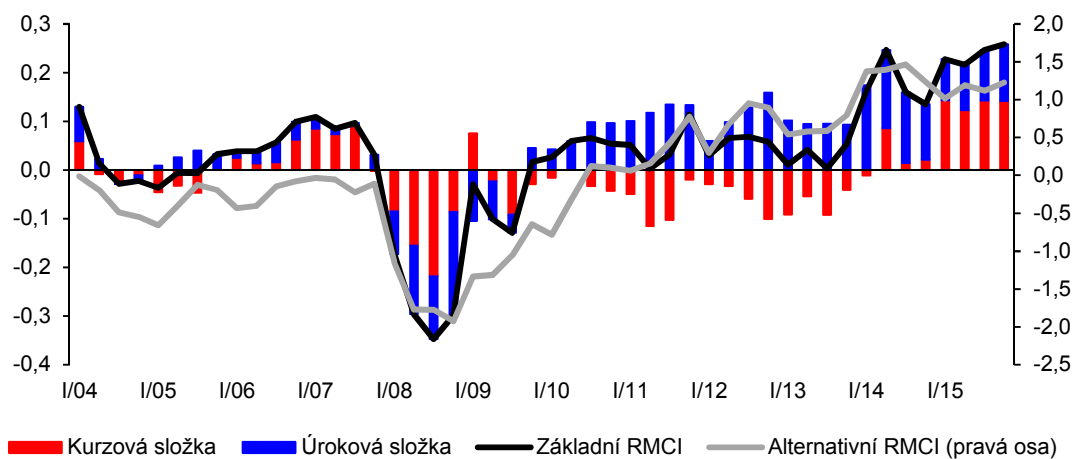
Graf 19: Vějířový graf úrokových sazeb v %



Graf 20: Prognóza měnového kurzu CZK/EUR



Graf 21: Index reálných měnových podmínek



Poznámka: u základního indexu kladné hodnoty odpovídají uvolněným měnovým podmínkám a naopak u alternativního indexu růst hodnoty odpovídá uvolňování měnových podmínek a naopak

Příloha 1: Stanovisko SAO FS k zavedení záporných úrokových sazeb

Úroveň rizik přechodu k záporným měnověpolitickým „depozitním“ sazbám (tj. depozitní a repo stahovací⁹) z hlediska stability bankovního, resp. celého finančního, sektoru závisí na třech faktorech: (i) zda půjde o krátkodobou či dlouhodobou záležitost; (ii) jak hluboko „depozitní“ sazby klesnou; (iii) jak se bude vyvíjet výnosová křivka státních dluhopisů. Tyto faktory podrobněji komentujeme níže ze tří odlišných pohledů. Rozumíme důvodům, proč jsou negativní sazby diskutovány. **Z pohledu finanční stability jejich využívání nedoporučujeme.** Za obzvláště rizikový považujeme scénář, kdy by záporné sazby byly udržovány dlouhodobě a zároveň by přetrvávaly negativní výnosy u státních dluhopisů.

A) Krátkodobé dopady do bankovního sektoru:

Zkušenosti zemí, které již nějakou dobu záporné sazby udržují (SE, DK, CH) dokladují, že v krátkodobém horizontu se banky s poklesem „depozitních“ sazeb do nedramaticky nízkých úrovní (např. do -1 %) dokáží vyrovnat. Banky sníží sazby z retailových vkladů k nule a sníží také sazby z úvěrů, ale snaží se zachovat úrokové marže. Pokud se jim to daří, je dopad do čistých úrokových příjmů a do čistých zisků omezený. RoE u bank v SE a DK zůstal v roce 2015 podle předběžných údajů nad průměrem EU (kolem 10 %). Číselné odhady dopadu přechodu „depozitních“ sazeb do záporu se u analytiků liší. Velmi hrubě lze konstatovat, že snížení „depozitních“ sazeb z nuly na -0,5 % běžně povede ke snížení ročního čistého úrokového příjmu o 5 až 15 % a čistého zisku o 10 až 25 %.¹⁰ Z pohledu vlastníků bank jde samozřejmě o citlivý zásah. Z hlediska stability sektoru se ale neděje nic dramatického, pokud zároveň nerostou úvěrové ztráty (náklady na riziko). Dopady na jednotlivé banky jsou samozřejmě velmi různé podle struktury aktiv a pasiv i obchodního modelu. Z hlediska struktury bankovního sektoru jsou důležitá dvě pozorování: (1) banky v zemích se zápornými sazbami byly schopny udržet či zvýšit marže u hypotečních úvěrů (zejména v CH, kde jsou marže v tomto segmentu o cca 0,5 p.b. vyšší než před zavedením záporných sazeb), (2) větší dopad lze pozorovat u bank s nízkým poměrem úvěrů a vkladů. Nepříznivé dopady by se samozřejmě výrazně zvýšily, pokud by „depozitní“ sazby klesly do úrovní, při kterých by udržení marží implikovalo pokles sazeb z retailových vkladů také do záporných hodnot. Takový scénář, se kterým nicméně nepracujeme, by mohl mít řadu behaviorálních dopadů včetně částečného deleveragingu bilancí.¹¹

B) Dlouhodobé dopady na finanční stabilitu:

Negativní „depozitní“ sazby by se mohly stát významným zdrojem rizika zejména tehdy, pokud by jejich velmi nízká úroveň přetrvávala či klesala dlouhodobě (tj. řadu let) a pokud by byly doprovázeny nulovými až negativními výnosy kvalitních státních dluhopisů emitovaných v české koruně. U domácích bank by to vytvářelo potenciál k akumulaci rizik nejen na straně aktiv, ale i z hlediska bilanční likvidity. Významná rizika by ale vznikala i v dalších sektorech domácího finančního trhu.

⁹ Popsaný scénář je relevantní jen za podmínek, kdy jsou záporné jak depozitní sazby, tak sazby ze stahovacího repa (až již v tiered či non-tiered verzi).

¹⁰ Pro čisté úrokové příjmy i pro čisté zisky je rozhodující změna úrokové marže, ne hladiny samotných sazeb. Pokud by např. klesla čistá úroková marže z clientských úvěrů domácích bank o 0,5 p.b. (pokles z 3,4 % na 2,9 %, tj. pokles marže a čistých úrokových příjmů o 15 %), snížily by se za jinak nezměněných podmínek čisté zisky o 19 % (z 67 na 54 mld. Kč).

¹¹ Uplatnění záporných sazeb u vkladů nefinančních podniků, které by nebylo doprovázeno poklesem úrokových sazeb úvěrů, by mohlo vést v určitém okamžiku k zahájení procesu oddlužování finančně silných podniků. To by vedlo k dalšímu poklesu ziskovosti bank, růstu nevyužitě likvidity a rizikového profilu úvěrového portfolia. Snížená ziskovost by zároveň vytvořila tlak na pokles kapitalizace sektoru, resp. by omezila schopnost udržet adekvátní kapitalizaci v případě negativního šoku.

Bankám by postupně maturovaly státní dluhopisy s kladnými výnosy. Jako kompenzaci za ztrátovou povinnou držbu depozit v ČNB nebo „nových“ kvalitních dluhopisů se záporným výnosem¹² a jako alternativu k těmto ztrátovým investicím by banky hledaly výnosnější aktiva, přičemž při strukturálních charakteristikách domácí ekonomiky by šlo nejspíše o nemovitostní expozice (hypoteční úvěry, development rezidenčních i komerčních nemovitostí). Během několika let by se mohla vytvořit situace, kdy jsou banky téměř „monolines“ pro financování nákupu a výstavby nemovitostí (což je případ řady bank v CH, DK i SE). Podobný scénář by postihl i jiné finanční instituce (pojišťovny nebo fondy), které se v současné době soustředí zejména na bezpečné investice do kvalitních státních dluhopisů nebo prostřednictvím bank do depozit v ČNB. Při omezených možnostech mikro- i makro-obezpečnostní regulace by bylo posíleno riziko spirály mezi cenami nemovitostí a úvěry na jejich pořízení.

Kromě dopadů na banky by prostředí záporných sazeb a výnosů mělo řadu dopadů na jiné části finančního trhu. S ohledem na mělkost finančního trhu v ČR by mohla nabýt na významu realokace zdrojů do zahraničí se všemi doprovodnými riziky (úvěrovými, tržními, likvidními i FX) i v nebankovních sektorech. Těmito riziky se podrobně zabývá pracovní skupina ATC/ASC/FSC, která dosud předložila Generální radě ESRB rozsáhlou průběžnou zprávu o první části analýz (prosinec 2015) a informaci o zjištěních ve druhé fázi analýz (březen 2016). Významná rizika velmi nízkých sazeb jsou identifikována ve scénáři „Low for Long“ (viz stanoviska k příslušným jednáním Generální rady).

Další důležité riziko se týká vnímání rizika a jejich řízení. Nízké úrokové sazby vedou k deformaci výnosové křivky, tj. k zplošťování a záporným hodnotám pozorovatelným i ve středním pásmu křivky. To způsobuje snížení citlivosti tržních subjektů ke skutečnému dlouhodobému riziku jednotlivých tříd aktiv a prohlubování časového nesouladu aktiv a pasiv. Snížení citlivosti je zesilováno úsilím o zachování ziskovosti a dopad záporných úrokových sazeb na výnosovou křivku může vnímání rizik dále oslabovat. V případě výrazných ekonomických šoků potom může dojít ke skokovému nárůstu úvěrových a tržních ztrát. Následné solventnostní a likvidní problémy v řadě sektorů finančního trhu pak mohou vést k narušení finanční stability.

C) Makroekonomické dopady:

Značná rizika vytváří přechod k záporným „depozitním“ sazbám i z hlediska efektivnosti transmisních mechanismů a dlouhodobé makroekonomické dynamiky. Pokud se retailové sazby z vkladů i úvěrů dostanou k nule, ztrácí sílu úrokový kanál (pokud nepředpokládáme, že banky budou poskytovat úvěry se zápornými výnosy). Velmi málo efektivní ve směru tvorby poptávky a inflačních tlaků se může stát i kanál přeskupení portfolií. Pokud neporoste rychleji poptávka podniků po úvěrech (od jiných typů podniků než developerů) a pokud se banky budou snažit na úvěrové straně umístit větší podíl bilance do nemovitostních expozic, bude se poskytování levných úvěrů jen v omezené míře promítat do poptávky po zboží a službách (růst úvěrů bude ve významné míře financovat nákup existujících nemovitostí, resp. obecný růst cen nemovitostí). Následný nárůst dluhové služby spojený s tímto vývojem poptávku dále dlouhodobě podváže. To platí i pro případ, kdy domácnosti platí navíc za úložku z vkladů.

¹² Banky jsou ze zákona povinny držet určitou úroveň pohotovostních aktiv jako likvidní rezervu k pokrytí náhlých odtoků likvidity, přičemž musí být zajištěn měnový soulad. Minimálně 30% část této rezervy musí být složena z hotovosti, de facto českých státních dluhopisů a pohledávek za ČNB. Ztrátovost z jejich držby budou muset banky kompenzovat rizikovější strategií. Ztrátovost z depozit u ČNB se projeví okamžitě, z držby státních dluhopisů postupně.

Z hlediska dlouhodobého makroekonomického vývoje je významným rizikem prostředí velmi nízkých úrokových sazeb z úvěrů i vytváření mezičasové nerovnováhy. Standardně představuje měnověpolitický impuls (jdoucí přes nižší úrokové sazby a rychlejší růst úvěrů) krátkodobou akci, která „opraví“ očekávání a vyhladí cyklus. Pokud se ovšem tento impuls stane dlouhodobým, získá charakter strukturální politiky, kdy je poptávka dlouhodobě přesunována z budoucnosti do současnosti, přičemž na pozadí roste poměr dluhu a disponibilních příjmů. S růstem relativní zadluženosti (jakkoli v ČR jsme značně vzdáleni od evidentně problematické úrovně) se pak zvyšuje zranitelnost ekonomiky vůči nepříznivým šokům včetně nárůstu hladiny úrokových sazeb.

Příloha 2: Právní předpisy obsahující násobky sazeb

Diskontní sazba

[Pozn. u právních předpisů označených kurzívou je dotčeným věřitelem (popř. subjektem, který je příjemcem pokuty) výhradně stát či jeho organizační složka.]

Zákon č. 191/1950 Sb., zákon směnečný a šekový - § 48 odst. 2 (1x diskont),

Zákon č. 592/1992 Sb., o pojistném na všeobecné zdravotní pojištění - § 17 odst. 5 (2x diskont),

Zákon č. 589/1992 Sb., o pojistném na sociální zabezpečení a příspěvku na státní politiku zaměstnanosti - § 17 odst. 2 (1,4x diskont),

Zákon č. 145/2010 Sb., o spotřebitelském úvěru - § 8 (1x diskont, eventuální záporná sazba nepůjde k tíži spotřebitele),

Zákon č. 424/1991 Sb., o sdružování v politických stranách a politických hnutích - § 19a odst. 1 (1x diskont),

Nařízení vlády č. 141/2013 Sb., kterým se stanoví podrobnější úprava vzájemného převodu důchodových práv ve vztahu k důchodovému systému Evropské unie - § 2 odst. 6 (1x diskont),

Vyhláška č. 271/2000 Sb., o podpoře státu k provozování námořní plavby a o finančním příspěvku ke studiu námořnického povolání v zahraničí - § 2 (2x diskont).

Repo sazba

Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech - § 15 odst. 3 (1x repo).

Ostatní předpisy používají repo sazbu s tím, že se k ní přičítá dostatečný počet procentních bodů, čímž se výsledná sazba spolehlivě dostane nad nulu.

Sazba mezibankovního trhu (roční PRIBOR)

Vyhláška č. 335/2006 Sb. Zákon č. 190/2004 Sb., o finanční náhradě za nekácení lesa – Příloha 3 (kladná hodnota x PRIBOR, výsledná hodnota je výší náhrady újmy majitele lesa, majitel však o ni musí sám požádat – což by v případě záporné výše úhrady/záporného ročního PRIBORU neudělal, pozn. sekce měnové).