

**Česká národní banka
samostatný odbor finanční stability**

**V Praze dne 3. května 2017
Č. j.: 2017/061357/CNB/180
(OMEZENÝ PŘÍSTUP po dobu 6 let)
Celkový počet stran: 15 z toho
Vlastní materiál: 15**

Materiál k informaci bankovní rady České národní banky

STANOVISKA KE 3. SITUAČNÍ ZPRÁVĚ

Vypracovali: Jiří Schwarz a samostatný odbor finanční stability

Stanovisko ke 3. SZ¹

I.1 Měnověpolitické doporučení

V mezidobí od projednání minulé situační zprávy došlo k opuštění režimu používání kurzu jako nástroje měnové politiky. Podmínky, jež exit umožnily, tedy udržitelné plnění inflačního cíle, přetrvávají i takřka měsíc po ukončení kurzového závazku. Nedošlo k prudkému posílení kurzu, které by znemožnilo v dohledné době zvýšit měnověpolitické sazby z technické nuly nebo znesnadnilo dosažení inflačního cíle. Nenastala ani opačná eventualita nadměrné depreciace, která by vyžadovala rychlou reakci měnové politiky ještě před nalezením nové makroekonomické rovnováhy.

Oproti předpovědi exitového scénáře z MPD k 2. SZ se kurz koruny vůči euru pohybuje na slabší hodnotě a, jak argumentuji v části 3 toho stanoviska, není důvod v dohledné době očekávat jeho znatelnější posílení. To při sílící potřebě zpřísnit měnové podmínky umožní rychlejší a výraznější růst sazeb z jejich nulové úrovně. Odchylna kurzu od prognózy však pravděpodobně nebude ve 2. čtvrtletí natolik výrazná, aby ohrožovala na horizontu měnové politiky návrat inflace k cíli. Přetrvává navíc nejistota ohledně dalšího vývoje kurzu. Při rozhodování za nejistoty je přitom vždy lepší vyčkat, pokud to další okolnosti umožňují. Proto se nedomnívám, že by bylo třeba k zvýšení sazeb přikročit již nyní.

Na základě naší dosavadní komunikace trh zatím zvyšování sazeb neočekává. Zahájení zvyšování sazeb již na tomto měnovém zasedání by ale mohlo tato očekávání zbytečně brzy změnit a zvýšit atraktivitu carry trades na měnovém páru CZK/EUR. **Doporučuji proto ponechat měnověpolitické úrokové sazby na stávajících úrovních a v komunikaci nezdůrazňovat rostoucí pravděpodobnost jejich zvyšování v blízké budoucnosti.**

I.2 Vyjádření k vyznění SZ a k prognóze

Inflace se během prvního čtvrtletí 2017 zvýšila nad inflační cíl. Některé z příčin jejího nárůstu lze sice označit za jednorázové šoky (dočasně zvýšený růst cen potravin, část vlivu zavedení EET), růst ekonomické aktivity ale vyvolává i silné poptávkové tlaky. Na přelomu roku začaly v reakci na růst cen výrobců v eurozóně navíc kladně působit i dovozní ceny. Rozšířený model g3, umožňující očistit dovozní ceny o vliv ceny ropy, potvrzuje, že ceny energií stojí pouze za částí tohoto nárůstu. Dle prognózy by však s očekávaným posílením koruny měly dovozní ceny opět začít přispívat záporně.

Situace na trhu práce odráží skutečnost, že se ekonomika již delší dobu nachází poblíž svého potenciálu. Jedinou složkou HDP, která nyní přispívá záporně, jsou investice. Prudký nárůst soukromých investic ve 4. čtvrtletí 2016 není konzistentní se strukturou investic dle věcného členění a individuálními daty nefinančních podniků, takže je v situační zprávě považován za jednorázový a dále se v prognóze nepropaguje.

Naproti tomu u vládních investic prognóza očekává, že mají již dno svého poklesu za sebou a během 2. čtvrtletí rychle obnoví svůj růst. Tento předpoklad je do značné míry opřen o data o vypsaných a zadaných veřejných zakázkách, která historicky dobře předpovídají vývoj vládních investic. Upozorňuji však, že loňská změna zákona o veřejných zakázkách mohla tento vztah narušit. Například Ředitelství silnic a dálnic před změnou zákona vypsal a následně vysoutěžilo velký objem zakázek, jejichž realizace bude ale velmi pravděpodobně

¹ Chtěl bych poděkovat F. Kopřivovi za inspiraci a poskytnutí dat k sestrojení úrokových a výnosových diferencíálů, M. Motlovi a K. Musilovi za data z nové prognózy, M. Frantovi a B. Saxovi za data potřebná k simulaci výhledů jednotlivých komponent bilance ČNB a T. Havránkovi za diskusi k tématům v tomto stanovisku.

rozložena do několikaletého období. Podobně mohli postupovat i další zadavatelé. Podle mého názoru proto vládní investice porostou v tomto roce pozvolněji, než předpokládá prognóza.

Prognóza dále očekává výrazné posílení koruny. Důvody tohoto očekávání uvádím níže a vysvětluji, proč je nepovažuji za platné. Kurz koruny v základním scénáři prognózy tak není nejpravděpodobněji očekávanou hodnotou, ale je výrazně vychýlený k silnější straně. Nutno ale poznamenat, že takto vychýlenou prognózu považuji za komunikačně užitečnou: Zatímco prognózu kurzu zatím nezveřejňujeme, prognózu úrokových sazeb ano. Jak ukazuje citlivostní scénář slabšího kurzu, trajektorie sazeb by v případě použití slabšího kurzu v základním scénáři musela být výrazně přehodnocena směrem vzhůru, což by vzhledem k přetrvávajícím nejistotám mohlo mít nežádoucí vliv na očekávání.

Celkově proto ve shodě se sekci měnovou hodnotím rizika prognózy jako proinflační. Na rozdíl od sekce měnové si však nemyslím, že rovnovážná hodnota kurzu leží výrazněji pod hodnotou 27 CZK/EUR. **Lze proto říci, že toto proinflační riziko vnímám silněji a s potenciálem působit dlouhodobě.**

Změnami očekávané míry apreciacie byla také motivována část 4 toho stanoviska, kde simulují vliv absence skokového posílení koruny na vývoj vlastního jmění ČNB. Ze simulací vyplývá, že ztrátu z přecenění vyvolanou obnovením reálné konvergence s tempem 1,5 % ročně lze kompenzovat investicí 30 % devizových rezerv do akcií. Jejich očekávaný výnos tyto ztráty vyrovnává a po 7 letech, s postupným zpomalováním apreciacie, začne generovat zisk.

I.3 Tematický komentář k SZ: Rovnovážený kurz koruny a očekávaná apreciacie

Pravděpodobně nejvýznamnější nejistotou základního scénáře nové prognózy je očekávaný vývoj kurzu koruny. V této části stanoviska proto představím dva alternativní pohledy na míru apreciačních tlaků, kterým by měl být kurz dle prognózy vystaven.

Vliv úrokového diferenciálu

V jádrovém modelu g3 jsou tlaky na kurz domácí měny primárně identifikovány prostřednictvím podmínky nekryté úrokové parity (uncovered interest rate parity, UIP), která, zjednodušeně řečeno, kvantifikuje potenciál arbitráže v důsledku existence úrokového diferenciálu.

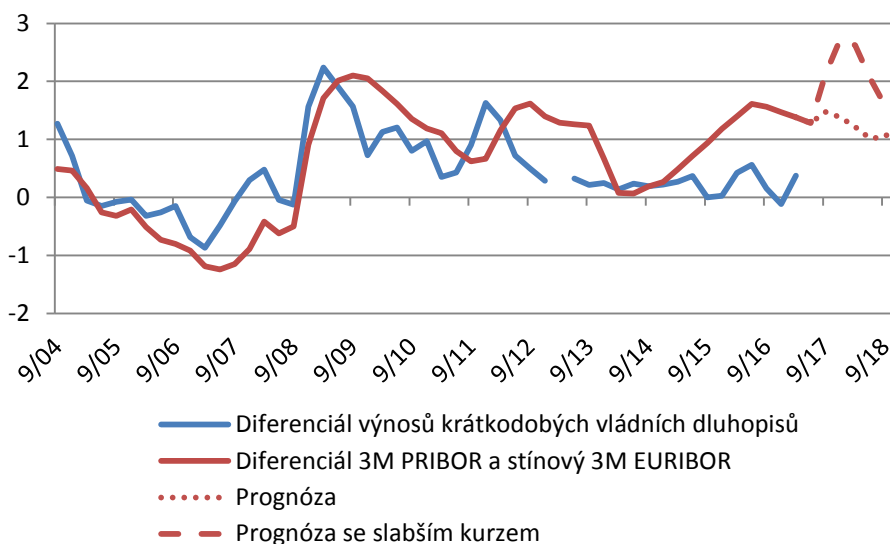
Aby bylo možné modelově zachytit vliv nekonvenční měnové politiky ECB na měnové podmínky, a tedy i kurzové tlaky, využívá sekce měnová koncept stínové sazby Euribor (více k její konstrukci v Benecká, Komárek a Novotný, 2015). Stínový Euribor sice dokáže kvalitativně promítnout změny v nekonvenční měnové politice, jejich kvantifikace je ale silně závislá na zvolené metodě. I úrokový diferenciál získaný porovnáním stínových úrokových sazeb dvou zemí spočítaných toutéž metodou je stále pouze virtuální.² V našem konkrétním případě navíc odvozujeme diferenciál z rozdílu stínového Euriboru a tržního Priboru. Ani jedna z těchto sazeb ale není reálně obchodovaná a arbitráž na nich tudíž nemůže probíhat.

Tato nekonzistence nevadila v režimu kurzového závazku, neboť v něm byl kurz v modelu fixován. Po opuštění závazku však model identifikuje výrazně kladný úrokový diferenciál (Graf 1, červená čára), s nímž by v běžné situaci byl konzistentní silný tlak na apreciaci

² Více k možnostem konstrukce srovnatelných stínových sazeb ve stanovisku T. Havránka k 6. situační zprávě 2016.

koruny.³ Dobíhající efekty kurzového závazku (tedy překoupenost trhu s korunou) však svým způsobem působí obdobně, jako např. efekty kvantitativního uvolňování ECB. Modelově konzistentní hypotetický stínový Pribor posouvají výrazně směrem dolů a uzavírají tak diferenciál. Toho si je sekce měnová vědoma, a proto v prognóze tlumí posílení kurzu pro aktuální čtvrtletí na 26,50 CZK/EUR.⁴ Z logiky UIP podmínky však plyne, že nepozorované posílení měny bylo pouze odsunuto a musí nastat v následujících obdobích. Proto základní scénář prognózy očekává prudké posílení kurzu koruny vůči euru ve 3. kvartálu 2017 na 25,50 CZK/EUR.

Graf 1: Úrokový a výnosový diferenciál



Situační zpráva obsahuje také citlivostní scénář, který simuluje právě modelem nezachytitelné důvody brzdící apreciaci. V tomto scénáři je posílení kurzu tlumeno nejen pro 2. čtvrtletí, ale až do konce roku 2017. Protože ale celková potřeba zpřísnění měnových podmínek zůstává stejná, mění se při absenci příspěvku kurzového kanálu mix měnových podmínek a požadované zpřísnění vyžaduje nárůst měnověpolitických sazeb. V důsledku toho by dočasně narostl i úrokový diferenciál.⁵ Graf 1 proto kromě prognózy úrokového diferenciálu základního scénáře (tečkovaně) ukazuje i diferenciál citlivostního scénáře (čárkovaně).

Protože nepozorujeme modelem předpovídané výrazné posílení koruny, musí platit, že buď 1) ve skutečnosti neexistuje kladný úrokový diferenciál vůči eurozóně, a/nebo 2) logika za UIP podmínkou nefunguje, protože na použitých veličinách nemůže probíhat arbitráž.⁶ Níže argumentuji, že platí přinejmenším první možnost. Ať už je ale důvod jakýkoliv, znamená to, že model g3 není v současné situaci schopen správně odhadnout budoucí kurz koruny. **Pro potřebné postupné zpřísnění měnových podmínek, které je konzistentní se současným i prognózovaným vývojem inflace i reálné ekonomiky, stejně jako s finančně-stabilitními úvahami, proto bude pravděpodobně nutné použít úrokový nástroj v daleko větší míře a dříve, než předpokládá prognóza.**

³ V roce 2014 dočasně diferenciál poklesl, neboť skončil program dlouhodobých refinančních operací (LTRO) a kvantitativní uvolňování (program nákupu aktiv) bylo zahájeno až v roce 2015.

⁴ Poslední aukce LTRO z 23. 3. 2017, při níž banky získaly 233 mld. EUR, by v logice stínového Euriboru dokonce tlačila na jeho další snížení. To by dále navýšilo úrokový diferenciál, a ještě zvýraznilo již pozorované problémy.

⁵ Dočasně proto, že po konci roku 2017 kurz opět v modelové logice skokově posiluje na takřka stejnou úroveň, jako v základním scénáři.

⁶ Nyní pozorovaná dolů skloněná forwardová křivka EUR/CZK skutečně naznačuje, že arbitráž neprobíhá.

Nepůjde přitom jen o nahrazení nepřítomné apreciacie rychlejším zvyšováním sazeb – samotné zvyšování sazeb totiž ve standardní situaci působí úrokovým i kurzovým kanálem, neboť vyvolává posílení kurzu. Existují-li podložená očekávání, že chybějící protistrana nedovolí české koruně delší dobu výrazněji posílit, pak bude transmise měnové politiky slabší, než bylo zvykem. K dosažení inflačního cíle tak bude potřeba zvyšovat sazby rychleji, než by bylo požadováno ve standardní situaci.

Jsem proto přesvědčen, že pokud ani v následujících týdnech nebudeme svědky posilování koruny, měla by být bankovní rada připravena poměrně rychle zahájit zvyšování měnověpolitických úrokových sazeb.

Alternativní pohled na diferenciál: výnosy vládních dluhopisů

Alternativou k problematickému úrokovému diferenciálu mezi stínovým Euriborem a tržním Priborem, která vychází ze skutečně obchodovaných finančních nástrojů a odráží i efekty nekonvenčních měnových politik, je odvození diferenciálu z výnosů krátkodobých vládních dluhopisů. Při modelování stínových úrokových křivek v podmínkách nulových sazeb se sice také vychází z výnosové křivky vládních dluhopisů, ale na základě jejího historického tvaru se dopočítává, jaký by byl její krátký konec, kdyby neexistovala nulová hranice sazeb. Tento postup je však zatížen řadou limitujících předpokladů. Přímé porovnání skutečných krátkodobých výnosů vládních dluhopisů, které pro interní účely navrhoval F. Kopřiva, bylo během přípravných schůzek ke vznikající prognóze v sekci měnové zmiňováno jako vhodnější přístup.

Graf 1 proto vedle úrokového diferenciálu vynáší i diferenciál výnosů mezi jednoletými vládními dluhopisy v eurozóně a dvouletými v ČR (modrá čára). Je vidět, že oba diferenciály se ve většině sledovaného období vyvíjely velmi podobně.⁷ Během roku 2014 však úrokový diferenciál narostl, zatímco výnosový se nadále pohybuje v blízkosti nuly a výrazné apreciační tlaky tak neindikuje.

Historický pohled na vývoj kurzů EUR a USD

Vedle výpočtu rovnovážného kurzu pomocí modelových metod BEER a FEER⁸ lze na pravděpodobnou rovnovážnou hladinu kurzu nahlížet i pohledem na více než 10 let historie vzájemných pohybu kurzů koruny, eura a amerického dolaru (Graf 2). Obvykle platilo, že při oslabení eura vůči dolaru oslabovala i koruna vůči euru. Tento vztah však přestal platit v době zahájení kurzového závazku – oslabení eura vůči dolaru v roce 2014 o přibližně 20 % nevyvolalo prakticky žádnou reakci páru CZK/EUR. Během kurzového závazku pak ČNB intervencemi přinejmenším dorovnávala dopad nekonvenčních nástrojů ECB na měnové podmínky.

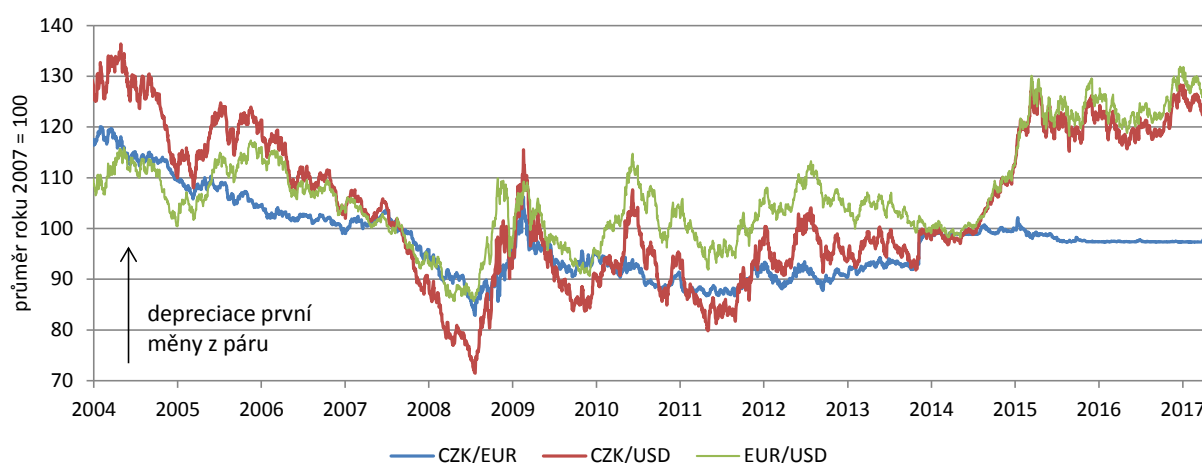
Do jisté míry přitom popisovaný vztah mezi CZK/EUR a EUR/USD existoval i v době mezi rokem 2008 a listopadem 2013 s výjimkou roku 2010, kdy koruna na přechodné oslabení eura vůči dolaru nezareagovala. ECB přitom v tomto období, na rozdíl od ČNB, již používala nekonvenční nástroje uvolňování měnových podmínek. Kdyby tento vztah v případě hypotetické neexistence kurzového závazku platil i po roce 2013, pak není pravděpodobné, že by v reakci na tak významné oslabení eura vůči dolaru koruna zareagovala přesně naopak –

⁷ Vývoj průměrné úrokové sazby z nových hypoték navíc kopíruje výnos dvouletého vládního dluhopisu v ČR i poté, co se měnověpolitické sazby dostaly na technickou nulu. Na rozdíl od 3M Priboru tak dokážou výnosy zachytit vývoj měnových podmínek i při použití jiného nástroje měnové politiky, než jsou sazby.

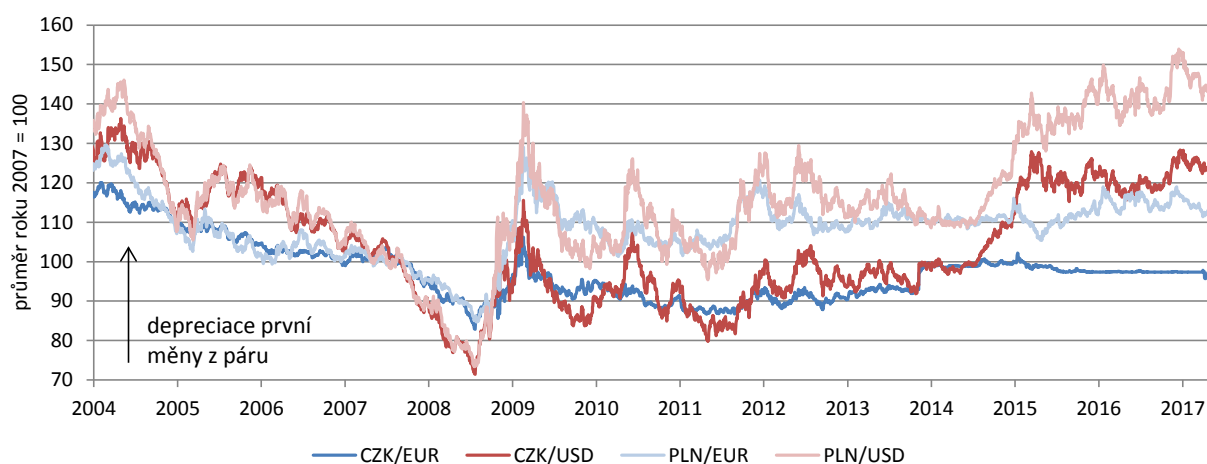
⁸ Jejich aktualizovaný odhad v příloze SZ na s. 20 přitom také neindikuje, že by rovnovážný nominální kurz ležel na výrazně silnější hodnotě (odhadnuté pásmo 26,42–26,95 CZK/EUR).

posílením vůči euru.⁹ Není proto důvod očekávat, že by nyní měla být rovnovážná úroveň kurzu CZK/EUR výrazně níže.

Graf 2: Srovnání vývoje kurzů CZK/EUR, CZK/USD a EUR/USD



Graf 3: Srovnání české koruny a polského zlotého



Hypotetický vývoj koruny bez kurzového závazku lze také odhadnout pohledem na vývoj měn nám blízkých zemí z regionu – Polska a Maďarska. Graf 3 srovnává pro přehlednost pouze českou korunu (tmavé čáry) s polským zlotým (světlé čáry). Vývoj maďarského forintu je podobný jako u zlotého, pouze na ještě o něco slabší hodnotě oproti roku 2007. Zatímco do roku 2008 se jak vůči euru, tak vůči dolaru vyvíjely obě měny téměř shodně, v reakci na krizi polský zlotý oslabil výrazněji. Došlo ale v podstatě jen k úrovněovému posunutí, dynamika byla i následně téměř shodná.

Na oslabení eura vůči dolaru v roce 2014 pak zlotý, stejně jako koruna, významněji nereagoval. Následnou dynamiku kurzu EUR/USD od roku 2015 už ale zlotý opět následuje, takže se v poslední době pohyboval na lehce slabší hodnotě, než v roce 2014. Ačkoliv Polsko prošlo v letech 2015 a 2016 deflační periodou, tempa hospodářského růstu v celém pokrizovém období zůstala na slušné úrovni. Nemyslím si tedy, že by to obhájilo výrazně odlišnou kurzovou dynamiku. I tímto pohledem je tak podle mého názoru přinejmenším

⁹ Tuto hypotézu ale nelze považovat za argument proti zavedení kurzového závazku, neboť v říjnu 2013 Consensus Forecast předpovídal oslabení eura vůči dolaru přibližně jen o 4 %.

problematické tvrdit, že by se měla koruna nacházet na významně silnější úrovni, nebo se k ní v nejbližších týdnech a měsících vydat.

I.4 Vlastní téma: Devizové rezervy a vliv vývoje kurzu a měnověpolitických sazeb na hospodářský výsledek

Na téma budoucího kurzového vývoje je úzce navázána otázka dopadů ztrát z přecenění cizoměnových aktiv do bilance ČNB. V této části prostřednictvím simulací M. Franty a B. Saxy ukazují, jaký vliv by měla absence skokového posílení koruny na vývoj vlastního jmění ČNB. V souvislosti s úvahami o investování devizových rezerv po jejich nárůstu během kurzového závazku dále kvantifikují potřebu navýšení investic do aktiv s větším výnosem tak, aby se prostřednictvím očekávaného výnosu pokryla očekávaná ztráta z přecenění.

Simulace vychází z následujících základních předpokladů: V rámci aktiv jsou zjednodušeně zahrnuta pouze zahraniční aktiva (přes 99 % aktiv), z pasiv jen oběživo a vklady rezidentů (cca 90 % pasiv). Příjmy ČNB plynou z investování zahraničních aktiv, přičemž 70 % portfolia je v eurech a 30 % v amerických dolarech. 90 % portfolia tvoří dluhopisy, jejichž očekávaný výnos vychází z výnosových křivek a 10 % tvoří akcie s očekávaným (historicky průměrným) výnosem 6 % p.a. Výdaje představují provozní náklady a vyplácené úroky z vkladů (zejména bank) ve výši repo sazby. Pro první dva roky je pro makroekonomickou prognózu použita prognóza ČNB, následně jsou předpokládány rovnovážné hodnoty modelu g3 a jejich lineární přibližování k rovnovážným hodnotám konce konvergence (vstupu do eurozóny) během dalších 20 let.

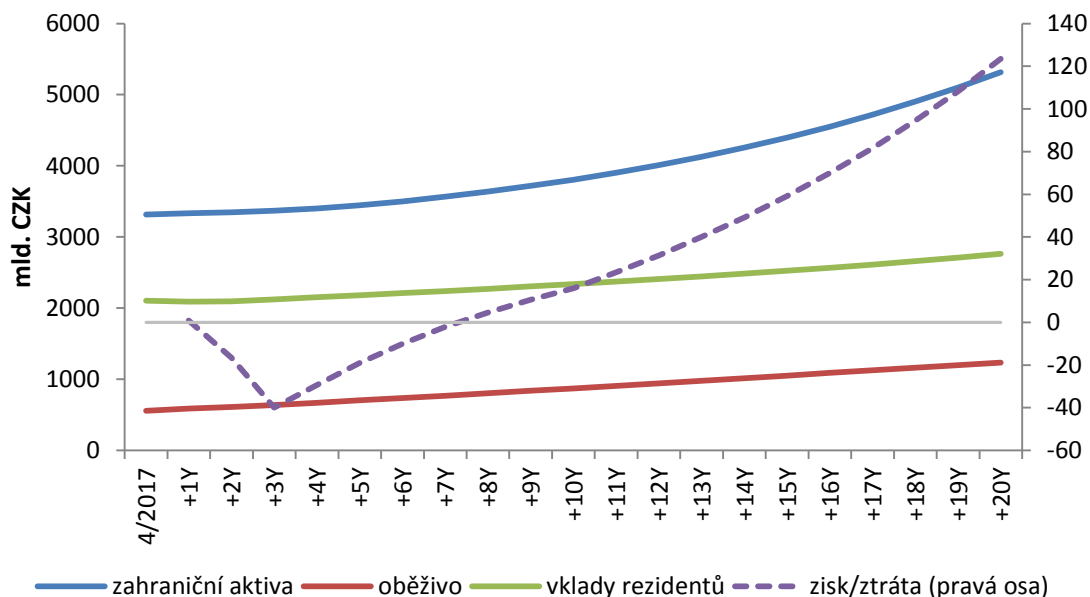
Při použití základního scénáře prognózy by ČNB v této simulaci 12 let generovala ztrátu a vlastní jmění by v minimu kleslo na -475 mld. Kč. Do kladných hodnot by se dostalo po 24 letech. Pokud vyjdeme z citlivostního scénáře slabšího kurzu ze situační zprávy a upravíme ho tak, že nebudeme předpokládat skokovou apreciaci v roce 2018, ale pouze návrat k apreciačnímu trendu 1,5 % ročně v důsledku obnovené reálné konvergence, zmenší se velikost maximální dosažené kumulované ztráty ve 12. roce na -365 mld. Kč. Přechod ke kladnému vlastnímu jmění by nastal po 22 letech. Kvalitativně tedy absence posílení koruny nevyvolá významný rozdíl.

V rámci mezinárodní nejlepší praxe správy devizových rezerv byla dosud akcentována stránka minimalizace rizik. Hlavním důvodem je, že jen málo zemí by označilo své devizové rezervy za bezpečně dostatečné. I proto jsou uznávané ukazatele přiměřenosti rezerv zaměřeny na minimalizaci rizik spojených s jejich nedostatečnou výší, a nikoliv jejich nadbytkem. Po ukončení kurzového závazku je však ČNB jednou ze zemí, jejichž množství devizových rezerv lze hodnotit jako více než dostačující. Přinejmenším k části devizových rezerv tak lze začít přistupovat jako k investičnímu kapitálu. **Prakticky nekonečný investiční horizont, jímž centrální banka disponuje, pak umožňuje při investování odhlédnout od krátkodobých výkyvů v některých třídách aktiv (např. akcií) a očekávat dlouhodobě průměrný výnos.**

Pokud bychom se zaměřili právě na akcie, které jsou jednou ze základních tříd investičních aktiv, je jejich aktuálně 10% podíl v devizových rezervách odrazem velmi konzervativního přístupu. Pro srovnání: Stejný podíl akcií drží centrální banka Státu Izrael, Švýcarská národní banka nyní do akcií investuje 20 % svých rezerv, Norská centrální banka 37 %. Podíl investic Norského penzijního (ropného) fondu do akcií je nyní 60 %, přičemž dochází ke zvýšení na 70 %. Srovnatelně dlouhý investiční horizont, jako má centrální banka, mají ale například i univerzitní endowment fondy: Harvard má v akciích 29 %, Yale 18,9 %, Princeton 26 %, Stanford 28 %. Kromě toho tyto správcovské fondy často investují obdobnou část svých aktiv i do private equity.

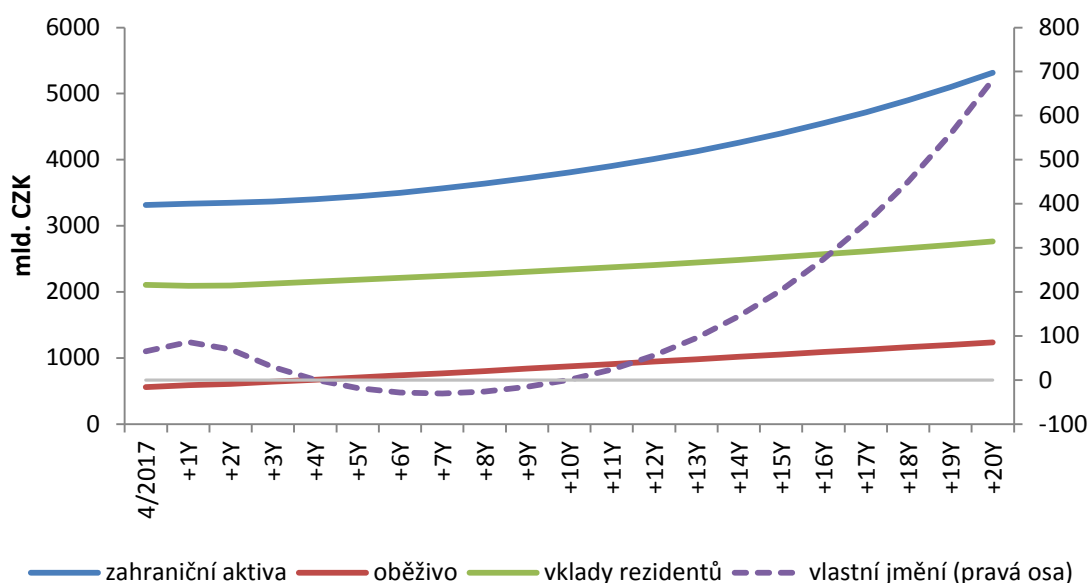
Při použití prognózy upraveného citlivostního scénáře by k očekávané kompenzaci dopadu ztrát z přecenění na vlastní jmění bylo potřeba investovat do akcií 30 % rezerv, což nevybočuje z výše zmíněného mezinárodního kontextu, ani není v rozporu s analýzou přiměřenosti devizových rezerv dle metodiky MMF. Jak ukazují grafy 4 a 5, ČNB by v takové situaci generovala ztrátu jen v prvních 7 letech a kumulovaná ztráta by v tomto roce dosáhla svého dna na úrovni -31 mld. Kč. V 10. roce pak vlastní jmění opět překmitne do kladných hodnot.

Graf 4: Zisk/ztráta v případě upraveného citlivostního scénáře



V případě velmi nepravděpodobného propadu akciového trhu, při němž by roční výnos akcií po dobu následujících 10 let byl 1,55 %, ¹⁰ by maximální dosažená kumulovaná ztráta v 9. roce byla -434 mld. Kč, tedy podobně jako v základním scénáři se současnou skladbou rezerv. Návrat ke kladnému vlastnímu jmění by nastal po 20 letech. Kumulovaná ztráta by tak sice byla takřka o 19 % větší než při 10% zastoupení akcií v portfoliu, ale k jejímu uhrazení následnými zisky by došlo o dva roky dříve.

Graf 5: Vlastní jmění v případě upraveného citlivostního scénáře



¹⁰ Hodnota získána z 20. percentilu průměrných desetiletých výnosů indexu S&P 500 pozorovaných za posledních 145 let. Jinými slovy v 80 % ze 136 desetiletých období zaznamenal index větší výnos.

I.5 Dílčí připomínky k SZ

- Oceňuji provedený (a povedený) facelift zprávy. Doplnění uvozujících vět jednotlivých odstavců výrazně přispělo k zvýšení přehlednosti.
- M. Franta ve stanovisku k 1. SZ 2016 upozorňoval na skutečnost, že ex ante reálná úroková sazba 3M Pribor je dlouhodobě pod svou předpokládanou 1% rovnovážnou hodnotou. Podle prognózy k jejímu dosažení nedojde ani do konce roku 2018. Je to konzistentní s očekávaným poklesem inflace k cíli a prakticky uzavřenou mezerou výstupu?
- V předmluvě na s. i v posledním odstavci se jednou používá „v“ horizontu měnové politiky a jednou „na“ horizontu měnové politiky.
- Na s. ii druhý řádek odkazuje na „jádrový predikční model“. Tento termín je zde ale použit poprvé a čtenáři nemusí být zřejmé, že jde o g3.
- Na s. 18 je v úvodním odstavci informace o tom, že kurz posiluje v nové prognóze „rychleji“ modrou barvou, zatímco v uvozující větě na s. 19 černě. Zřejmě by mělo být i tam modře.
- V grafu SZ II.4.1 na s. 21 jsou chybně vyneseny rozdíly mezi 3M Priborem citlivostního a základního scénáře.

Reference

Benecká, S., L. Komárek a F. Novotný (2015): „Stínové úrokové sazby – alternativní kvantifikace nekonvenční měnové politiky“, Globální ekonomický výhled – říjen, ČNB.

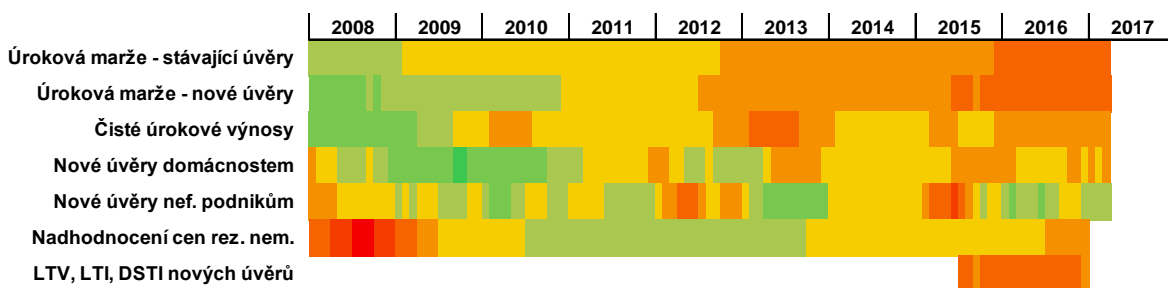
Vyjádření SAO FS ke 3. situační zprávě 2017 z pohledu dosahování cíle finanční stability¹¹

Na základě rozhodnutí bankovní rady na jednání dne 8. prosince 2016 je od ledna 2017 standardní součástí stanoviska k Situační zprávě vyjádření SAO FS hodnotící nastavení měnových podmínek z pohledu dosahování cíle finanční stability. Vyjádření obsahuje názor SAO FS, zda a jakým směrem by se mělo změnit nastavením měnové politiky na základě hodnocení vlivu (aktuálního) nastavení měnových podmínek na podmínky ve finančním sektoru a vyznění Situační zprávy.

S ohledem na vyznění nové prognózy a informace obsažené ve 3. SZ, přetrvávající vysokou úvěrovou dynamiku ve vybraných segmentech trhu, růst rizikových charakteristik úvěrů a rychlý růst cen nemovitostí napříč celou ČR v prostředí mimořádně nízkých nominálních i reálných úrokových sazeb považuje SAO FS z pohledu finanční stability za žádoucí, aby k dalšímu zpřísnění měnových podmínek došlo ještě v letošním roce. Preferovanou formou tohoto zpřísnění je nárůst dlouhodobých úrokových sazeb s očekávaným průsakem do úrokových sazeb z úvěrů soukromému sektoru. Vzhledem k tomu, že měnová politika ČNB se nachází v určitém mezidobí mezi ukončením kurzového závazku a standardním cílováním inflace, nenavrhuje po projednání 3. SZ zvýšit měnověpolitické sazby. Doporučujeme však v komunikaci začít indikovat, že období nulových měnověpolitických sazeb by mohlo být ukončeno ještě ve druhé polovině letošního roku.

1. Vliv (aktuálního) nastavení měnových podmínek na podmínky ve finančním sektoru

Graf 1: Mapa rizik průsaku měnové politiky do podmínek ve finančním sektoru



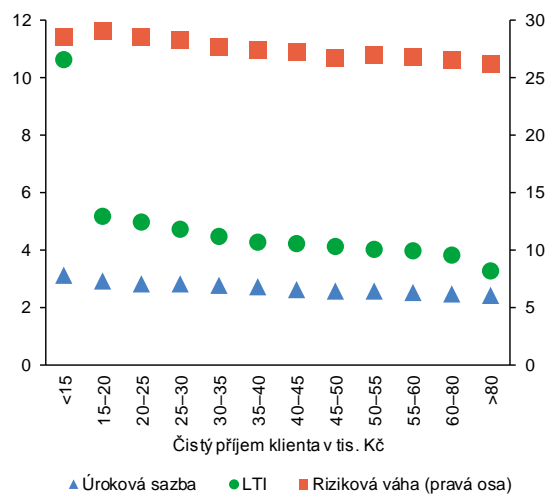
Pozn.: Barva v jednotlivých kategoriích vychází ze srovnání s referenční úrovní pro daný indikátor/sadu indikátorů: více červená barva značí, že se indikátory odchýlily více od svých trendových hodnot nebo hodnot považovaných za rizikově neutrální (žlutá barva) směrem k rizikovějším hodnotám (tzn. nižší ziskovosti, rychlejšímu tempu růstu nových úvěrů a jejich vyšší rizikovosti). Zelená barva značí odchýlení v opačném směru (tzn. k vyšší ziskovosti, pomalejšímu tempu růstu nových úvěrů a jejich nižší rizikovosti).

Dopady nastavení měnové politiky na domácí finanční sektor shrnuje pravidelně sestavovaná mapa rizik průsaku měnové politiky do podmínek ve finančním sektoru (dále jen „mapa rizik“; Graf 1). Tento grafický nástroj reflektuje základní transmisní kanály, kterými ovlivňuje měnová politika finanční sektor.¹² Z mapy rizik vyplývá, že ukazatele ve většině oblastí zůstávají odchýleny od svých trendových hodnot směrem k rizikovějším hodnotám. Podmínky ve finančním sektoru zůstávají uvolněné a dochází k zesilování zdrojů systémových rizik.

¹¹ K předkládanému materiálu je vytvářen podklad obsahující data, na nichž budou prezentované argumenty založeny. Tento soubor dat je aktualizován vždy současně s předložením vyjádření k SZ a je dostupný na disku Situačních zpráv.

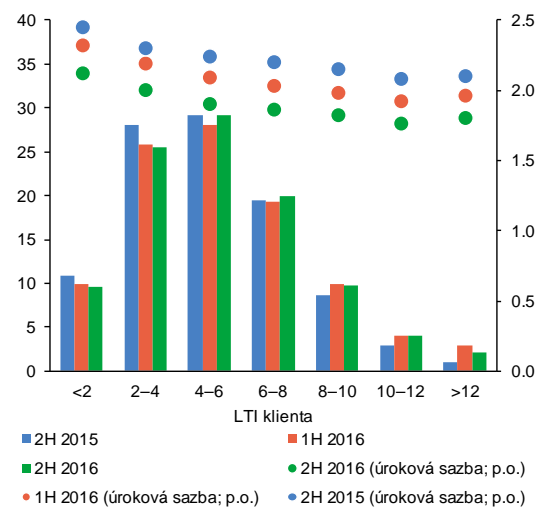
¹² Podrobnější informace o struktuře mapy jsou uvedeny ve stanovisku k 1. SZ 2017, kdy byla mapa prezentována poprvé.

Graf 2: Rizikové váhy, úroková sazba a LTI úvěrů zajištěných rezidenční nemovitostí podle příjmových skupin – stav úvěrů (v %; průměrné hodnoty v kategoriích k 31. 12. 2016)



Pramen: ČNB

Graf 3: Průměrná úroková sazba podle LTI u úvěrů zajištěných rezidenční nemovitostí – nové úvěry (levá osa: podíl úvěrů v %; pravá osa: úroková sazba v %)



Pramen: ČNB

Jak pravidelně upozorňujeme,¹³ nízké úrokové sazby a úrokové marže vytvářejí podněty pro banky zvyšovat objem svých aktiv a umisťovat větší množství zdrojů do rizikovějších aktiv s cílem udržet či zvýšit dosavadní ziskovost.¹⁴ Z hlediska objemu to nejlépe ilustruje vývoj v segmentu hypotečních a spotřebitelských úvěrů domácnostem. Nové hypoteční úvěry v prvním čtvrtletí 2017 vzrostly meziročně o 25 % a nové spotřebitelské úvěry o 18 %. Z hlediska rizikovitosti úvěrů zaznamenáváme hned několik zneklidňujících signálů. Za prvé, banky ve čtvrtém čtvrtletí 2016 plně nedodržovaly zpřísněné limity LTV platné od 1. 10. 2016.¹⁵ Za druhé, úvěry překračující limity LTV jsou ve významné míře poskytovány klientům s rizikovějšími charakteristikami (tzn. zároveň s vysokým LTI a DSTI). To významně snižuje pravděpodobnost, že takový úvěr bude v budoucnu splacen. Za třetí, rostoucí rizikovitost klientů se nepromítá do výše rizikových vah úvěrů ani do úrokových sazeb (Grafy 2 a 3). Může tak docházet k neadekvátnímu hodnocení rizik a úvěruschopnosti klientů ze strany některých bank a zvyšování citlivosti těchto klientů na budoucí nárůst úrokových sazeb. Tuto skutečnost podporují také informace získané na dohlídkách u vybraných bank, kterých se zástupce SAO FS nově od konce minulého roku účastní. Benevolentní hodnocení úvěruschopnosti klientů, výrazná úvěrová dynamika a rostoucí nadhodnocení cen nemovitostí vytvářejí mix rizik, na který je potřeba včas a preventivně reagovat prostřednictvím nástrojů makroobezřetnostní politiky s přispěním nástrojů měnové politiky. Literatuře zaměřené na otázku, proč je vhodné při hodnocení rizik pro finanční stabilitu uvažovat také o nastavení měnové politiky, se blíže věnujeme v tematické části tohoto vyjádření (část 3).

¹³ Vyjádření SAO FS k 1. a 2. situační zprávě 2017 z pohledu dosahování cíle finanční stability, Zprávy o finanční stabilitě 2015/2016, 2014/2015, 2013/2014.

¹⁴ Nízké úrokové sazby mají negativní dopad na ziskovost a rizikové chování také dalších typů finančních institucí (viz ZFS 2015/2016, část 2.1).

¹⁵ Dle Doporučení by od 1. 10. 2016 neměl objem retailových úvěrů zajištěných rezidenční nemovitostí s LTV v intervalu 85–95 % činit více než 10 % v každém čtvrtletí a úvěry s LTV nad 95 % by neměly být poskytovány vůbec. Úvěrů s LTV nad 95 % bylo ve čtvrtém čtvrtletí 2016 poskytnuto 5 % objemu a úvěrů s LTV 85–95 % bylo poskytnuto 20 % objemu. Větší snížení nadlimitního objemu úvěrů bylo zaznamenáno až v prosinci, tj. pět měsíců od oznámení snížení limitů LTV ČNB a dva měsíce po jejich vstupu v platnost. Blíže se tomuto tématu budeme věnovat ve Zprávě o finanční stabilitě 2016/2017.

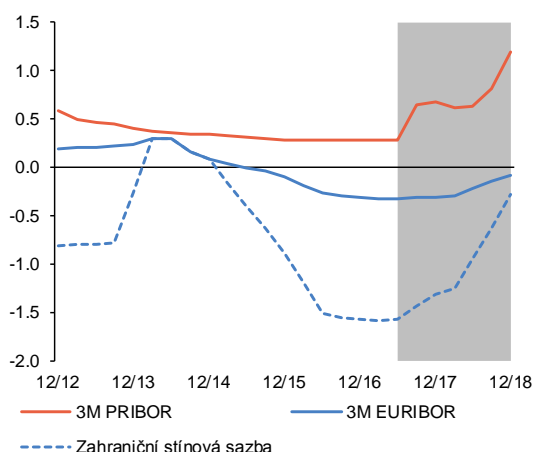
2. Vyjádření k vyznění situační zprávy a k nové prognóze

Vyznění nové situační zprávy a prognózy hodnotíme tak, že s rychlejším růstem příjmů domácností a podniků, který vede k udržitelnému plnění inflačního cíle, je konsistentní zpřísnění měnové politiky ještě v letošním roce. Podle SAO FS je z pohledu plnění cíle finanční stability při zohlednění fáze finančního cyklu žádoucí mírně rychlejší a výraznější zpřísnění měnových podmínek, než předpokládá prognóza. Argumentem pro přechod k restriktivnějšímu módu měnové politiky je také výrazné zrychlení experimentálního indexu inflace CPI OOH+HPI zahrnujícího ceny bydlení (Graf III.1.1, 3.SZ). Preferovanou formou tohoto zpřísnění je nárůst dlouhodobých úrokových sazeb s očekávaným průsakem do úrokových sazeb z úvěrů soukromému sektoru. K částečnému nárůstu dlouhodobých úrokových sazeb došlo již v březnu a dubnu, tento nárůst však nepovažujeme za dostatečný. Vzhledem k tomu, že měnová politika ČNB se nachází v určitém mezidobí mezi ukončením kurzového závazku a standardním cílováním inflace, nenavrhujeme po projednání 3. SZ zvýšit měnověpolitické sazby, ale doručit toto zpřísnění pomocí komunikace ze strany ČNB. Doporučujeme v komunikaci začít indikovat, že období nulových měnověpolitických sazeb by mohlo být ukončeno ještě ve druhé polovině letošního roku. Souhlasíme s vyjádřením uvedeným v situační zprávě, že tato komunikace musí být obezřetná, neboť namísto vyšších dlouhodobých úrokových sazeb by trhy mohly doručit posílení kurzu koruny. Souhlasíme také s tím, že překážkou tomu může být kvantitativní uvolňování ECB, je však nutno zvažovat výnosy a náklady respektování tohoto vnějšího omezení.

Dalším argumentem hovořícím ve prospěch mírně rychlejšího a výraznějšího zpřísnění měnových podmínek, než je uvedeno v prognóze, je nekonsistence mezi veličinami použitými pro domácí a zahraniční úrokové sazby. S novou prognózou je konsistentní pouze velmi mírný nárůst domácích tržních úrokových sazeb, které zůstávají na přibližně 0,5 % do poloviny roku 2018 a poté začínají pozvolna růst těsně nad 1 %. Jak bylo však uvedeno výše, my vnímáme informace prezentované v situační zprávě tak, že by mělo docházet k výraznějšímu zpřísnění měnových podmínek prostřednictvím nárůstu úrokových sazeb. Za jeden z důvodů odlišné interpretace prezentovaných informací považujeme používání zahraniční stínové sazby společně s domácí tržní sazbou v prognostickém modelu, na které jsme upozornili již ve vyjádření k 1. SZ letošního roku. Diferenciál vznikající mezi dvěma ne zcela srovnatelnými veličinami „drží“ domácí tržní úrokovou sazbu po většinu času v prognóze na snížené úrovni a umožňuje její pozvolný nárůst až ve druhé polovině 2018. I poté je však tento nárůst výrazně brzděn kvantitativním uvolňováním ECB reflektovaným v zahraniční stínové sazbě. Tuto skutečnost ilustruje graf 4, kde je patrné, že k mírnému nárůstu domácí tržní úrokové sazby dochází až v momentě, kdy se začne výrazněji snižovat rozdíl mezi zahraniční stínovou a tržní sazbou a stínová sazba se přiblíží k 3měsíčnímu Euriboru. Lze tak předpokládat, že při nahrazení zahraničních stínových sazeb 3měsíčním Euriborem, by prognóza implikovala významnější a rychlejší nárůst domácích tržních úrokových sazeb ještě v letošním roce.

Graf 4: Domácí a zahraniční úrokové sazby

(v %)



Pramen: ČNB

3. Tematická část: Budoucí náklady uvolněné měnové politiky

Hodnocení nastavení měnové politiky z pohledu finanční stability bude vždy spojeno s poměřováním *současných přínosů* v podobě stabilizace inflace na cíli a uzavření mezery výstupu a *budoucích nákladů* v podobě budování finančních nerovnováh a zvyšování finančního napětí.¹⁶ Přestože existuje i opačný názor, řada studií potvrzuje, že uvolněná měnová politika vede v delším výhledu k nadměrnému úvěrovému růstu a růstu cen aktiv, čímž přispívá k posunu ve finančním cyklu a vytváření bublin. Obsáhlý přehled literatury na toto téma je uveden ve studii autorů Adrian a Liang (2016). Z vybraných studií, Jorda et al. (2014) ukazují na vzorku 17 vyspělých ekonomik mezi lety 1870 a 2012, že uvolněná měnová politika vede k nárůstu rizik na trhu nemovitostí (nadměrnému úvěrování a růstu cen nemovitostí), přičemž tyto efekty zesilují v čase. Významně silnější efekt uvolněné měnové politiky na růst úvěrů než HDP na datech za švédskou ekonomiku dokládají Laséen a Strid (2013). Jelikož jedním z klíčových závěrů pokrizových studií finančního cyklu je, že výrazný nárůst objemu úvěrů v poměru k HDP je silně korelovaný s následnými bankovními krizemi (Aikman a Liang, 2016; Borio, 2012), může tento vývoj přispět k budování finančních nerovnováh a finančního napětí v ekonomice. Některé studie zároveň indikují, že ve vyspělých ekonomikách došlo v posledních dekadách k nárůstu pravděpodobnosti vzniku finanční krize v reakci na nadměrnou úvěrovou expanzi (např. Hofmann a Gertler, 2016).¹⁷

V případě, že je nadměrný úvěrový růst doprovázen hospodářskou expanzí, vede k hlubokým hospodářským recesím a finančním krizím následovaným výrazně pomalejším hospodářským oživením než obvykle. Jorda et al. (2013) tuto skutečnost dokládají na analýze více než 200 různých hospodářských recesí ve 14 vyspělých ekonomikách mezi lety 1870 a 2008. K podobnému závěru docházejí také Aikman et al. (2016) pro americkou ekonomiku, kteří zkoumají nelineární dopad nárůstu mezery úvěrů nefinančního sektoru v poměru k HDP na reálnou ekonomiku. Jejich výsledky indikují, že při vysoké úrovni zadluženosti relativně k trendu vede její další nárůst k hospodářské recesi. Obecným problémem je v takové situaci stanovení konkrétní hranice pro "již vysokou zadluženost". Na tuto otázku se ve své práci zaměřují Lombardi et al. (2017), kteří na panelu 54 zemí zkoumají dopad rostoucí zadluženosti domácností. Autoři ukazují, že nárůst zadluženosti domácností v poměru k HDP vede v období delším než 1 rok k poklesu spotřeby domácností i celkového výstupu, přičemž

¹⁶ To je důsledkem rozdílné délky finančního a hospodářského cyklu a rozdílného horizontu materializace rizik.

¹⁷ Hofmann a Gertler (2016) ve své studii ukazují, že v období mezi lety 1950 a 2011 vedl nárůst úvěrů v poměru k HDP o 10 % na horizontu 5 let k nárůstu pravděpodobnosti vzniku krize o 2 p.b., přičemž mezi lety 1985 a 2011 tento vztah zesílil na 4 p.b.

tento efekt zesiluje při vyšších úrovních zadluženosti. V případě dopadu na spotřebu je efekt silnější již při 60% zadluženosti, zatímco v případě růstu HDP efekt zesiluje v momentě, kdy zadluženost domácností přesáhne 80 % HDP.

Kromě vlivu na úvěrovou dynamiku a ceny aktiv působí uvolněná měnová politika na finanční stabilitu i jinými kanály. Řada studií potvrzuje významný dopad dlouhodobě nízkých úrokových sazeb na úrokové marže bank a jejich ziskovost. Tuto skutečnost potvrzuje např. studie Claessens et al. (2016) na datech pro 3418 bank ze 47 zemí mezi lety 2005 až 2013 a Borio et al. (2017) na datech pro 108 velkých mezinárodních bank, ale i řada dalších. Právě nízká ziskovost tradičních bankovních produktů může přispět k orientaci finančních institucí na výnosnější, ale zároveň rizikovější produkty ve snaze dosahovat původní cílové výše výnosů odpovídající původní úrovni úrokových marží (tzv. search for yield, Diamond a Rajan, 2012). Zároveň se zvyšují i rizika na straně pasiv bank. Dochází k nárůstu podílu tržně získávaných zdrojů při stlačených rizikových prémiech a ke zvyšování splatnostní transformace (Adrian a Liang, 2016).

Prezentované argumenty vedou k závěrům, které nemusejí být z pohledu měnové autority úplně příjemné. Jednou z draze zaplacených lekcí poslední krize však je, že je nutné reagovat na příznaky posunu ve finančním cyklu dříve, než jsou rizika pro finanční stabilitu všem zřejmá. „Úklid po krizi“ může být totiž extrémně nákladný (Adrian a Liang, 2016). Může se objevit argument, že není rolí měnové autority reagovat na rizika pro finanční stabilitu a tato zodpovědnost by měla zůstat výhradně v rukou makrobezpečnostní autority. Z několika důvodů však není možné roli měnové politiky opomíjet.

Jedním z nich je skutečnost, že nástroje makrobezpečnostní politiky lze cílovat pouze na část finančního sektoru, zatímco měnová politika dokáže ovlivnit náklady financování celého trhu. Makrobezpečnostní politika je zároveň velmi často spojena s dlouhým implementačním zpožděním. Pokud pomineme zpoždění způsobené vyjednáváním s industrií či snahou o prosazení legislativy umožňující aplikaci některých nástrojů, je nutné brát v úvahu zpoždění mezi platností a účinností jednotlivých nástrojů. K implementačnímu zpoždění se dále přidává vysoká nejistota ohledně zpoždění v transmisi nástrojů (doba od účinnosti po očekávaný efekt), nehledě na vysokou nejistotu skutečného finálního dopadu. Zatímco transmise měnové politiky je zkoumána již několik dekád, analýza transmise nástrojů makrobezpečnostní politiky je stále ještě velmi omezená. Dalším z problémů může být to, že v případě, kdy se ukáže makrobezpečnostní politika jako neefektivní, může být na reakci ze strany měnové autority již pozdě. Aikman et al. (2016) ukazují, že při vyšší zadluženosti začíná být měnová politika neefektivní ve snaze zpomalit roztočenou ekonomiku. To pouze podporuje význam včasné reakce jak ze strany makrobezpečnostní autority, tak ze strany měnové autority.

S ohledem na to, že uvolněná měnová politika ČNB již zajistila udržitelné plnění inflačního cíle, je vhodné si položit otázku, zda jsme již nedosáhli stavu, kdy současné přínosy uvolněné měnové politiky v podobě nízkých sazeb převyšují její budoucí náklady pro českou ekonomiku. Vedle posunu finančního cyklu do fáze výrazného růstu a dalších argumentů prezentovaných v prvních dvou částech tohoto vyjádření hovoří ve prospěch kladné odpovědi na tuto otázku i existující signály o přehřátí trhu práce.

Reference

- [1] Adrian, T., Liang, N. (2016): *Monetary Policy, Financial Conditions, and Financial Stability*. Staff Report 690, Federal Reserve Bank of New York.
- [2] Jordà, O., Schularick, M., Taylor, A. M. (2014): *Betting the house*. Working Paper 20771, National Bureau of Economic Research.

- [3] Laséen, S., Strid, I. (2013): *Debt Dynamics and Monetary Policy: A Note*. Working Paper Series 283, Sveriges Riksbank.
- [4] Gertler, P., Hofmann, B. (2016): *Monetary facts revisited*. BIS Working Papers No 566, Bank for International Settlement.
- [5] Jorda, O., Schularick, M., Taylor, A.M. (2013): *When credit bites back*. Journal of Money, Credit and Banking 45, 3–28.
- [6] Aikman, D., Lehnert, A., Liang, J.N., Modugno, M. (2016): *Financial Vulnerabilities, Macroeconomic Dynamics, and Monetary Policy*. Finance and Economics Discussion Series 2016-055, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).
- [7] Lombardi, M., Mohanty, M., Shim, I. (2017): *The real effects of household debt in the short and long run*. BIS Working Papers No 607, Bank for International Settlement.
- [8] Diamond, D. W., Rajan, R. G. (2012): *Illiquid Banks, Financial Stability, and Interest Rate Policy*. Journal of Political Economy 120(3), pp. 552–591.
- [9] Borio, C. (2012): *The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?* BIS Working Paper 395, Bank for International Settlement.
- [10] Borio, C., Gambacorta, L. (2017): *Monetary policy and bank lending in a low interest rate environment: diminishing effectiveness?* BIS Working Paper 612, Bank for International Settlement.
- [11] Claessens S., Coleman, N., Donnelly, M. (2016): *Low-for-long interest rates and net interest margins of banks in advanced foreign economies*. Board of Governors of the Federal Reserve System, IFDP Notes, April.