

OMEZENÝ PŘÍSTUP

**Česká národní banka
samostatný odbor finanční stability**

**V Praze dne 25. září 2017
Č. j.: 2017/130100/CNB/180
(OMEZENÝ PŘÍSTUP po dobu 6 let)
Celkový počet stran: 13 z toho
Vlastní materiál: 13**

Materiál k informaci bankovní rady České národní banky

STANOVISKA K 6. SITUAČNÍ ZPRÁVĚ

Vypracovali: Tomáš Havránek a samostatný odbor finanční stability

STANOVISKO K 6. SZ

1. Měnověpolitické doporučení

Srpnové zvýšení sazeb podpořilo správnost načasování exitu z kurzového závazku, aby následný vývoj klíčových veličin podpořil i správnost načasování prvního zvýšení sazeb. Koruna je stabilní, prognóza inflace se naplňuje a konjunktura českého hospodářství zesiluje. V takto komfortní situaci je možné začít se připravovat na okamžik, kdy nebývalá souhra příznivých vnitřních i vnějších podmínek skončí, což je hlavní podstatou tohoto stanoviska. Chceme-li nadále používat úrokové sazby jako hlavní nástroj stabilizace ekonomiky, budeme potřebovat dostatečný polštář v podobě vyšších sazeb před příští recesí. **Průměrná potřeba uvolnění měnové politiky v reakci na recesi je 5,5 procentních bodů** (používám zde data za USA prezentovaná ve studii Reifschneider, 2016, neboť v ČR ani v eurozóně jsme nezažili mnoho standardních cyklů snižování sazeb). Pokud bychom tedy zvyšovali sazby v průměru každé druhé měnověpolitické jednání, dostaneme se na tuto hodnotu až v roce 2023.

Očekávání, že nynější konjunktura skončí před rokem 2023, je pro mě dodatečným argumentem pro strmější trajektorii zvyšování sazeb, než jaká je prezentována v situační zprávě. Zchlazení nyní naší ekonomice těžko uškodí (po krizi také zřejmě došlo k oslabení transmise z mezibankovních do klientských sazeb; Havránek a kol., 2016) a v těžších časech se nám potom bude hodit větší prostor pro uvolňování měnových podmínek. Navíc se domnívám, že míra přehřátí českého hospodářství je větší, než nám napovídají oficiální statistiky HDP a inflace, jejichž konstrukce plně neodráží všechny rysy moderní ekonomiky.

Meziroční růst HDP i přes svou zvyšující se dynamiku dosud neodpovídá euforii pozorované u většiny podniků a spotřebitelů. Jedním z důvodů může být, že v současné digitalizované ekonomice dokáže HDP hůře a hůře zachycovat hodnotu produktů (viz např. Mokyr, 2014; Hulten a Nakamura, 2017).² Stejně tak je možné, že publikovaná inflace stále méně reflektuje skutečnou kupní sílu peněz³ s tím, jak se výdaje domácností přesouvají do položek, které ve spotřebním koši zahrnuté nejsou nebo mají příliš malou váhu. Spotřeba roste robustně, ale přesto nás překvapuje její slabší dynamika ve srovnání s reálným růstem objemu vyplacených mezd. Klasickým „podezřelým“ jsou ceny nemovitostí, jejichž váha v oficiálním spotřebním koši činí i přes nedávné zvýšení stále pouze 1,4 % (přičemž např. tabák má 5% váhu). Lze přitom argumentovat, že nákup zejména první nemovitosti představuje z pohledu řady domácností spíše spotřebu než investici (Hampl a Havránek, 2017a).

Nabízí se proto zvyšovat sazby výrazněji než o pouhých 0,25 p. b. implikovaných citlivostním scénářem prognózy (který se naplňuje lépe než základní scénář), ale to by zřejmě nebylo optimální z hlediska komunikace a dopadů do reálné ekonomiky (prudší než nutné zabrzdění) i finanční stability (problémy stávajících dlužníků při strmějším nárůstu úroků). Považuji tak za lepší pokračovat s normalizací jistě, ale pomalu. Zvýšení sazeb též vyjádří důvěru v sílu české ekonomiky po skončení kurzového závazku. **Doporučuji tedy zvýšit repo sazbu na 0,5 %, lombardní sazbu na 0,75 % a depo sazbu ponechat na 0,05 %.**

¹ Děkuji Vítu Bártovi, Janu Filáčkovi, Michalu Frantovi, Kamilu Galuščákovi, Daně Hájkové, Simoně Malované, Petru Polákovi, Jiřímu Schwarzovi, Milanu Šimáčkovi, Janu Vlčkovi a Michalu Vodrážkovi za diskuzi k tématům v tomto stanovisku. Odpovědnost za jeho vyznění nesu sám.

² Řadu nových produktů a služeb v digitální ekonomice je možné využívat za nízkých či nulových nákladů. Tím přispívají málo do statistik, ačkoli mohou významně ovlivňovat skutečnou životní úroveň domácností.

³ V mnoha oborech sice ceny rostou velmi mírně, ale výrazně se prodlužují termíny dodání. Například dodavatelé montovaných domů nezdražují, ale pokud si u nich nyní člověk dům objedná, postaví mu ho až za 3 roky. Statistická cena domu je stejná, ale hodnota pro spotřebitele menší, protože ho lze začít používat později.

2. Vyjádření k vyznění SZ a prognóze

Nová situační zpráva je jako obvykle kvalitně zpracována. Zpětně oceňuji vybudování citlivostního scénáře pro minulou zprávu, stejně jako tamější upřímnou diskuzi asymetrie obsažené v základním scénáři aktuální prognózy: efekty kvantitativního uvolňování ECB zahrnuté jsou, ale dlouhodobá překoupenost na trhu s korunou nikoli, čímž máme prognózu kurzu vychýlenou směrem k silnějším hodnotám. Důsledkem je pozvolnější trajektorie zvyšování sazeb v situační zprávě, než jakou považujeme za pravděpodobnou. Problém této asymetrie, která uměle prohlubuje naši závislost na politice ECB (jelikož koruna posílí méně, než předpokládá model, budeme si moci dovolit rychlejší zvyšování sazeb i během QE ECB), si uvědomuje i odborná veřejnost, jak bylo patrné ze čtvrtletního setkání s analytiky.

Zkusme efekty dlouhodobější překoupenosti do základního scénáře listopadové prognózy experimentálně zakomponovat. Experimentální je koneckonců i naše nynější zahrnutí efektů kvantitativního uvolňování ECB. Stínové sazby, které se k tomuto účelu používají, lze odhadnout kdekoliv v intervalu $(-0,5; -8)$, jak bylo několikrát na měnových jednáních diskutováno. Protože správný výpočet stínových sazeb je nejednoznačný, síla funkčnosti úrokové parity po krizi je nejasná (Borio a kol., 2016) a na stínových sazbách ani nelze provádět arbitráž, nemůže nám tento přístup dát víc než kvalitativní příběh. Pokusme se o podobně kvalitativní, ale explicitní příběh v prognóze i u překoupenosti, což nám pomůže minimálně v komunikaci navenek (těžko budeme moci zveřejnit trajektorii kurzu, dokud jí sami nebudeme věřit). Snad by v tomto ohledu mohla pomoci sekce bankovních obchodů tím, že by se podílela na prognóze kurzu; další variantou může být použití výnosů dluhopisů namísto stínových sazeb či ještě větší expertní tlumení stínových sazeb. Přímocharým, ale jen částečným řešením je povýšení citlivostního scénáře na základ prognózy, neboť překoupenost potřebujeme modelovat na celém horizontu prognózy (nikoli jen 1–2 čtvrtletí dopředu).

3. Vlastní téma: jak uvolnit měnové podmínky v příští recesi

Za klíčovou měnověpolitickou otázkou však nepovažuji, kdy a jak pokračovat ve zvyšování sazeb – i kdybychom dnes zvýšili repo o 0,5 p.b. či zvyšování odložili na další zasedání, efekty na inflaci budou zhruba podobné a projeví se za dlouhou dobu (průměr publikovaných odhadů transmise v ČR naznačuje, že největšího efektu na ceny dosáhne změna sazeb za 15 měsíců; Havránek a Rusnák, 2013). Nečekaný nárůst inflace lze vždy rychle zkrotit odprodejem devizových rezerv. Obtížnější bude plnit náš primární mandát v případě, že do příští recese nestihneme zvýšit sazby na dostatečnou hodnotu (ať už uvažujeme výše uvedených 5,5 % dle zkušeností Fedu, nebo třeba „jen“ 4 %). Vidím značné riziko, že i při výše doporučené rychlé normalizaci sazeb příště opět narazíme na nulu. K tomu mě vedou tři pozorování: 1) rovnovážná reálná úroková míra se může nacházet pod námi předpokládaným 1 %, 2) i při předpokladu 1% rovnováhy nás pravděpodobně bude nulová hranice v budoucnu svazovat 30–40 % času (Kiley a Roberts, 2017), 3) současná konjunktura v USA bude už za dva roky nejdlejší v dějinách, resp. od počátku měření v roce 1854.

Podle výpočtů Goldman Sachs je statistická pravděpodobnost recese v USA již v příštích dvou letech 25 %. Je možné, že budoucí cyklus bude vypadat zcela jinak, než co nám naznačují statistiky z minulosti, a že ke krizi nedojde ani do 5 let. Možná opravdu platí, že tentokrát po velké recesi a s lepší regulací je to jiné, že Evropu čeká zlatá dekáda a že nekonvenční nástroje měnové politiky již nebudeme potřebovat. Spoléhat na to ale nelze a je vhodné využít nynější nebyválně klidnou situaci k přípravě strategie uvolnění měnové politiky v krizi. **Vzhledem k tomu, že krize přijde náhle a příprava strategie může spolu s implementací zabrat i několik let, je lepší mít plán připravený „v šuplíku“,** a to včetně konkrétních podmínek, za kterých bychom byli ochotni k nekonvenčním nástrojům přistoupit, aby proticyklické působení měnové politiky bylo co nejučinnější.

V této části navážu na materiály o nekonvenční měnové politice, které sekce měnová předkládala bankovní radě v letech 2009–2015. Zaměřím se na nové poznatky, které v těchto materiálech nemohly být reflektovány. Pro účely strategie by bylo každopádně nutné pro každý nový nástroj zpracovat detailní studii uskutečnitelnosti, na což není ve stanovisku poradce místo. **Odkoušenou první volbou je kurzový závazek – jeho výhody dobře známe (viz např. Brůha a Tonner, 2017), takže v tomto materiálu budu hrát roli ďáblova advokáta a zaměřím se na jeho nevýhody**, a naopak výhody ostatních nástrojů. Náš první pobyt na nulové hranici sazeb dopadl dobře, ale příště budeme domácími i zahraničními odborníky hodnoceni mnohem přísněji právě i vzhledem k existenci nových nástrojů. Nevýhod kurzového závazku lze vymyslet nejméně pět:

- 1) Byl často prezentován jako „atomové tlačítko“, které jsme použili v době, kdy naši ekonomice hrozil propad do deflační spirály. To nemusí být situace, kdy se příště dostaneme na nulovou hranici sazeb.
- 2) Neumožňuje jemné ladění ekonomiky. Teoreticky je možné měnit hladinu kurzu častěji, ale tím odbouráváme jednu z hlavních deviz této politiky, a to stabilitu a jistotu, kterou do ekonomiky přinesla – měněný závazek přestává být závazkem. Navíc vlivy změn hladiny kurzu je o něco těžší modelovat než vlivy změn úrokových sazeb (jak ukázala ne zcela naplněná teoretická predikce průsaku kurzu do cen).
- 3) Doprovodným efektem kurzového závazku jsou záporné sazby na mnoha segmentech trhu, často docela hluboké, nad nimiž přitom měnová politika nemá přímou kontrolu.
- 4) Opakované oslabení kurzu (zejména v reakci na negativní šok, který by symetricky ovlivnil celou Evropu) by bylo trpce vnímáno našimi obchodními partnery.
- 5) *Oslabení koruny* má negativní psychologické konotace. Jedná se o tak nepopulární nástroj, že by jeho opakované užití mohlo nepřímou ohrozit nezávislost ČNB.⁴

Nacházíme-li se v situaci, kdy hrozí recese, úrokové sazby jsou na nule a prognóza implikuje další potřebu uvolnění měnových podmínek, máme vedle kurzového závazku další tři technicky proveditelné možnosti. První je dobře známá a často používaná, další dvě využívají nedávné inovace v oblasti FinTechu a ekonomické teorie (ignorují zde zcela klasické kvantitativní uvolňování à la FED a ECB, neboť v našich podmínkách přebytku likvidity a relativně mělkého trhu ho v souladu s předchozími materiály sekce měnové nepovažují za užitečné; nákup dluhopisů na nulové hranici měnověpolitických sazeb by navíc stejně vedl k záporným sazbám na těchto dluhopisech).

3.1. Vysezení s forward guidance

V době rozhodnutí o zavedení kurzového závazku byl hlavním disentním proudem v bankovní radě, expertním aparátu ČNB a odborné veřejnosti prosazován názor, že období nízké inflace je třeba „vysedět“ – tedy dále neuvolňovat měnové podmínky, snad s výjimkou závazku ponechání sazeb na nízké hladině (forward guidance). Takový postup považuji za optimální v případě, že implikované podstřelení inflačního cíle je krátkodobé a v rámci tolerančního pásma. Čím rychleji budeme v době konjunktury zvyšovat sazby, tím spíše nám v krizi vysezení postačí. **Bohužel se mi zdá nepravděpodobné, že si s tímto přístupem vystačíme**, protože v té době nám zřejmě bude chybět stále dost k dosažení potřebného polštáře u měnověpolitických sazeb, a podstřelení cíle tedy bude významné. Každé takové

⁴ Smyslem nezávislé centrální banky je, aby v případě potřeby činila velmi nepopulární kroky. Pokud má ale k dispozici několik nástrojů, které jsou potenciálně podobně efektivní, představuje popularita nástroje také měřítko, které by měla brát na zřetel, aby zbytečně neohrožovala své postavení ve společnosti – a tím i budoucí schopnost provádět důležitá nepopulární opatření. Navíc v krizi je důležité pozvednout též náladu domácností.

vysezení recese navíc znamená ztráty pro společnost a zejména pro nízkopříjmové skupiny (v recesi se zvyšuje nerovnost, viz např. Hampl a Havránek, 2017b). Forward guidance je potom extrémně účinná v běžných makroekonomických modelech, ne však tak úplně v praxi a některých rozšířeních těchto modelů (McKay a kol., 2016).

3.2. Přímá podpora spotřeby

Materiály o nekonvenčních nástrojích pro BR zmiňovaly Friedmanův koncept „helicopter drop of money“, tedy přímé zasílání peněz spotřebitelům. Hlavním argumentem proti němu je, že se jedná o kvazifiskální opatření: centrální banka by na zavedení takového nástroje musela spolupracovat s vládou, například financováním daňových úlev, čímž by ohrozila svoji nezávislost. V posledních letech však řada centrálních bank začala uvažovat o zavedení digitální měny, která by doplnila hotovost a poskytla domácnostem přímý přístup k rozvaze centrální banky (dobré shrnutí poskytují Bordo a Levin, 2017). Pokud by centrální banka tuto inovaci – vůbec ne nutně na bázi blockchain – zavedla, mohla by v případě potřeby povzbuzovat spotřebu domácností přímo tímto způsobem bez nutnosti spolupráce vlády.

Samotná digitální měna emitovaná centrální bankou je stále z řady důvodů poměrně kontroverzní myšlenkou (Hampl, 2017). **Digitální měna však pro tento účel snad ani není nutná v situaci, kdy centrální banka spravuje centrální evidenci účtů.** Technicky je možné každému člověku, který je v evidenci uveden, zasílat na jeden z jeho účtů měsíčně určitou částku. Bude-li tento úmysl komunikován s dostatečným předstihem, všichni občané budou mít čas zřídit si alespoň jeden účet u libovolné banky, čímž se do registru dostanou. Tím by bylo navíc dosaženo pozitivního vedlejšího efektu v podobě zvýšení finanční inkluze.

Ve standardním makroekonomickém modelu nemá taková „přímá podpora spotřeby“⁵ velký efekt zejména proto, že model uvažuje spotřebu jako funkci permanentního důchodu (nikoli současného příjmu), který by se v souvislosti s těmito relativně drobnými transfery změnil jen málo. Otázkou je, zda by občané ve skutečnosti značnou část takového transferu „po keynesovsku“ nespotřebovali. Gechert a Rannenberg (2017) ukazují, že dle typického odhadu v literatuře můžeme očekávat uspoření zhruba poloviny transferu.

Tento problém lze do značné míry řešit právě využitím omezeného typu digitální měny, resp. digitální peněženky, odkud by šlo platit za spotřební zboží (nikoli např. nakupovat investiční statky) a kam by nebylo možné převádět dodatečné prostředky, aby nedocházelo k odlivu depozit z účtů u komerčních bank. Prostředky zasláné do těchto peněženek by mohly mít omezenou platnost, aby občany více motivovaly ke spotřebě. Tím se sice neřeší substituce, v rámci níž by spotřebitelé mohli uspořit větší procento ze svých ostatních příjmů, ale i tak by se mělo jednat o uspokojivě fungující nástroj (teoreticky efektivní bude vždy, budou-li transfery dostatečně velké). Jeho velkou výhodou je, že ovlivňuje přímo spotřebu, a odpadá tak nejistota ohledně transmise mezi několika veličinami.

Hlavní nevýhodou přímé podpory spotřeby je stále dopad na nezávislost ČNB. Na rozdíl od kurzového závazku by tato politika jistě byla populární, možná však až příliš; mohla by být vnímána jako podpora vlády, a to silněji než standardní uvolňování měnové politiky. Přímou podporu spotřeby lze přirovnat k dividendě placené akcionářům, neboť centrální banka je národní instituce, ve které má každý občan demokratické země teoreticky stejný podíl. Jakkoli snad dává toto přirovnání ekonomický smysl a ukazuje, že stejně jako v případě kurzového závazku by nešlo o „utrácení“ veřejných prostředků, naznačuje také svým způsobem nebezpečí pro budoucí nezávislost ČNB (viz zkušenost Švýcarské národní banky).

⁵ Zřejmě by nebylo komunikačně taktické nazývat takovou politiku „penězi z vrtulníku“ (viz Bernankeho rozšířená přezdívka „Helicopter Ben“ na základě jediného projevu z roku 2002). U tohoto i příštího nástroje tedy používám termíny, které se mi zdají významově podobné, avšak psychologicky povzbudivější než názvy zažité.

Přímá podpora spotřeby by měla okamžité a stoprocentní dopady do hospodaření ČNB, neboť účetně by se jednalo o čistou ztrátu. Výhodou oproti kurzovému závazku je, že by velikost ztrát byla dopředu známa – navíc protistranou by byly tuzemské domácnosti, nikoli finanční instituce s převážně zahraničními vlastníky. Účetní hlediska jsou však druhořadá v porovnání s měnověpolitickými cíli; ztrátu lze navíc dlouhodobě kompenzovat vyšším důrazem na výnos při správě devizových rezerv, tedy zejména navýšením podílu akcií v investiční tranši portfolia (tomuto tématu se podrobně věnoval Jiří Schwarz ve stanovisku ke 3. SZ 2017). Fondy největších privátních univerzit západních zemí, které jsou objemem řádově srovnatelné s investiční tranší našich rezerv, vykazují dlouhodobě výnosy kolem 10 %.

3.3. Bonus za výběr hotovosti

Nejstandardnějším nestandardním nástrojem měnové politiky jsou záporné sazby, jejichž efekty umíme teoreticky dobře modelovat. Zkušenostem centrálních bank, které je implementovaly, jsem se věnoval ve stanovisku ke 2. SZ 2016. Tyto zkušenosti nejsou ani teď nijak oslnivé, zejména proto, že potenciál využití záporných sazeb je omezený: dostanou-li se pod jistou úroveň, firmy a spotřebitelé začnou vybírat peníze z bankovních účtů a skladovat je v hotovosti. Ve výše zmíněném stanovisku jsem tuto úroveň sazeb pro ČR odhadoval na -1,5 %; Kolcunová (2017) nověji a rigorózněji odhaduje -1 %. Potenciál 4 „cutů“ k dobru nevyvažuje trojí negativa záporných sazeb: 1) problémy pro banky, které nemohou plně promítnout záporné mezibankovní sazby do klientských sazeb na depozita, 2) problémy pro penzijní fondy a pojišťovny, které nemohou bezrizikově dosahovat kladného výnosu z aktiv, a 3) nepopularitu u střadatelů, kterým vadí záporné nominální sazby více než záporné sazby reálné, na kterých ekonomicky záleží a které jsou záporné dlouhodobě.

Existuje poměrně přímočará (i když v ekonomické teorii teprve nedávno artikulovaná) metoda, jak dolní hranici u záporných sazeb odstranit, a tím z nich vytvořit skutečně účinný a užitečný nástroj. Tou metodou je časově proměnný bonus za výběr hotovosti (Agarwal a Kimball, 2015), který je stanoven centrální bankou tak, aby se efektivní výnos z držby hotovosti rovnal měnověpolitické sazbě. Vybírá-li tedy banka od ČNB hotovost v období záporných sazeb, dostane hotovosti o něco více, než kolik jí bude odečteno z účtu (a naopak, když hotovost vkládá, bude jí účtován poplatek). **Lze zajistit, že v situaci záporných sazeb je pak stejně výnosné držet peníze na účtu i v hotovosti**, neboť bonus za výběr hotovosti se postupně zvětšuje. Není tedy zapotřebí zneplatňovat či kolkovat bankovky s vylosovaným sériovým číslem, jak bylo občas navrhováno, nebo omezovat využívání hotovosti jinými, často drastickými způsoby (Rogoff, 2017). Řešením není hotovost zakazovat či její objem redukovat, ale naopak řízeně zvětšovat a další dějství ponechat plně na tržních mechanismech.

Tímto jednoduchým způsobem se vytvoří de facto směnný kurz mezi hotovostí a elektronickými penězi,⁶ který se postupně vrátí na paritu poté, co se měnověpolitická sazba dostane ze záporných hodnot (zde stručně shrnuji argumenty prof. Kimballa z University of Colorado, který v rámci svého loňského turné po centrálních bankách vyspělých zemí prezentoval detailně i v ČNB technické nuance tohoto přístupu). Pak je možné na krizi reagovat hluboce zápornými sazbami, které mohou při oživení růst nad nulu o to rychleji – v kontrastu se sazbami zaseklými na nulové hranici po mnoho let. Dá se očekávat, že při uplatnění takové politiky by se zpočátku prosadilo Greshamovo pravidlo: protože hotovost bude méně hodnotná (spotřebitel získá při výběru z bankomatu více hotovosti, než kolik mu bude odečteno z účtu), budou spotřebitelé platby v hotovosti preferovat. Je ale pravděpodobné, že obchodníci by postupně platby v hotovosti z vlastní iniciativy omezovali,

⁶ Tento směnný kurz již nyní v praxi existuje, ale obvykle je pro obchodníky hodnotnější hotovost, a proto preferují, když zákazník platí tímto způsobem. Bonusem za výběr hotovosti by se situace otočila: místo omezení na platby kartou bychom častěji viděli omezení na platby v hotovosti (např. „hotovostní platby jen do 100 Kč“).

resp. povolovali pouze pro malé částky. Konečným efektem by tedy bylo naopak zrychlení přirozeného odumírání hotovostních transakcí, což by dále zvýšilo efektivitu měnové politiky.

To však stále neřeší výše uvedené zápory záporných sazeb: ztráty bank, ztráty penzijních fondů, nepopularita opatření. Nízké úrokové sazby budou vždy znamenat problém pro finanční stabilitu; specifikem sazeb záporných je obtížnost jejich přenosu na klientské sazby u depozit, což ohrožuje vysokou ziskovost bank a vyvolává jejich (a jejich analytiků) silný a trvalý odpor k této politice. V praxi však pozorujeme záporné klientské sazby u velkých vkladů. Dále lze stabilitě bank pomoci tím, že **poskytneme každé bance nezáporný úrok na rezervy v objemu, který odpovídá např. součinu průměrné mzdy a počtu klientů**. Jinými slovy, banky by spotřebitelům mohly v každé situaci nabídnout nezáporně úročený běžný účet, jehož limit bude stačit pro standardní použití včetně inkasních plateb.

Záporné sazby (včetně důsledků pro pojišťovny a penzijní fondy) ve velké části finančního trhu jsme si vyzkoušeli během doby trvání kurzového závazku a v některých případech i po jeho ukončení. Je tedy pravděpodobné, že se tento efekt dostaví znovu v dalším období využití nestandardních nástrojů u nás či v našem okolí. Výhodou bonusu za výběr hotovosti je kontrola nad těmito sazbami a rychlejší návrat k rovnovážné hodnotě po skončení krize, takže celkový dopad na penzijní fondy a střadatele může být i pozitivní.

3.4. Implikace nových nástrojů pro inflační cíl

Kvůli hrozbě setrvale omezující spodní hranice sazeb navrhuje řada ekonomů zvýšení inflačního cíle ke 4 %, tedy částečnou rezignaci na cíl cenové stability z důvodu technické neschopnosti. Možnost využití přímé podpory spotřeby či bonusu za výběr hotovosti naopak implikuje *nadbytečnost kladného inflačního cíle*, který slouží převážně právě jako rezerva před omezením měnové politiky na nulové hranici sazeb. Je sice pravda, že růst CPI skutečnou inflaci do jisté míry nadhodnocuje, jelikož nebere dostatečně v úvahu zlepšování kvality zboží a substituci, ale velikost nadhodnocení je nejasná (určitě nepředstavuje 2 procentní body). Na druhou stranu může ale CPI inflaci naopak podhodnocovat mimo jiné proto, že jsou z něj vyloučeny rychleji rostoucí ceny nároků na budoucí spotřebu, zejména ceny nemovitostí (Hampl a Havránek, 2017a). Celkově je tedy možné pracovat s tím, že CPI měří kupní sílu peněz zhruba správně – všichni ho tak každopádně používáme.

Neomezuje-li nás dolní hranice sazeb, je možné cílovat kupní sílu peněz tak, aby zůstávala v dlouhodobém průměru zcela konstantní (což Bordo a Levin, 2017, označují v této souvislosti za „skutečnou cenovou stabilitu“).⁷ Takový operační rámeček by byl velmi příjemný pro spotřebitele a firmy tím, že by z měny vytvořil dokonalý uchovatel hodnoty: koruna dnes by měla stejnou kupní sílu jako koruna za 10 let, resp. kdykoli do přijetí eura. Odstranění této nejistoty by domácnostem usnadnilo spoření na penzi. Kredibilní cílování cenové hladiny (jehož je cílování konstantní kupní síly peněz speciálním případem) má navíc tu výhodu, že v krizi funguje jako pevná kotva, která znemožní vznik deflační spirály; občasná mírná deflace pak hospodářství neuškodí. Pokles cen vyvolá podstatně silnější reakci měnové politiky, než jaká by nastala v režimu cílování inflace, kde je pro měnovou politiku relevantní budoucí změna cen bez ohledu na jejich minulý vývoj. Přejít na cílování stabilní kupní síly peněz by znamenal okamžité náklady pro ekonomiku, zejména pak určité zvýšení nezaměstnanosti (kvůli nominální rigiditě mezd), ale řada ekonomů soudí, že by se jednalo o náklady pouze přechodné. V každém případě by taková změna musela přijít v rostoucí fázi cyklu, kdy nezaměstnanost nepředstavuje tak velký společenský problém.

Hlavní nevýhodou cílování rostoucí cenové hladiny obecně je obtížná komunikace vůči veřejnosti (viz užitečné shrnutí ve studii Böhm a kol., 2011), která by měla potíže

⁷ Hall a Reis (2017) ukazují, že centrální banka může stabilní cenové hladiny dosáhnout jednoduše indexováním sazeb očekávanými cenami. Shrnutí je zde: http://econlog.econlib.org/archives/2017/03/ricardo_reis_on.html.

pochopit, proč centrální banka jeden rok usiluje o inflaci 1 % a další rok o 3 %. Cílování stejné kupní síly peněz je ale naopak komunikačně ještě jednodušší než cílování inflace, protože právě konstantní cenovou hladinu většina obyvatel vnímá jako skutečnou cenovou stabilitu. Představa takové změny politiky je na centrálněbankovní poměry odvážná, avšak zřejmě méně odvážná než zavedení de facto směnného kurzu mezi hotovostí a elektronickými penězi v krizi. **Dospějeme-li tedy jednou k názoru, že bonus za výběr hotovosti je realizovatelný, bylo by užitečné přejít zároveň i na cílování současné kupní síly peněz.** První bez druhého je pro veřejnost obtížně přijatelné; druhé bez prvního (s výjimkou přímé podpory spotřeby) je technicky neproveditelné. Bylo by tudíž vhodné obojí spojit do jednoho balíčku, který by najednou rozšířil možnosti měnové politiky v krizi a zároveň přiblížil naši definici cenové stability jejímu intuitivnímu pojetí.

Jakkoli není potřebné zapisovat se do učebnic centrálního bankovníctví tím, že jako první zavedeme přímou podporu spotřeby či bonus za výběr hotovosti, jsou oba tyto nástroje podle mého čtení literatury již nyní použitelné a v krizi pravděpodobně dostatečně efektivní (zřejmě pak jejich kombinace).⁸ Posouzení jejich legislativních a implementačních výzev v českých podmínkách pak přesahuje rámec stanoviska poradce k situační zprávě. Toto posouzení a případná implementace by zabraly dohromady možná i několik let (včetně potenciálních změn legislativy, které by snad byly zapotřebí pro komfortnější provádění přímé podpory spotřeby), a proto je myslím vhodné se o strategii stimulace ekonomiky v příští krizi začít bavit dříve, než se objeví první náznaky zpomalení růstu v rámci cyklu.

4. Dílčí poznámky a otázky k SZ

- Také malá situační zpráva se po faceliftu čte lépe. Dobrá práce!
- Pozorovaná data o růstu HDP a mezd byla velmi výrazně nad prognózou. Překvapuje mě, jak málo tyto zásadní informace mění výhled inflace a sazeb v situační zprávě.
- Náš letošní růst HDP (více než 8 % anualizovaně od začátku roku) je podle dostupných dat **nejvyšší na světě**, což působí poněkud podezřele – a to ještě následuje po výrazné revizi srovnávací základny v předchozích letech směrem nahoru. Existují kromě EET, náběhu kodiaqa a počtu pracovních dní ve druhém čtvrtletí jednorázové faktory, které by tuto bezprecedentní letošní akceleraci pomohly vysvětlit?
- Situační zpráva počítá pro příští čtvrtletí s mezikvartálním **poklesem HDP**. Je možné pokusit se nastínit, jak by zhruba vypadala implikovaná trajektorie sazeb, kdybychom předpokládali, že reportovaný růst za první pololetí byl z poloviny fundamentální a bude pokračovat anualizovaně 4% tempem? Tedy že čekáme jen částečnou regresi k normálu. To by stále implikovalo růst HDP za celý rok 2017 přes 6 %.
- Jakkoli čtenář chápe, proč je modelový kurz na horizontu predikce ještě silnější než v minulé SZ, úplně dobrý příběh to nedává i proto, že pozorovaný kurz je relativně stabilní (a to ještě počítá s hikem nad rámec prognózy). Mnoho centrálních bank se o prognózu kurzu vůbec nesnaží a předpokládají fixní hodnotu. Dávám ke zvážení, zda by vzhledem k problémům s predikcí kurzu nemohla SZ vždy obsahovat **citlivostní scénář**, kde by koruna posilovala jen tempem rovnovážné apreciacie (1,5 % ročně). Takový scénář samozřejmě nebude modelově konzistentní, ale zdál by se mi užitečný.

⁸ Proč tedy žádná centrální banka ještě neopustila inflační cílování ve prospěch cílování stabilní kupní síly peněz v kombinaci s občasným využitím přímé podpory spotřeby a bonusu za výběr hotovosti? Filozofie obou nástrojů je sice stará, ale do prakticky realizovatelné podoby byly přivedeny až v posledních dvou letech. Neobjeví-li se nepřekonatelné překážky, jako první je zřejmě zavede centrální banka malé vyspělé země (podobně jako v případě inflačního cílování), neboť velké centrální banky čelí silnějšímu tlaku setrvačnosti ze strany veřejnosti a institucionální tradice. I proto trvalo 22 let od prvotního příkladu Nového Zélandu, než bylo inflační cílování oficiálně zavedeno ve Spojených státech.

- Vzhledem k překoupenosti koruny a slabší arbitráži u úrokové parity se domnívám, že osud kvantitativního uvolňování ECB je pro trajektorii našich úrokových sazeb o poznání méně relevantní, než jak by tomu bylo za normálních okolností. Autonomie naší měnové politiky je větší, než implikuje aktuální prognóza.
- Je možné pokusit se vyčíslit, jaký dopad na NAIRU bude mít srpnové **zprůsnění podmínek** pro dlouhodobě nezaměstnané? Jedná se o poměrně významné opatření (snížení dávek pro neaktivní žadatele o třetinu).
- Může mít na NAIRU za jinak stejných okolností vliv i posilování koruny? Vzhledem k velkému počtu volných pracovních míst v ČR a vysoké nezaměstnanosti v jižním křídle eurozóny by dostatečně silná koruna, a tedy i česká výplata přepočtená do eur, mohla začít lákat pracovní sílu vedle východu i z jihu Evropy.
- Rád bych v SZ viděl graf vývoje eurových sazeb, které v našem modelu **skutečně vstupují** a vstupovaly do podmínky úrokové parity. Na str. 10 je graf stínových sazeb, které jsou ale v modelu kombinovány se sazbami tržními s určitou vahou, přičemž tato váha se v čase mění. Změna váhy je přitom stejná, jako kdybychom změnili výpočet stínových sazeb. Vzhledem k významu prognózy kurzu pro náš model se přimlouvám za další posílení transparentnosti v této oblasti.
- Čtenář SZ si může klást otázku, jak velký přínos má predikce finančního účtu (pravý graf na str. 22), když predikována je jen malá část položek.

Reference

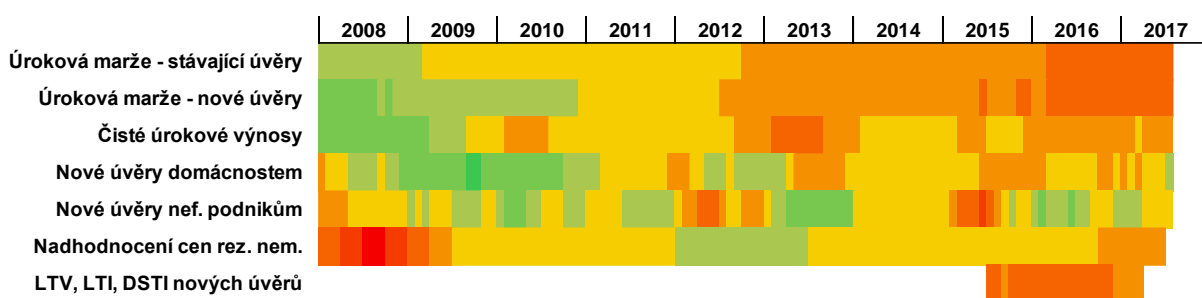
- Agarwal, R. a Kimball, M., 2015: "Breaking Through the Zero Lower Bound," *IMF Working Papers* 15/224.
- Böhm, J., J. Filáček, I. Kubicová a R. Zamazalová (2011): "Price-Level Targeting – A Real Alternative to Inflation Targeting?" *CNB Research and Policy Notes* 1/2011.
- Bordo, M. a A. Levin (2017): "Central Bank Digital Currency and the Future of Monetary Policy." *NBER Working Paper* No. 23711.
- Borio, C., R. McCauley, P. McGuire a V. Sushko (2016): "Covered Interest Parity Lost: Understanding the Cross-Currency Basis." *BIS Quarterly Review*, September 2016, 45-64.
- Brůha, J. a J. Tonner (2017): "The Exchange Rate Floor as an Instrument of Monetary Policy: An Ex-Post Assessment of the Czech Experience." *CNB Working Papers* 4/2017.
- Gechert, S. a A. Rannenberg (2017): "Which Fiscal Multipliers Are Regime-Dependent? A Meta-Regression Analysis." *Journal of Economic Surveys*, v tisku.
- Hall, R. a R. Reis (2017): "Achieving Price Stability by Manipulating the Central Bank's Payment on Reserves." *NBER Working Paper* No. 22761.
- Hampl, M. (2017): "Central Banks, Digital Currencies and Monetary Policy in Times of Elastic Money." Přednáška pro *Official Monetary and Financial Institutions Forum Roundtable*, Londýn, 11. 7. 2017.
- Hampl, M. a T. Havránek (2017a): "Should Inflation Measures Used by Central Banks Incorporate House Prices? The Czech National Bank's Approach." *CNB Research and Policy Notes* 1/2017.
- Hampl, M. a T. Havránek (2017b): "Nerovnost neroste," *čnBlog*, 15. 5. 2017.
- Havránek, T., Z. Iršová a J. Lešánovská (2016): "Bank Efficiency and Interest Rate Pass-Through: Evidence from Czech Loan Products," *Economic Modelling* 54(1), 153-169.
- Havránek T. a M. Rusnák (2013): "Transmission Lags of Monetary Policy: A Meta-Analysis." *International Journal of Central Banking* 9(4), 39-75.
- Hulten, C. a L. Nakamura (2017): "Accounting for Growth in the Age of the Internet: The Importance of Output-Saving Technical Change." *NBER Working Paper* No. 23315.
- Kiley, M. a J. Roberts (2017): "Monetary Policy in a Low Interest Rate World." *Brookings Papers on Economic Activity*, v tisku.
- Kolcunová, D. (2017): "Estimating the Effective Lower Bound for the Czech National Bank's Policy Rate." Diplomová práce, *Institut Ekonomických studií UK*, září 2017.
- McKay, A., E. Nakamura a J. Steinsson (2016): "The Power of Forward Guidance Revisited." *American Economic Review* 106(10), 3133-3158.
- Mokyr, J. (2014): "Secular Stagnation? Not in Your Life." *VoxEU*, 11. 8. 2014.
- Reifschneider, D. (2016): "Gauging the Ability of the FOMC to Respond to Future Recessions." Finance and Economics Discussion Series 2016-068, *Board of Governors of the Federal Reserve System*.
- Rogoff, K. (2017). "Dealing with Monetary Paralysis at the Zero Bound." *Journal of Economic Perspectives* 31(3), 47-66.

Vyjádření SAO FS k 6. situační zprávě 2017 z pohledu dosahování cíle finanční stability⁹

S ohledem na udržitelné plnění inflačního cíle, sílící tlaky na trhu práce a riziko pokračování roztáčení spirály mezi cenami nemovitostí a úvěry na jejich pořízení SAO FS navrhuje pokračovat ve zvyšování měnověpolitických sazeb. S našim vyhodnocením pozice ekonomiky v hospodářském a finančním cyklu je konzistentní výrazně vyšší úroveň úrokových sazeb, než momentálně v ekonomice pozorujeme a než implikuje prognóza z 5. SZ. Z toho důvodu doporučujeme na měnověpolitickém zasedání k 6. SZ 2017 zvýšit 2-týdenní repo sazbu o 0,25 p.b. na 0,5 %. Podpořili bychom i zvýšení o 0,5 p.b. na 0,75 %.

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 rizikivosti). Zelená barva značí odchýlení v opačném směru (tzn. k vyšší ziskovosti, pomalejšímu tempu růstu nových úvěrů a jejich nižší rizikivosti).

Podmínky ve finančním sektoru zůstávají i nadále výrazně uvolněné (Graf 1). Úrokové marže bank u úvěrů soukromému sektoru se přes smíšený vývoj v jednotlivých úvěrových segmentech nacházejí výrazně pod dlouhodobými průměry (Graf 2 a 3). Meziroční růst cen bytů dosáhl ke konci pololetí 2017 přibližně 14 % a podle odhadů SAO FS se jejich nadhodnocení pohybovalo v průměru okolo 5 %, podle některých metod dokonce až okolo 10 %. Dynamika růstu stavu poskytnutých úvěrů zůstává stále vysoká, obzvláště u úvěrů na bydlení (10% meziroční růst v červenci). Pokračování roztáčení spirály mezi cenami nemovitostí a úvěry na jejich pořízení tak stále považujeme za hlavním riziko pro stabilitu domácího finančního sektoru (viz ZFS 2016/2017).

Údaje z června a července indikují zastavení meziročního růstu nově poskytnutých hypotečních úvěrů. Částečně však jde o efekty vysoké srovnávací základny z předchozího roku. Absolutně zůstává objem nově poskytnutých hypotečních úvěrů na velmi vysokých úrovních, jak ukazuje Graf 4. Nejvýznamnější část nových hypotečních úvěrů i nadále tvoří tzv. skutečné nové úvěry a navýšení, které představují reálný nárůst pohledávek bankovního sektoru (14,6 mld. Kč v srpnu; 14,5 mld. v průměru za každý měsíc od začátku letošního

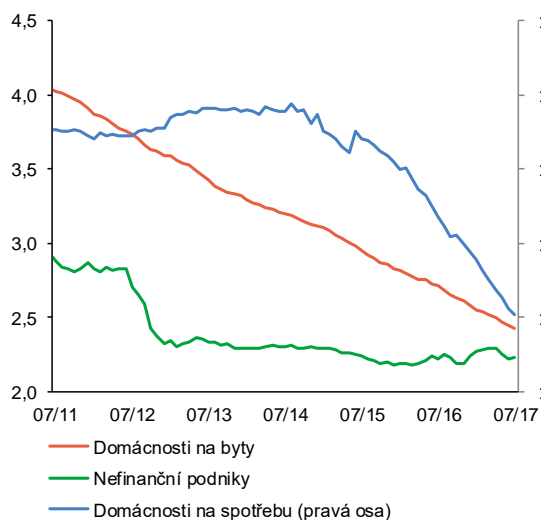
⁹ Toto vyjádření SAO FS je standardní součástí stanoviska k Situační zprávě na základě rozhodnutí bankovní rady od ledna 2017. Hodnotí nastavení měnových podmínek z pohledu dosahování cíle finanční stability. Obsahuje názor SAO FS, zda a jakým směrem by se mělo změnit nastavením měnové politiky na základě hodnocení vlivu aktuálního nastavení měnových podmínek na podmínky ve finančním sektoru a vyznění Situační zprávy.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

roku). V posledních několika měsících se zároveň setřel rozdíl ve výši úrokových sazeb u nových hypotečních úvěrů mezi bankami a stavebními spořitelny, které se v průměru shodně nacházejí na úrovni 2,1–2,2 % (Graf 5). I přes mírný nárůst zůstávají na stále mimořádně nízkých úrovních.

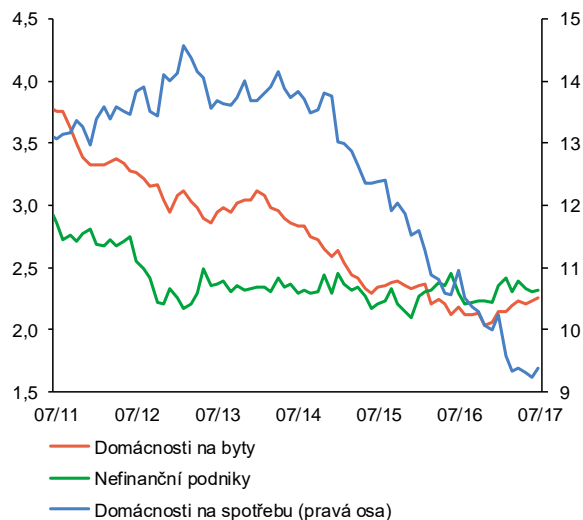
Graf 2: Úrokové marže českých bank ze stavu úvěrů

(v %)



Graf 3: Úrokové marže českých bank z nových úvěrů

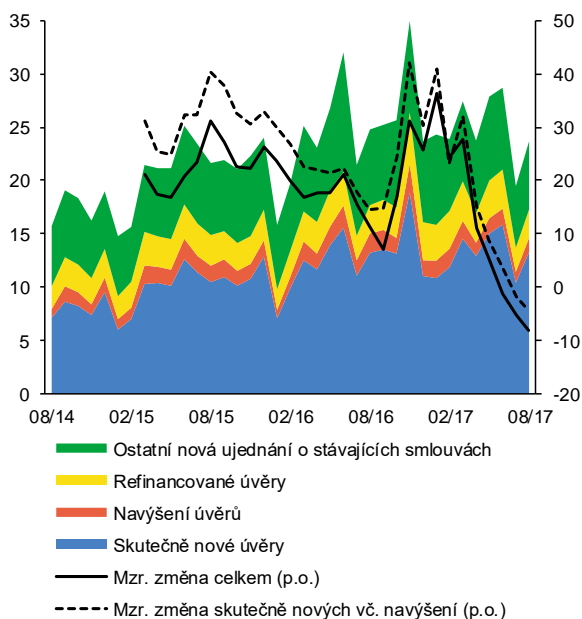
(v %)



Pozn.: Marže je vypočítána jako rozdíl průměrné sazby z klientských úvěrů pro dané sektory a průměrné klientské depozitní sazby.

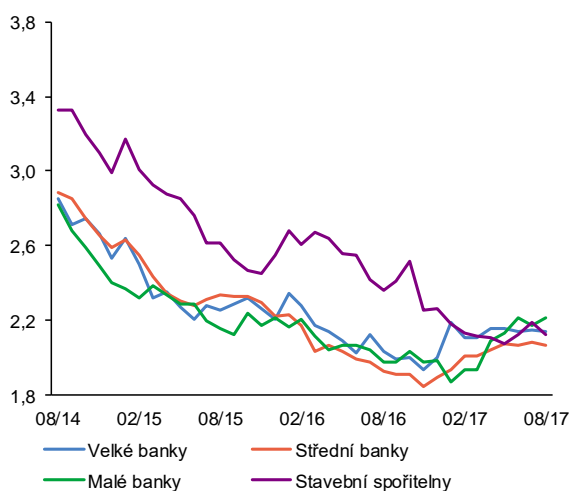
Graf 4: Nové hypoteční úvěry na bytové nemovitosti

(v mld. Kč; pravá osa: v %)



Graf 5: Úroková sazby z nových hypotečních úvěrů na bytové nemovitosti podle typu banky

(v %)



Pozn.: Meziroční změna je vyhlazena 3měsíčním klouzavým průměrem.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

Vývoj výnosů českých státních dluhopisů od minulého měnověpolitického jednání naznačuje mírné zpříšňování finančních podmínek. Na dlouhé splatnosti částečně působí očekávání ohledně postupného zvyšování měnověpolitických sazeb ČNB, a zřejmě i očekávání zpříšňování měnových podmínek klíčových centrálních bank (BoE, Fed, ECB). Do čtyřleté splatnosti se však výnosová křivka českých státních dluhopisů stále drží v záporu, dluhopis s nejkratší zbytkovou splatností zůstává na rekordních minimech (-2,2 %). Výnosové křivky státních dluhopisů vybraných evropských zemí setrvávají na nízkých úrovních. Zvedají se výnosy státních dluhopisů USA a UK.

Tabulka 1: Výnosy státních dluhopisů vybraných zemí a jejich změna od předchozího měnového jednání

Země	Jednoletý státní dluhopis		Pětiletý státní dluhopis	
	Úroveň k 21.9. v %	Změna oproti 31.7. v p.b.	Úroveň k 21.9. v %	Změna oproti 31.7. v p.b.
CZ	-0.85	↓ -0.17	0.16	↑ 0.14
DE	-0.73	↓ -0.03	-0.26	↓ -0.08
CH	-1.01	↓ -0.06	-0.52	↓ -0.06
SE*	-0.71	↓ -0.02	-0.02	↓ -0.05
UK	0.37	↑ 0.08	0.77	↑ 0.18
US	1.30	↑ 0.09	1.89	↑ 0.05

Pramen: Bloomberg

Pozn.: *Kvůli absenci dat použit dvouletý státní dluhopis místo jednoletého.

2. Vyjádření k vyznění situační zprávy

Vyznění nové situační zprávy a prognózy hodnotíme tak, že se současným makroekonomickým vývojem i jeho výhledem je konzistentní další zvyšování měnověpolitických sazeb. Sama sekce měnová hodnotí rizika prognózy z 5. SZ jako ještě více proinflační než při měnověpolitickém jednání začátkem srpna. Hlavním důvodem je výrazně vyšší než očekávaný růst mezd. Společně s tím je pravděpodobné pozvolnější posilování kurzu koruny, než předpokládá platná prognóza (část I. 6. SZ).

Stejně jako v minulých dvou vyjádřeních uvádíme alternativní propočty měnověpolitických sazeb konzistentních s Taylorovým pravidlem upraveným pro vpředhledící centrální banku cílující inflaci (Tabulka 2). Všechny alternativní odhady ukazují, že při respektování tohoto pravidla by se 2-týdenní repo sazba měla ve třetím čtvrtletí 2017 nacházet **minimálně o 0,5 p.b. výše než v současnosti**. Pokud v propočtech nahradíme CPI inflaci za inflaci experimentálního indexu zkonstruovaného sekcí měnovou a zahrnujícího ceny nemovitostí, tato úroveň se posune o dalších 0,6 p.b. výše. Při nulovém koeficientu vyhlazování by se výsledné sazby pohybovaly na ještě vyšší úrovni, která je ale za současných podmínek nerealistická. I tyto propočty však názorně ukazují, že aktuální úroveň měnověpolitických sazeb je příliš nízká.

Z pohledu finanční stability je důležité, aby se zvyšování měnověpolitických sazeb a krátkodobých tržních sazeb přeneslo do úrokových sazeb z úvěrů. Bez toho se může domácí ekonomika dostat do pozice „behind the financial cycle curve“. Při dlouhodobějším setrvávání v takové pozici by narůstala zadluženost soukromého sektoru (včetně subjektů, jejichž úvěruschopnost je podmíněna nízkými úrokovými sazbami z úvěrů), což by v konečném důsledku vytvářelo tlaky na trvalé udržování velmi uvolněné měnové politiky v zájmu udržitelnosti finanční situace dlužníků. Jinými slovy – mimořádně nízké sazby v současnosti by implikovaly nezbytnost mimořádně nízkých sazeb v budoucnosti. Toto riziko velmi dobře dokumentoval podklad sekretariátu ESRB (ESRB Issues Note) projednávaný na jednání Generální rady 21. září.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

Tabulka 2: Odhad měnověpolitických sazeb podle reakční funkce ČNB – CPI vs CPI OOH+HPI inflace (v %)

	2T repo sazba	Odhad s CPI		Odhad s CPI OOH+HPI	
		s vyhlazováním	bez vyhlazování	s vyhlazováním	bez vyhlazování
31.3.2017	0,05	0,79	3,00	1,54	6,01
30.6.2017	0,05	0,89	3,40	1,57	6,14
30.9.2017	0,41	0,76	2,88	1,33	5,15
31.12.2017	0,37	0,98	2,69	1,47	4,65
31.3.2018	0,34	0,92	2,57	1,39	4,45

Pozn.: V prvním sloupci je uvedena predikce dvoutýdenní repo sazby z 5. SZ; v dalších sloupcích jsou odhady podle reakční funkce ČNB (blíže viz předchozí dvě vyjádření). Do odhadů vstupuje predikce dvoutýdenní repo sazby a meziroční změny spotřebitelských cen z 5. SZ, upravené podle aktuálních dat z 6. SZ. Predikce inflace CPI OOH + HPI je založena na predikci vývoje cen rezidenčních nemovitostí ze ZFS 2016/2017. Do reakční funkce vstupuje inflace v čase t+4 (v souladu s vpředhledností a konzistentně s reakční funkcí v 3g modelu). Alternativy s vyhlazováním odpovídají nastavení v 3g modelu (vyhlazovací parametr roven 0,75).

S naším vyhodnocením pozice ekonomiky v hospodářském a finančním cyklu je konzistentní výrazně vyšší úroveň úrokových sazeb, než momentálně v ekonomice pozorujeme a než implikuje prognóza z 5. SZ. Souhlasíme s tím, že není možné se na tuto úroveň dostat skokově. Je však nutné ve zvyšování měnověpolitických sazeb postupovat kontinuálně bez zbytečného odkladu. Z toho důvodu **navrhujeme na měnověpolitickém zasedání k 6. SZ 2017 zvýšit 2-týdenní repo sazbu o 0,25 p.b. na 0,5 %. Podpořili bychom i zvýšení o 0,5 p.b. na 0,75 %.**