

**OMEZENÝ PŘÍSTUP**

**Česká národní banka  
sekce finanční stability**

**V Praze dne 27. března 2018  
Č. j.: 2018/043269/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**

**STANOVISKO KE 2. SITUAČNÍ ZPRÁVĚ 2018**

**Vypracovali: Jiří Schwarz a sekce finanční stability**

## STANOVISKO K 2. SZ 2018

*Stanovisko k situační zprávě o hospodářském a měnovém vývoji se skládá ze dvou částí: (i) vyjádření z pohledu dosahování cíle cenové stability zpracované jmenovitě poradcem člena bankovní rady či ve výjimečných případech zástupcem sekce finanční stability (část I) a (ii) vyjádření zpracované sekci finanční stability, v němž je uplatněn také pohled dosahování cíle finanční stability (část II).*

### I. Vyjádření z pohledu dosahování cíle cenové stability<sup>1</sup>

Zpracoval Jiří Schwarz.

#### I.1 Měnověpolitické doporučení

V době od projednání prognózy z 1. SZ se nové informace kumulovaly převážně na lehce protiinflační straně. Ceny průmyslových výrobců proti očekávání poklesly, inflace spotřebitelských cen zaostala za prognózou. A to nejen z důvodu nižšího než očekávaného růstu regulovaných cen a cen potravin, ale i z titulu slabší jádrové inflace. Nižší než očekávaná spotřeba domácností jde na vrub především rychlejšímu růstu deflátoru, jde tedy spíše o datovou nejistotu, než o změnu trendu.

Pomalejší než prognózovaný růst zaměstnanosti byl především způsoben poklesem počtu podnikatelů bez zaměstnanců a může tak jít o statistický cyklem vyvolaný jev. Přepočtený počet zaměstnanců naopak rostl rychleji, než bylo očekáváno. V důsledku toho byl vývoj objemu mezd a platů v souladu s prognózou, ačkoliv růst průměrné mzdy zaostal za očekáváním. Kurz koruny je v průměru za 1. čtvrtletí zcela v souladu s prognózou.

Lze proto konstatovat, že se zhruba naplňuje prognóza z 1. SZ, s níž je konzistentní stabilita úrokových sazeb. **Doporučuji proto ponechat měnověpolitické úrokové sazby na stávající úrovni.**

#### I.2 Vyjádření k vyznění SZ a k prognóze

Podle SZ se domácí ekonomika stále nachází ve vzestupné fázi cyklu, nyní již pravděpodobně poblíž jeho vrcholu. Pozitivně přispívá i zahraničí, ačkoliv pohled do struktury meziročního růstu HDP eurozóny odhaluje, že příspěvek spotřeby domácností byl na konci roku 2017 již znatelně menší, než na začátku roku 2016. Hlavní roli tak hraje čistý vývoz, z našeho pohledu tedy reexporty do třetích zemí. Aktuální výhledy ceny ropy Brent směřují k 60 USD/barel, což drží nízko i očekávaný vývoj efektivního PPI eurozóny. Růst spotřebitelských cen efektivní eurozóny bude také utlumený.

V souladu s vývojem domácí ekonomické aktivity je i trh práce, kde pozorujeme pokračující svižný růst zaměstnanosti, obzvláště při přepočtu na plné úvazky. Stejně tak stále klesá nezaměstnanost, kde lednová a únorová data naznačila již delší dobu očekávané a stále odkládané zpomalení. Mzdová dynamika dále zesiluje a prognóza v nejbližších čtvrtletích očekává růst mezd poblíž stávajících úrovní. V kontextu nacházení dna trhu práce si však nemyslím, že je na místě očekávat již v průběhu tohoto roku zpomalování růstu mezd. Otázkou samozřejmě je, jak se bude do ukazatele průměrné mzdy a objemu mezd a platů

---

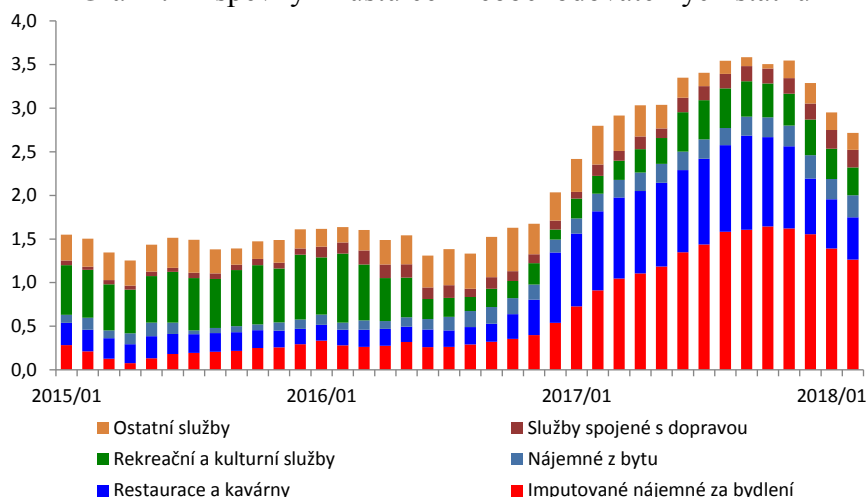
<sup>1</sup> Chtěl bych poděkovat I. Matalíkové za konzultace k tématu implementace měnové politiky a řízení likvidity, P. Frydrychovi za diskusi o sazbě CZEONIA, L. Růžičkovi za data o jádrové inflaci a T. Havránkovi za diskuse k tématům v tomto stanovisku.

promítat strukturální vývoj pracovní síly, který naznačil silný růst mediánu mezd ve 4. kvartálu 2017. Obecně ale z trhu práce očekávám spíše silnější inflační tlaky, než naznačuje prognóza. V souladu s náznaky v textu s. 2 také ani zdaleka neočekávám tak silné posílení kurzu koruny, jak vyplývá z prognózy.

S vývojem ekonomické aktivity a trhu práce pouze příliš nekoresponduje jádrová inflace, což ukazuje i Beveridgova křivka na s. 19. V rámci neobchodovatelných statků jádrové inflace dochází ve skupinách „restaurace a kavárny“ a „imputované nájemné“ ke zpomalování růstu již od října 2017 (viz graf 1), a to rychleji, než jsme čekali. Zdá se tedy, že u restaurací a kaváren byl růst cen se zavedením EET svázán více, než jsme předpokládali – ať už z titulu nákladů, vynucené legalizace šedé ekonomiky, či koordinace zvýšení cen. Dynamika imputovaného nájemného pak zhruba odpovídá dynamice cen nových bytů. V nejbližším období tedy nelze očekávat opětovné zrychlení růstu cen neobchodovatelných statků a vývoj dynamiky jádrové inflace bude spíše závislý na cenách obchodovatelných statků.

**Celkově tak po zohlednění kurzu a trhu práce hodnotím rizika prognózy jako vyrovnaná.**

Graf 1: Příspěvky k růstu cen neobchodovatelných statků



### I.3 Tematický komentář k SZ: Rámec implementace měnové politiky a její transmise

Od ukončení kurzového závazku v dubnu 2017 se v rámci postupného návratu měnové politiky k normálu opakovaně zmiňovaly vzájemně související otázky transmise měnověpolitických sazeb do reálné ekonomiky, nadměrného využívání depozitní facility, aktivity na mezibankovním trhu, či optimální šíře úrokového koridoru mezi lombardní, 2T repo a diskontní sazbou. Na pozadí všech těchto témat leží jedna zastřešující otázka: Ovlivnil optimální implementaci měnové politiky bezprecedentní globální nárůst likvidity bankovního sektoru, ať už v důsledku různých forem kvantitativního uvolňování, nebo cizoměnových intervencí?

Termínem *rámec implementace měnové politiky* zde mám na mysli to, co zahraniční literatura obvykle popisuje pojmem *monetary policy operational framework*, tedy způsob praktického provádění měnové politiky prostřednictvím více či méně konvenčních nástrojů, kterými centrální banky disponují. Úkolem tohoto operativního rámce pak je umožnit centrální bance dosažení požadované úrovně krátkodobých sazeb na peněžním trhu, která doručí potřebnou míru uvolněnosti měnových podmínek. Skládá se ze tří částí: 1) operativního cíle, 2) nástrojů

k jeho dosahování, 3) způsobu řízení likvidity. Postupně se budu věnovat každé z nich. Nakonec se pokusím zformulovat několik doporučení pro zlepšení současného stavu.

### **Operativní cíl**

Literatura se prakticky shoduje na tom, že operativním cílem centrální banky by mělo být řízení úrokových sazeb na nejkratším konci výnosové křivky, ideálně overnight sazby. Jednak na to má potřebné nástroje, tedy zejména tzv. automatické stahovací (depozitní) a dodávací (lombardní) facility, které obvykle pracují s likviditou do následujícího dne, a jednak tím přenechává zformování tvaru zbytku výnosové křivky na tržních silách, takže minimalizuje riziko vzniku netržních distorzí na peněžním trhu. Studie Sveriges Riksbank (2014, s. 37-38) uvádí některé další důvody a odkazy na literaturu. V průběhu krize po roce 2008 se ukázalo, že může dojít k narušení hladké transformace krátkých splatností na dlouhé, takže může být potřeba přistoupit k přímé stimulaci dlouhého konce výnosové křivky například prostřednictvím kvantitativního uvolňování (např. Blanchard et al., 2010). V takovém případě se ale jedná o opatření, které typicky označujeme pojmem nekonvenční, a je tedy určeno pro výjimečné situace.

Krátkodobé úrokové sazby by měla centrální banka řídit tak, aby předešla jejich zbytečným fluktuacím. Transmisní mechanismus totiž výkyvy v overnight sazbě přenáší přes bezrizikové sazby do delších splatností. Ačkoliv empirická evidence není jednoznačná, zejména z důvodu, že v dnešní době příliš volatility v krátkodobých sazbách nepozorujeme, například Carpenter a Demiralp (2011) ukazují, že vyšší volatilita v overnight sazbě vedla prostřednictvím časové a likviditní prémie i k vyšším sazbám u delších splatností ve Spojených státech, Velké Británii a eurozóně. Může tak omezovat schopnost finančního trhu provádět splatnostní transformaci, čímž oproti předpokladům mění i transmissi měnové politiky do reálné ekonomiky.

Sveriges Riksbank (2014) popisuje operativní rámce vybraných vyspělých centrálních bank. Nejvíce z nich má jako svůj operativní cíl přímo overnight sazbu (Austrálie, Kanada, Švédsko, Spojené státy, od roku 2006 Velká Británie, od roku 2008 Polsko). Maďarsko a Švýcarsko explicitně řídí 3měsíční mezibankovní sazbu (3M LIBOR a 3M BUBOR). Eurozóna a Nový Zéland explicitní cíl nemají, sledují obecně krátkodobé sazby. Stejně tak Norsko, kde se interně zaměřují především na nejlíkvidnější tomorrow/next sazbu.

ČNB také nemá explicitně stanovený cíl. Na rozdíl od toho, co bychom popsali jako nejlepší praxi, neklade příliš důraz na overnight sazbu, která v důsledku mělkého trhu příliš podléhá aktuálnímu rozložení likvidity v systému. Zaměřuje se proto zejména na 1T a 2T PRIBOR.

### **Nástroje k dosahování operativního cíle**

Způsobů dosažení nějak definovaného operativního cíle je opět celá řada. V rámci svého příspěvku v Jackson Hole Bindseil (2016) shrnuje jak předkrizové představy o nejlepší praxi, tak i reflexi krize po roce 2008. Základní sadou nástrojů centrálních bank jsou automatické facility, operace na volném trhu (OMOs), povinné minimální rezervy, volba protistran obchodů s centrální bankou, a volba cenných papírů přijatelných jako kolaterál pro tyto obchody.

Už na této úrovni existuje celá řada variant, u nichž lze jen zřídka jednoznačně identifikovat „lepší“ a „horší“. Operativní cíl může být umístěn symetricky, nebo asymetricky uvnitř koridoru sazeb; koridor může mít různou šířku; OMOs mohou být v režimu fixed-rate-full-allotment (převážně aplikováno v rámci eurosystému od roku 2008), nebo variable-rate-fixed-

## OMEZENÝ PŘÍSTUP

volume (v principu přístup u stahovacích repo operací ČNB); plnění povinných minimálních rezerv může být vyžadováno na denní bázi, nebo v průměru za delší období; OMOs mohou být prováděny s různou pravidelností, v různou denní dobu, apod. (Bindseil, 2016, s. 206-207, 214-217). Velký počet protistran s přímým přístupem k facilitám sice potlačuje aktivitu na mezibankovním trhu, omezení počtu protistran ale naopak může v případě vypuknutí krize bránit efektivní distribuci likvidity v bankovním systému (Chapman a Martin, 2013; Chailloux et al., 2008).

V těchto oblastech je už konsensus o nejlepší praxi řádově menší: šířka koridoru mezi depozitní a zápůjční facilitou se pohybuje od 50 b.b. v Austrálii či Kanadě po 300 bodů v Polsku (sníženo na 200 b.b. v roce 2014 při dosažení 1 % na depozitní facilitě); OMOs probíhají v řadě zemí denně s různými splatnostmi od overnight po 2 týdny, nebo také pouze jednou týdně v Polsku, Velké Británii nebo Maďarsku (splatnost 1-2 týdny). Kromě automatických facilit a OMOs využívají například centrální banky Švédska, Velké Británie a Švýcarska tzv. fine-tuning operace se zvláštní sazbou velmi blízko hlavního nástroje (typicky +10 b.b.), které jim pomáhají snižovat volatilitu sazeb a zlepšovat transmissi měnověpolitických změn.

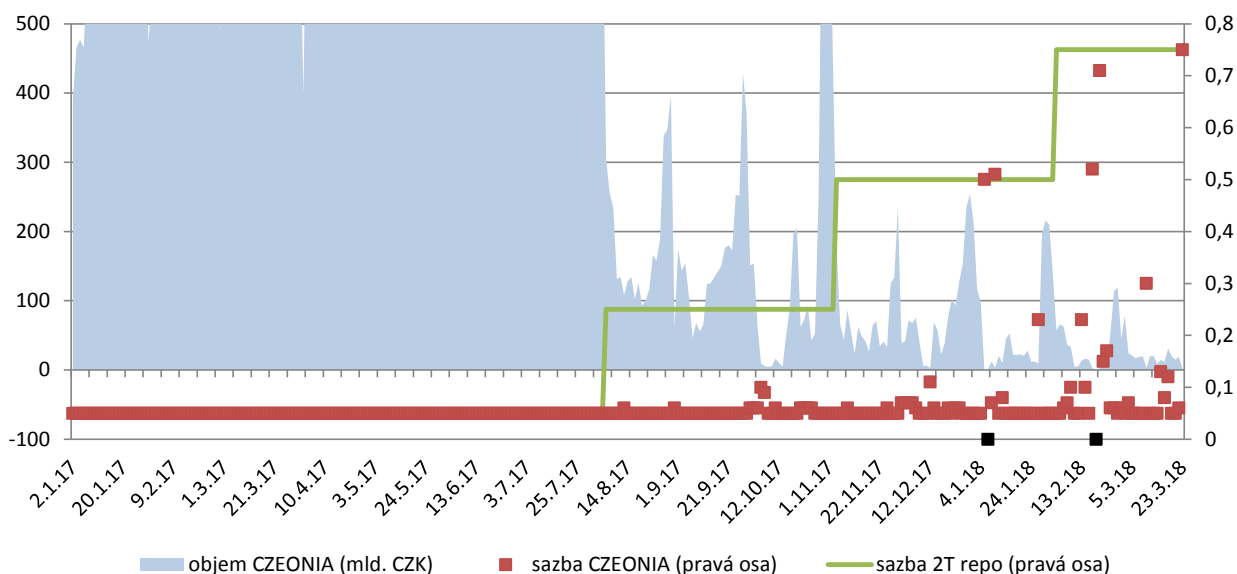
Otázky transmise a volatility sazeb na nejkratším konci výnosové křivky se přitom dostávají do popředí v poslední době i u nás. Z důvodů uvedených výše sice pro ČNB nemusí být overnight sazba klíčová z pohledu jejího operativního cíle, sazba CZEONIA je ale velice důležitá pro samotné banky. Jak uvádí *Rámcová smlouva o obchodování na finančním trhu*, pod pojmem „mezibankovní úroková sazba“ v Česku je myšlena právě sazba CZEONIA,<sup>2</sup> přičemž touto sazbou se standardně úročí například finanční kolaterál v penězích.<sup>2</sup> CZEONIA, tedy Czech Overnight Index Average, je vážený průměr úrokových sazeb všech nezajištěných overnight depozit uložených referenčními bankami na mezibankovním trhu. Panel referenčních bank je shodný s panelem pro fixing sazeb PRIBOR a do objemu operací se zahrnují i depozita v depozitní facilitě ČNB.

---

<sup>2</sup> *Rámcová smlouva o obchodování na finančním trhu (2014) - Obecná ustanovení (3.5 na s. 4) a Příloha o udržování finančního zajištění (2.4 na s. 2) na [https://www.cnb.cz/cs/financni\\_trhy/pravni\\_predpisy/ramcova\\_smlouva.html](https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/pravni_predpisy/ramcova_smlouva.html).*

## OMEZENÝ PŘÍSTUP

Graf 2: Objem depozit v CZEONIA, sazba CZEONIA, sazba 2T repo



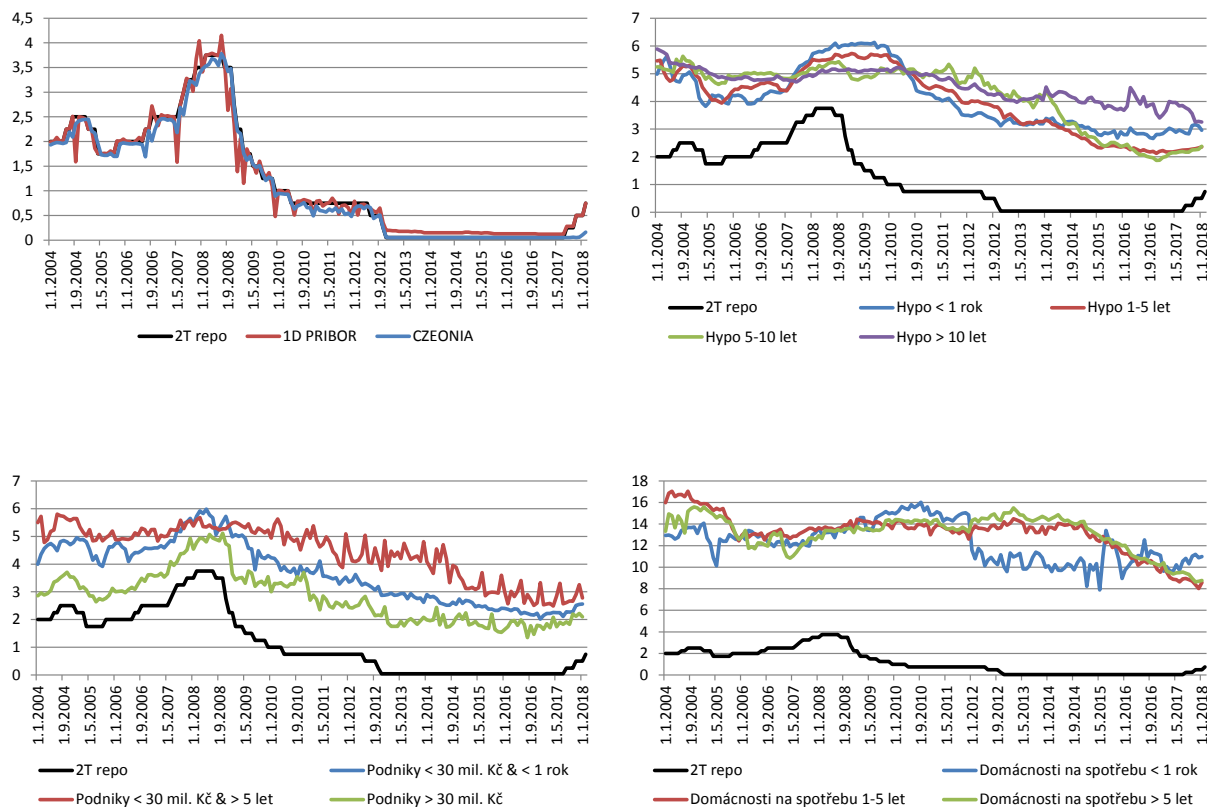
Graf 2 ukazuje denní objemy těchto depozitů od začátku roku 2017 spolu se sazbou CZEONIA pro daný den a vývojem sazby 2T repo.<sup>3</sup> Protože depozitní facilitu s výjimkou konců měsíců (potřeba plnit povinné minimální rezervy) a okamžiků očekávání zvýšení sazeb využívají zejména nereferenční banky a mezibankovní trh s vypuknutím krize po roce 2008 prakticky přestal existovat, jsou objemy, z nichž se CZEONIA počítá, velmi malé. Při neaktivním mezibankovním trhu je pak samotná sazba silně tažena výší diskontní sazby ČNB. Černé čtverečky v grafu zvyrazňují dva případy (8.1. a 19.2.2018), kdy byl objem dokonce nulový a sazba tak vůbec nebyla vyhlášena. **Zejména od začátku roku 2018 lze pozorovat zvýšenou volatilitu sazeb CZEONIA, která je vzhledem k nízké úrovni sazeb v procentuálním vyjádření obrovská a pro banky znamená značnou komplikaci.**

Po prvním zvýšení sazeb po ukončení kurzového závazku se ukázalo, že oproti předzávazkovému období došlo k rozpojení 2T repo a CZEONIA sazby, která stále zůstává velice blízko technické nule. Jednodenní PRIBOR je přitom nyní stabilně na úrovni 0,75 %. Naznačuje to přesvědčení referenčních bank, že by mezibankovní overnight sazba měla být poblíž 2T repo sazby. Neznám bohužel způsob, jak při pouze třech pozorovaných zvýšení 2T repo sazby formálně adresovat otázku změn v transmisi měnové politiky do ostatních sazeb, potažmo reálné ekonomiky. Nicméně i reakce sazeb hypoték je výrazně pomalejší, než bylo dříve zvykem (viz graf 3). Stejně tak se zdá zpomalená i reakce některých typů podnikových úvěrů. Pro úplnost uvádím i sazby úvěrů domácnostem na spotřebu, které však prakticky na mezibankovních sazbách nezáleží. Samotná efektivní měnověpolitická sazba spočítaná jako vážený průměr 2T repo sazby a diskontní sazby, kde váhami jsou objemy likvidity stahované prostřednictvím repo operací a depozitní facility, je velice blízko 2T repo sazby a sama o sobě tak problémem není.

<sup>3</sup> Pro lepší čitelnost objemů na konci sledovaného období jsou objemy před prvním zvýšením sazeb oříznuté. Do 4.8.2017 byl průměrný denní objem 679 mld. Kč.

## OMEZENÝ PŘÍSTUP

Graf 3: Sazby 2T repo, 1D PRIBOR, CZEONIA a klientské (hypotéky, úvěry podnikům, úvěry domácnostem na spotřebu)



Bindseil (2016, s. 219-224) popisuje jeden ze způsobů, jak docílit lepší kombinace nízké volatility a funkčního mezibankovního trhu. Jde o tzv. TARALAC (target rate limited access) facilitu, tedy facilitu s předem daným omezením objemu pro jednotlivé účastníky. Systém tohoto druhu provozuje od roku 2007 Nový Zéland a od roku 2013 Norsko. V situaci stahování přebytečné likvidity by bylo možné představit si novou facilitu s kratší splatností než dva týdny, ale se sazbou poblíž 2T repo sazby. Přístup do této facility by byl pro jednotlivé banky omezený pouze do určitého objemu, nad určitou úroveň by byla banka nucena uložit zbývající prostředky do depozitní facility. Koridor mezi repo sazbou a diskontní sazbou by pak mohl být potenciálně ještě širší, což by dále motivovalo banky vypořádat přebytečnou likviditu na mezibankovním trhu. Individuálně stanovené limity pro TARALAC facilitu by přitom umožnily zohlednit situaci jednotlivých bank, což současný systém neumožňuje.

Obecně totiž platí, že hledání optimální šířky koridoru sazeb je otázkou trade-off mezi volatilitou a aktivitou na mezibankovním trhu. Literatura většinou uvádí, že jako motivace pro funkční mezibankovní trh postačuje koridor  $\pm 25$  b.b. okolo hlavní sazby. Bindseil a Jablček (2011) pomocí modelu ukazují, že záleží na transakčních nákladech mezibankovního trhu, přičemž potřebná šířka koridoru roste v transakčních nákladech více než lineárně. Od jisté šířky koridoru už však nedochází k dalšímu zvyšování obrátů na mezibankovním trhu, pouze roste volatilita overnight sazby. Literatura k tomu tématu však staví své závěry převážně na předkrizové situaci, přičemž právě v reakci na krizi došlo k značnému nárůstu regulatorní zátěže a tedy transakčních nákladů mezibankovního trhu.

### Způsob řízení likvidity

ČNB řídí likviditu bankovního sektoru typicky prostřednictvím dvoutýdenních repo tendrů, které doplňuje automatická depozitní facilitita. Podkladem pro stanovení velikosti repo tendru je predikce přebytečné likvidity bankovního sektoru, která se vypočítá jako rozdíl celkové nabídky likvidity (autonomní faktory: vnější sektor, vládní sektor, Garanční systém finančního trhu, oběživo, apod.; měnově-politické faktory: splátky OMOs a automatických facilit) a poptávky po likviditě (potřeba plnění požadavků na povinné minimální rezervy). Cílem je, aby po zúčtování repo operací nebyl v bankovním systému likvidity ani přebytek, ani nedostatek. Různé potřeby jednotlivých bank by pak měly být řešeny prostřednictvím mezibankovního trhu, přičemž depozitní a marginální zápujční facilitita mají být používány pouze k vykrytí neočekávaných šoků.

Zatímco před krizí tento systém fungoval bez větších problémů, např. v roce 2006 byla depozitní facilitita využita v pouze 18 případech, krize (v roce 2011 již 76krát) a následně nárůst likvidity během kurzového závazku způsobily, že po ukončení závazku řada bank neukládá všechnu přebytečnou likviditu do repo operací, ale nechává si ji k dispozici co nejdéle a na konci obchodního dne ji pak uloží do depozitní facility. Ačkoliv se zvyšováním repo sazby a jejím vzdalováním od diskontní sazby objemy v depozitní facilitě klesají, i po posledním zvýšení se stále pohybují okolo 50 mld. Kč denně.

Příčiny lze hledat zejména v reakci bankovního sektoru na krizi. Po jejím vypuknutí se v důsledku nárůstu rizika významně snížily limity expozice vůči ostatním bankám. Na mezibankovním trhu se přestalo obchodovat, což časem vedlo k úplnému zavření nevyužívaných kreditních linek. Jejich opětovné otevření je přitom v situaci nadbytku likvidity problematické. Kromě toho došlo po roce 2008 i ke značnému nárůstu regulační zátěže. Například nové požadavky plynoucí z Basel III (leverage ratio, liquidity coverage ratio, net stable funding ratio) mají potenciál fungování mezibankovního trhu dále značně omezovat (Aaron et al., 2015; Bech a Keister, 2017). Někteří autoři zmiňují dokonce i dopady na operace bank s centrálními bankami. Zejména u menších bank pak v Česku řízení likvidity komplikují i velké objemy peněz pocházející z doby kurzového závazku, které spravují pro své klienty zejména z řad finančních institucí. Riziko velkých klientských operací je pro ně další překážkou pro uzamčení velké části volné likvidity na dva týdny do repo operace.

Existence aktivního decentralizovaného mezibankovního peněžního trhu je přitom velice žádoucí z řady důvodů: Přispívá k tržní efektivnosti a disciplíně, má pozitivní vliv na finanční stabilitu a finanční podmínky v ekonomice obecně a hraje důležitou roli jako první článek transmise měnové politiky (Cœuré, 2012).

**Nelze pravděpodobně předpokládat, že se využívání depozitní facility vrátí v dohledné budoucnosti k předkrizovému stavu.** Limity expozice bank pro mezibankovní trh bývají navázány na vlastní kapitál, který se, na rozdíl od likvidity, v průběhu závazku nemění. Absolutní množství likvidity v systému tedy je a zřejmě nadále bude důležité. **Bude tedy mimo jiné pokračovat silný vliv depozitní facility (a diskontní sazby) na sazbu CZEONIA se všemi negativními důsledky popsány výše.**

## OMEZENÝ PŘÍSTUP

**V tomto kontextu se tedy nabízí ke zvážení několik možností, které lze libovolně kombinovat:**

1. Rozšířit panel referenčních bank pro výpočet sazby CZEONIA, což by pomohlo zvýšit objemy pro výpočet sazby a snížit její volatilitu.
2. Vyjmout z výpočtu sazby CZEONIA depozitní facilitu ČNB, aby odrážela skutečně mezibankovní trh. Otázkou je, zda by v takovém případě (i v kombinaci s bodem 1) byly dostatečné objemy k výpočtu sazby.
3. Zvýšit četnost vyhlášení repo tendrů, což by mohlo bankám umožnit lepší plánování.
4. Zkrátit splatnost u některých repo operací, například na 1 týden.
5. Provádět repo operace později během dne, aby byla menší šance následné realizace nečekaných šoků. Například švédská Riksbank provádí fine-tuning operace (+-10 b.b. od repo sazby) mezi 16:00 a 16:40.
6. Zavést TARALAC facilitu, která by umožnila přiblížit CZEONIA sazbu k 2T repo sazbě a přitom by stále zachovala roli pro mezibankovní trh.

**Určitě by nemělo být ambicí ČNB nahrazovat trh a konstruovat za něj výnosovou křivku v různých splatnostech.** Již delší dobu trávající odchýlení sazby CZEONIA od 1D PRIBOR a 2T repo ale podle mého názoru naznačuje, že pozávazkový peněžní trh nyní nefunguje optimálně. Zajištění hladkého fungování peněžního trhu je přitom jedním z úkolů ČNB. **Úvahy nad změnami rámce implementace měnové politiky v reakci na nárůst likvidity v bankovních systémech přitom nejsou ničím výjimečným.** Kromě již zmíněné Norges Bank, která na podporu mezibankovního trhu v říjnu 2011 zavedla systém kvót (à la TARALAC), nyní o zavedení podobného dalšího nástroje, který by umožnil zesílit transmissi změn repo sazeb (zejména v záporném pásmu), uvažuje například švédská Riksbank.

### **I.4 Otázky a dílčí připomínky k SZ**

- Perex shrnutí na s. 1 uvádí, že „Uvedená rizika by však mohla být zčásti kompenzována oproti prognóze pozvolnějším posilováním kurzu koruny v následujících čtvrtletích.“ V grafu nominálního kurzu v aktualizovaném scénáři prognózy na s. 3 je naopak koruna oproti prognóze silnější. Chápu tedy správně, že naopak „nad rámec“ tohoto mechanicky aktualizovaného scénáře očekáváme, že bude kurz ještě slabší, než byl v prognóze z 1. SZ? Potom je na s. 3 uvedená aktualizovaná trajektorie 3M PRIBORu (která implikuje okamžité snížení sazeb!) zcela zavádějící a navrhuji zvážit, zda je do budoucna část I.2 (aktualizovaný scénář prognózy) v malé SZ vůbec užitečná.
- Ještě u 7. situační zprávy 2017 byly v grafické příloze odhady rovnovážného kurzu CZK/EUR. Od letošní první velké situační zprávy byla grafická příloha zrušena, nicméně zrovna odhady rovnovážného nominálního kurzu považuji za užitečnou informaci. Nebylo by možné je někde zpřístupnit? Třeba jako interní přílohu GEVU?

### **Reference**

- Aaron, M., A. Demers a S. Durr (2015): „The Effect of Regulatory Changes on Monetary Policy Implementation Frameworks.“ *Bank of Canada Review* 2015 (Autumn): 39–49.
- Bech, M. a T. Keister (2017): „Liquidity Regulation and the Implementation of Monetary Policy.“ *Journal of Monetary Economics* 92: 64–77.
- Bindseil, U. (2016): „Evaluating Monetary Policy Operational Frameworks.“ Jackson Hole Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, August 25-27, 2006.
- Bindseil, U. a J. Jablęcki (2011): „The Optimal Width of the Central Bank Standing Facilities Corridor and Banks' Day-to-Day Liquidity Management.“ *ECB Working Paper* 1350.

## OMEZENÝ PŘÍSTUP

- Blanchard O., G. Dell'ariccia a P. Mauro (2010): „Rethinking Macroeconomic Policy.“ *Journal of Money, Credit and Banking* 42 (s1): 199–215.
- Carpenter, S.B. a S. Demiralp (2011): „Volatility, Money Market Rates, and the Transmission of Monetary Policy.“ *FEDS Working Paper* No. 2011-22.
- Chailloux, A., P. Stella, S. Shimizu, S. Gray a U.H. Klueh (2008): „Central Bank Response to the 2007-08 Financial Market Turbulence: Experiences and Lessons Drawn.“ *IMF Working Paper* WP/08/210.
- Chapman J.T.E. a A. Martin (2013): „Rediscounting under Aggregate Risk with Moral Hazard.“ *Journal of Money, Credit and Banking* 45 (4): 651–74.
- Cœuré B. (2012): „The importance of money markets.“ Speech at the Morgan Stanley 16th Annual Global Investment seminar, Tourrettes, Provence, June 16, 2012.  
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120616.en.html>
- Sveriges Riksbank (2014): „The Riksbank's operational framework for the implementation of monetary policy – a review.“ *Riksbank Studies* 2014 (March).

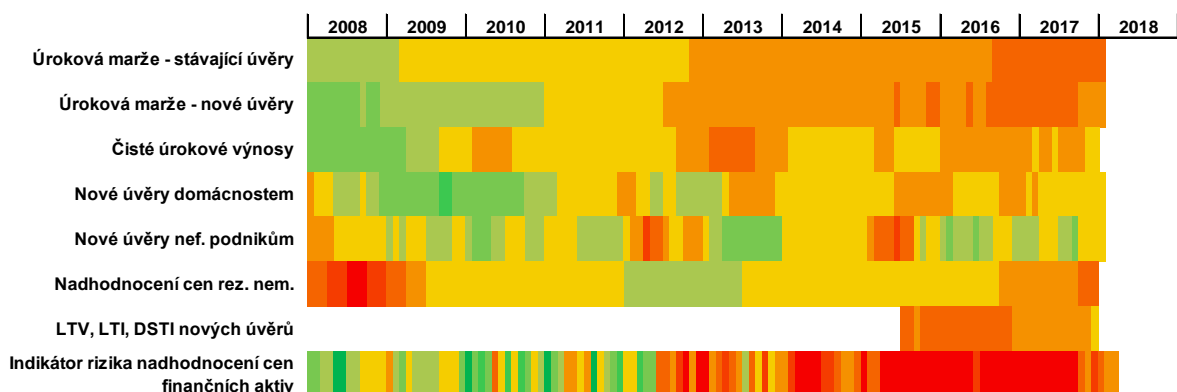
## II. Vyjádření z pohledu dosahování cíle finanční stability<sup>4</sup>

Zpracovala sekce finanční stability.

*S ohledem na udržitelné plnění inflačního cíle, napjatý trh práce odrážející se ve mzdových tlacích, mimořádně nízké reálné úrokové sazby z úvěrů a zvýšený optimismus ohledně budoucího vývoje cen aktiv považuje SFS za žádoucí pokračovat v letošním roce v nastoupené normalizaci měnové politiky. S naším vyhodnocením pozice ekonomiky v hospodářském a finančním cyklu je konzistentní vyšší úroveň úrokových sazeb v celém jejich spektru. Tomu by odpovídal rychlejší růst tržních sazeb, než předpokládá platná prognóza. Potřebu zvyšovat měnověpolitické sazby ale nepovažujeme za akutní a k podrobné diskuzi o ní bude vhodnější přistoupit až při projednání nové prognózy. Z toho důvodu doporučujeme na měnověpolitickém zasedání ke 2. SZ 2018 ponechat 2T repo sazbu na 0,75 %.*

### II.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, rizikovému nadhodnocení cen finančních aktiv). Zelená barva značí odchýlení v opačném směru (tzn. k vyšší ziskovosti, pomalejšímu tempu růstu nových úvěrů a jejich nižší rizikovosti, menšímu riziku spojenému s vývojem cen finančních aktiv).

Současné podmínky ve finančním sektoru zůstávají uvolněné (Graf 1). Do grafu byl na základě úkolu z projednávání 1. SZ 2018 doplněn nový indikátor<sup>5</sup>, který by měl odrážet přijímání nadměrných rizik spojených s držbou finančních aktiv. Indikátor má kompozitní charakter a obsahuje dvě složky. První složka odráží míru nadhodnocení cen finančních aktiv<sup>6</sup> a druhá systémové tržní napětí<sup>7</sup> (tržní sentiment, resp. volatilitu). Indikátor dosahuje výrazně rizikových hodnot, vyjádřených v grafu červenou barvou, ve dvou případech: (i) pokud trhy příliš podceňují rizika spojená s nadhodnocenými cenami finančních aktiv (podhodnocují rizikové prémie) nebo (ii) pokud příliš přeceňují rizika spojená s vývojem cen finančních aktiv (nadměrný pesimismus spojený s možnou pozdější prudkou korekcí cen). V posledních

<sup>4</sup> Toto vyjádření SFS je od ledna 2017 standardní součástí stanoviska k Situační zprávě na základě rozhodnutí bankovní rady. Hodnotí, jak by se v nastavení měnových podmínek měl odrážet nad rámec potřeby dosahovat cenové stability také cíl finanční stability.

<sup>5</sup> Pro získání detailních informací ohledně konstrukce indikátoru je možné kontaktovat odbor makroobezřetnostních analýz, ředitelka Zlatuše Komárková, l. 2969.

<sup>6</sup> Výběr aktiv denominovaných v české koruně a jejich váhy ve složce se odvíjí od jejich významu v bilancích finančních institucí působících v ČR. Aktuálně nejvyšší význam mají české státní dluhopisy, jimž byla v rámci složky přiřazena 80 % váha.

<sup>7</sup> Složka reflektující systémové tržní napětí je vyjádřena pomocí kompozitního indikátoru systémového napětí sestrojeného pro finanční trh v ČR dle metody ECB: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1426.pdf>.

měsících hodnoty indikátoru naznačují mírné snížení rizik (přechod z červené do oranžové barvy), což je způsobeno zejména růstem výnosů státních dluhopisů (viz další odstavce a Tabulka 1) v důsledku postupné normalizace měnové politiky ČNB. Výše rizik zachycených ve druhé složce je nadále ovlivňována vysokým tržním optimismem. To tlačí hodnoty kompozitního indikátoru směrem k rizikovějším úrovním.

Růst výnosů státních dluhopisů je tažen realizovaným i očekávaným zpříšňováním měnové politiky ČNB. Úroveň výnosů je však stále velmi nízká, tj. jejich ceny zůstávají nadhodnocené, což souvisí s přetrvávajícím podhodnocováním rizikové prémie. Riziko náhlého přecenění proto zůstává na zvýšené úrovni (jakkoli je nižší než loni).

**Tabulka 1:** Výnosy státních dluhopisů vybraných zemí

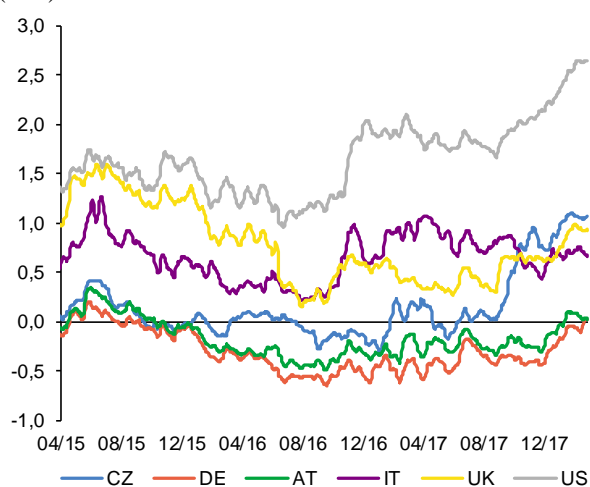
Země	Jednoletý státní dluhopis		Pětiletý státní dluhopis	
	Úroveň k 23.3. v %	Změna oproti 24.1. v p.b.	Úroveň k 23.3. v %	Změna oproti 24.1. v p.b.
CZ	0.57	↑ 0.50	1.25	↑ 0.30
DE	-0.69	↓ -0.05	-0.07	↑ 0.05
CH	-0.97	↑ 0.09	-0.53	↓ -0.08
SE*	-0.47	↑ 0.30	0.13	↑ 0.16
UK	0.77	↑ 0.34	1.20	↑ 0.28
US	2.01	↑ 0.25	2.60	↑ 0.17

Pramen: Bloomberg

Pozn.: \*Kvůli absenci dat byl použit 2letý státní dluhopis místo 1letého.

Dlouhodobé výnosy státních dluhopisů, které od předchozího stanoviska vzrostly po celé délce výnosové křivky (Tabulka 1), působí ve směru zpříšňování finančních podmínek. Výnosy se v posledních měsících vyvíjely velmi „anglosasky“, tj. jako v USA a částečně v UK (Graf 2). Úrokové sazby a úrokové marže u úvěrů soukromému sektoru však na tento vývoj reagovaly jen zčásti a nadále se pohybují výrazně pod dlouhodobým průměrem (Grafy 3 až 5), což stimuluje úvěrovou poptávku i nabídku. Jak uvádí 2. SZ, úroková sazba z nových korunových úvěrů na bydlení se od listopadu 2016, kdy se odrazila od svého dna (2,1 %), zvýšila pouze velmi mírně (o 0,3 p.b. na 2,4 % v lednu 2018). Úroková sazba u nových spotřebitelských úvěrů domácnostem dosáhla v lednu 8,9 %, což je o 1,5 p.b. méně než v lednu 2017 a o 2,9 p.b. méně než v lednu 2016.

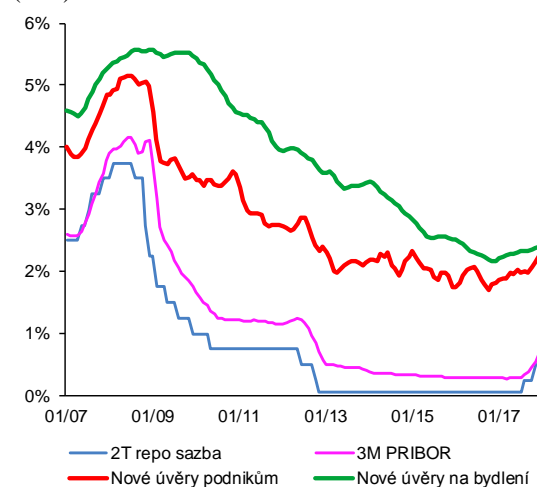
**Graf 2:** Výnosy pětiletých státních dluhopisů (v %)



Pramen: Thomson Reuters, výpočty ČNB

Pozn.: Řádky jsou vyhlazeny pětidenním klouzavým průměrem.

**Graf 3:** Úrokové sazby v ČR (v %)



Zdroj: ČNB, Thomson Reuters

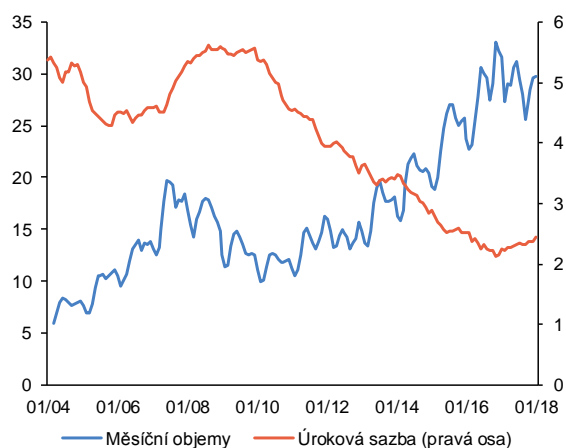
Pozn.: 3měsíční průměry s výjimkou 2T repo sazby.

## OMEZENÝ PŘÍSTUP

Meziroční dynamika stavu úvěrů soukromému sektoru v lednu 2018 dále zpomalila na 4,2 %, nicméně zejména v sektoru domácností zůstává silná (v lednu tempo růstu bankovních úvěrů na bydlení a spotřebitelských úvěrů domácnostem dosáhlo 9 %, resp. 4,3 %). Objemy nově poskytnutých korunových úvěrů domácnostem se i nadále pohybují blízko svých historických maxim (Grafy 4 a 5). Hovořit o oslabování úvěrového růstu by proto bylo minimálně předčasné.

**Graf 4:** Nové korunové úvěry na bydlení a odpovídající úroková sazba

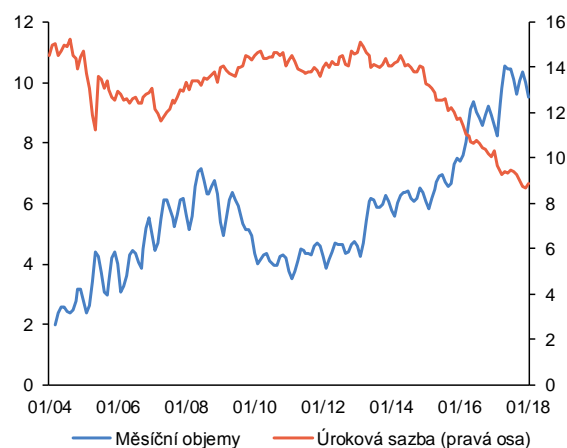
(objemy v mld. Kč, 3M klouzavý průměr; p.o. v %)



Pramen: ČNB

**Graf 5:** Nové korunové spotřebitelské úvěry a odpovídající úroková sazba

(objemy v mld. Kč, 3M klouzavý průměr; p.o. v %)



Pramen: ČNB

## II.2 Vyjádření k vyznění 2. SZ 2018

Souhrnné vyhodnocení nově dostupných informací v 2. SZ podle názoru SFS implikuje potřebu postupného zpřísnění měnové politiky. Pozorovaný makroekonomický vývoj – nejlépe doložitelný vývojem na trhu práce – signalizuje přehřívání ekonomiky, s čímž je konzistentní pokračující normalizace měnověpolitických sazeb v letošním roce.

S ohledem na udržitelné plnění inflačního cíle si může ČNB dovolit uplatňovat „risk management approach to monetary policy“ (Greenspan, 2003<sup>8</sup> a 2004; Evans, 2011<sup>9</sup>; Gnabo a Moccero, 2015). Bez ohledu na to, že Fed v minulosti aplikoval tento přístup asymetricky při obavách ze vzniku negativní mezery výstupu, v našem současném případě „risk management“ přístup znamená zvažovat na jedné straně riziko, že by se po zvýšení úrokových sazeb v důsledku šoku musela měnová politika vrátit zpět k nižším sazbám, a na druhé straně si klást otázku, zda přínosy stávající uvolněné měnové politiky v podobě nízkých sazeb převyšují budoucí náklady pro ekonomiku v důsledku jejího přehřívání a nadhodnocení cen aktiv, které souvisejí s uvolněnými úvěrovými podmínkami.

<sup>8</sup> ... given our inevitably incomplete knowledge about key structural aspects of our ever-changing economy and the sometimes asymmetric costs or benefits of particular outcomes, a central bank seeking to maximize its probability of achieving its goals is driven, I believe, to a risk-management approach to policy. By this I mean that policymakers need to consider not only the most likely future path for the economy but also the distribution of possible outcomes about that path. They then need to reach a judgment about the probabilities, costs, and benefits of the various possible outcomes under alternative choices for policy. A policy action that is calculated to be optimal based on a simulation of one particular model may not, in fact, be optimal once the full extent of uncertainty in the policymaking environment is taken into account.

<sup>9</sup> In my view, we should try to formulate a monetary policy strategy that carefully balances the risks associated with the reasonable alternative economic scenarios that we face and is as robust as possible to miscalculations as to which of these scenarios is predominantly true.

## OMEZENÝ PŘÍSTUP

Domácí ekonomika by potřebovala posun k přísnějším měnovým podmínkám minimálně z hlediska ochlazení očekávání ohledně růstu budoucích příjmů. Kombinace rychlého růstu nominálních i reálných mezd a velmi nízkých nominálních, resp. záporných reálných, úrokových sazeb může vytvářet nadměrně optimistická očekávání ohledně budoucího vývoje a může se promítat do zvýšené poptávky po úvěrech a do uvolňování úvěrových standardů u jejich poskytovatelů. Postupně by mohla nad rámec dlouhodobého trendu přispět také k přesunu domácí poptávky od obchodovatelných k neobchodovatelným statkům k relativně vyšší spotřebě neobchodovatelných statků (zejména těch souvisejících s bydlením). Důsledkem by mohla být snížená efektivnost alokace zdrojů a výkyvy v ekonomické aktivitě v budoucnosti. Míra tohoto typu rizika je „díky“ rigidním povolovacím řízením při výstavbě v naší ekonomice relativně nízká, ale není zcela zanedbatelná.

Dalším zdrojem nestability by mohly být prudké změny v nominálních mzdových nákladech a jejich dopady do konkurenceschopnosti a finanční situace nefinančních podniků. Pokud by pod vlivem přehřátého trhu práce eskalovaly mzdové požadavky a tempa růstu nominálních mezd by tak zůstala po delší dobu vysoká, a zároveň s tím či následně by koruna začala rychleji zhodnocovat, vytvořilo by to pro podnikový sektor dosti složitou situaci, které by se nemohl rychle přizpůsobit. S ohledem na zkušenosti s vývojem kurzu koruny před rokem 2008 je z hlediska stability podnikového sektoru a ekonomické aktivity obecně žádoucí pomalejší tempo růstu nominálních mezd, než které vidíme v současnosti.

Pohyb inflace poblíž 2% cíle považujeme za udržitelný. Zároveň ekonomika operuje s kladnou mezerou výstupu. Souhlasíme tak s tím, že by ČNB měla směřovat k tomu, aby se domácí úrokové sazby plynule přibližovaly ke své předpokládané dlouhodobě neutrální úrovni (3 % pro 3M PRIBOR). Z hlediska „risk management“ přístupu může být stěžejní chybou v přehřáté ekonomice s inflací blízko 2% cíle zvýšit měnověpolitickou sazbu na 1 %. Potřebu zvyšovat měnověpolitické sazby nicméně nepovažujeme v tuto chvíli za akutní. Z toho důvodu doporučujeme na měnověpolitickém zasedání ke 2. SZ 2018 ponechat 2T repo sazbu na 0,75 % a diskuzi o rizicích a nákladech dalšího zvyšování sazeb vést při projednávání nové prognózy.

Zároveň potvrzujeme, že s naším vyhodnocením pozice ekonomiky v hospodářském a finančním cyklu je konzistentní vyšší úroveň úrokových sazeb v celém jejich spektru. Vzhledem ke zrychlování mzdové a příjmové inflace a zejména optimistickým očekáváním ohledně budoucího vývoje v této oblasti se reálné úrokové sazby z nových úvěrů posouvají stále níže do záporných hodnot. Pokud tedy zohledníme *rizika pramenící ze současného makroekonomického vývoje rovněž pro dosahování cíle finanční stability*, doporučili bychom rychlejší návrat k neutrální úrovni měnověpolitických sazeb, než implikuje platná lednová prognóza. V tomto smyslu platí nadále argumenty prezentované v našem vyjádření k 1. SZ 2018 odvozené z různých variant reakční funkce založené na alternativních verzích Taylorova pravidla, obzvláště těch, které byly rozšířeny o mezeru výstupu nebo o experimentální index inflace. Diskuze o rychlosti přibližování úrokových sazeb směrem k neutrální úrovni by měla podle našeho názoru více akcentovat aktuální pozici ekonomiky v hospodářském cyklu a méně implikace vysoce uvolněné měnové politiky ECB, od které se ve významné míře odvíjí současná prognóza úrokových sazeb.

Nezapomínáme na riziko, že pokračování zpříšňování měnové politiky ČNB se může s ohledem na měnovou politiku ECB odrazit ve výrazném zhodnocení koruny. Historické zkušenosti nicméně ukazují, že k tomu nedochází ani tak v důsledku kladného úrokového diferenciálu, jako spíše vlivem očekávaného nárůstu diferenciálu. Vzniká zde trade-off mezi předvídatelností měnové politiky (oznamování budoucího nárůstu měnověpolitických sazeb dopředu, aby s ním analytici počítali a neobviňovali centrální banku z překvapování trhu) a potřebou realizovat zpříšňování měnových podmínek prostřednictvím nominální úrokové

## OMEZENÝ PŘÍSTUP

sazby a nikoli prostřednictvím zhodnocování domácí měny. Tato potřeba je podle nás důležitější a proto doporučujeme potlačit v komunikaci dopředné vyhlášení série zvýšení měnověpolitických úrokových sazeb. I při respektování gradualistického přístupu a nepřekvapování trhů je podle našeho názoru vhodné realizovat postupné kroky ještě letos, aby se tržní úrokové sazby začaly postupně, ale jistě přibližovat „normálu“. Zejména tehdy, pokud bude kurz koruny až do květnového měnového jednání zůstat stabilní tak, jak tomu bylo po únorovém jednání.

### Dílčí poznámky ke 2. SZ:

Vidíme určitý rozpor v SZ ve vnímání měnové politiky ECB ve vztahu k CZK a k USD. Při hodnocení vlivu měnové politiky ECB na domácí měnovou politiku je konstatováno, že měnová politika ECB se nemění, resp. trajektorie tržních i stínových úrokových sazeb se posouvají nepatrně směrem dolů (str. 9-10). Když se však komentuje posilující euro v rámci výhledu kurzu USD/EUR (viz str. 10, pravý spodní graf), používá se vysvětlení založené na očekávaném zpřísnění měnové politiky ECB, konkrétně na „reakci na rychlejší růst ekonomické aktivity v zemích platících eurem, což podporuje očekávání ohledně budoucí normalizace měnové politiky ECB.“ Mělo by platit jedno či druhé. Pokud platí to druhé (tj. očekává se normalizace měnové politiky ECB), tak by v duchu logiky nepokryté úrokové parity šla nahoru trajektorie korunových sazeb a na místě by byla diskuze o „hiku“.

Graf rizik inflační prognózy (GRIP) tradičně naznačuje pouze poměrně mírná rizika prognózy. Grafické zobrazení relativně mírných inflačních rizik však souvisí i s nastavením os grafu, které obsahují poměrně široký rozptyl dopadů jednotlivých rizik  $\pm 1$  p.b. do inflace i do úrokových sazeb. Lze si ale obtížně představit, že by se na horizontu 1,5 měsíce od poslední prognózy realizovalo významné riziko v tomto rozsahu. Proto je otázkou, zda by nestálo za to upravit osy GRIPu například na  $\pm 0,5$  p.b.

### **References**

- [1] Evans, C. (2011): A risk management approach to monetary policy. Speech by President of the Federal Reserve Bank of Chicago, at the Ball State University Center for Business and Economic Research Outlook Luncheon, Muncie, 5 December 2011. <https://www.bis.org/review/r120112a.pdf>
- [2] Gnabo, J.-Y., Moccero, D. (2015): The risk management approach to monetary policy, nonlinearity and aggressiveness: the case of the US Fed. ECB Working Paper Series No. 1792, May 2015. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1792.en.pdf>
- [3] Greenspan, A. (2003): Monetary Policy Under Uncertainty. Opening Remarks, Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming. <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030829/default.htm>
- [4] Greenspan, A. (2004): Risk and Uncertainty in Monetary Policy. American Economic Review, Vol. 94, No. 2, pp. 33–40. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/0002828041301551>