Konvenční a nekonvenční měnová politika ČNB

Luboš Komárek

Technická univerzita v Liberci

16. května 2016

Obsah prezentace

- I. Úvod
- II. Konvenční měnová politika ČNB
- III. Rizika a dopady deflace
- IV. Nekonvenční měnová politika ČNB
- V. Aktuální prognóza ČNB

I. Cíl České národní banky

- Cíl měnové politiky ČNB stanoven:
  - v Ústavě České republiky;
  - v Zákonu o České národní bance;

- ČNB je především povinna **dbát o cenovou stabilitu** (od r. 2001) a rovněž dbát **o finanční stabilitu** (od r. 2013).

- ČNB rovněž podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády ČR vedoucí k udržitelnému ekonomickému růstu
  - pokud tento cíl není v rozporu s hlavním cílem ČNB;
  - ČNB je v uskutečňování měnové politiky zcela nezávislá.

I. Měnová politika – hlavní principy inflačního cílování

- Veřejné explicitní vyhlašování inflačního cíle – jako kotvy pro inflaci a formování inflačních očekávání.
- Hlavní nástroj měnové politiky: dvoutýdenní repo sazba.
- Režim tzv. řízeného plovoucího kurzu, bez intervencí od konce r. 2002 do listopadu 2013.
- Institut výjimek z plnění inflačního cíle (hlavně změny nepřímých daní).
- Klíčovou roli zastává makroekonomická prognóza a její komunikace.
  - zpoždění transmise měnové politiky;
  - „vpřed hledící“ přístup, dopad inflačních očekávání;
  - horizont měnové politiky.

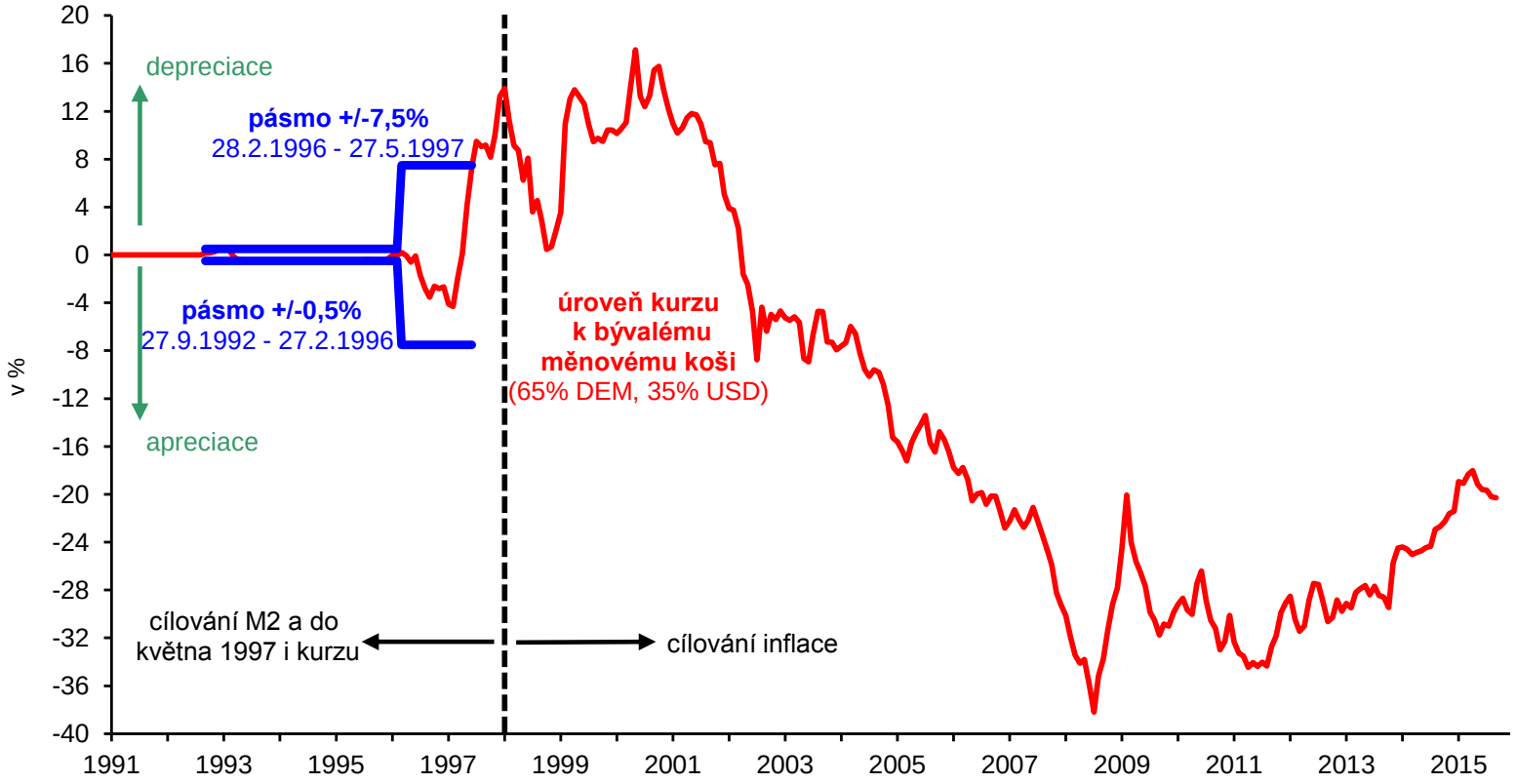
I. Konvenční a nekonvenční měnová politika

- Konvenční měnová politika ≈ Před listopadem 2013 Česká národní banka (ČNB) používala k uvolnění měnových podmínek své standardní nástroje. Základní měnověpolitická úroková sazba byla postupně snižována, až na podzim 2012 dosáhla tzv. „technické nuly“.
- Nekonvenční měnová politika ≈ Ve snaze zamezit dlouhodobému podstřelování inflačního cíle a zároveň urychlit návrat k situaci, kdy bude opět možno používat svůj standardní nástroj (tj. úrokové sazby), se ČNB rozhodla začít používat devizový kurz jako další nástroj měnové politiky.

Obsah prezentace

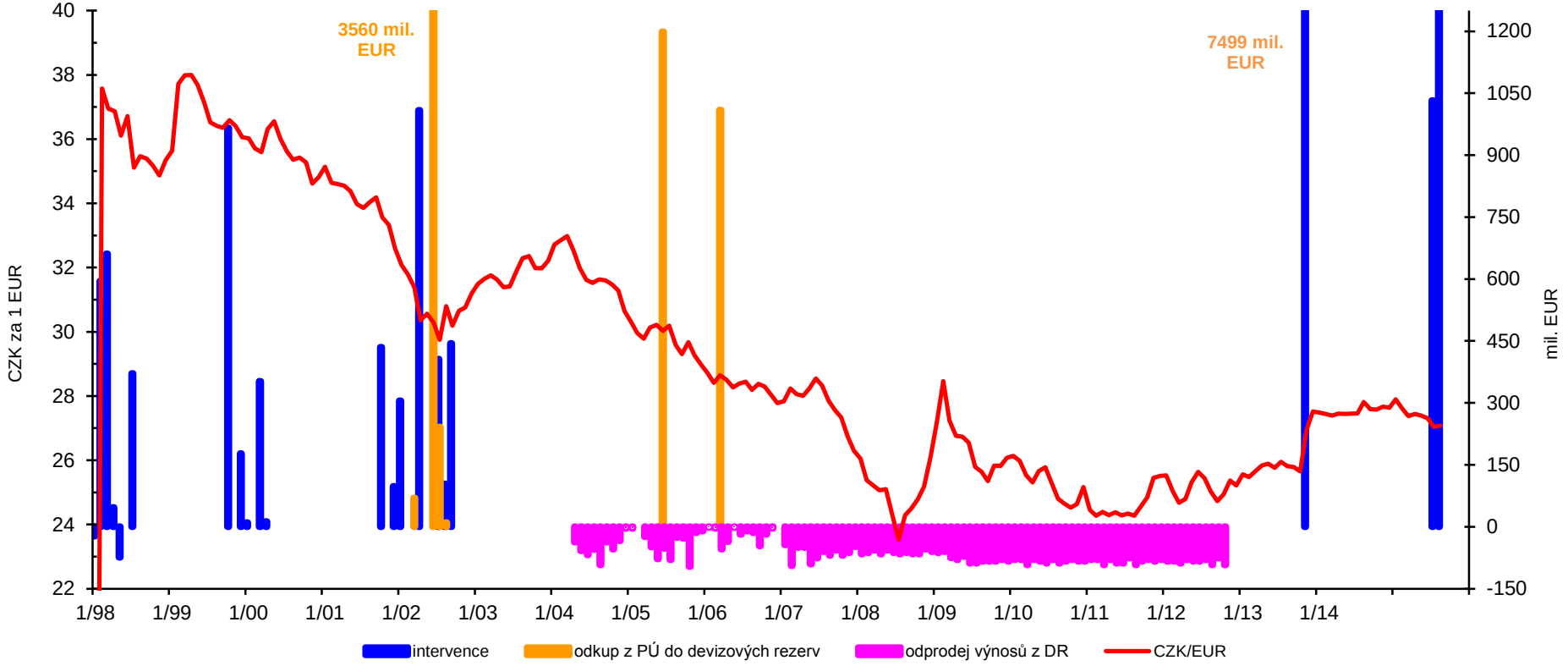
- I. Úvod
- II. Konvenční měnová politika ČNB
- III. Rizika a dopady deflace
- IV. Nekonvenční měnová politika ČNB
- V. Aktuální prognóza ČNB

II. Konvenční MP – měnový kurz



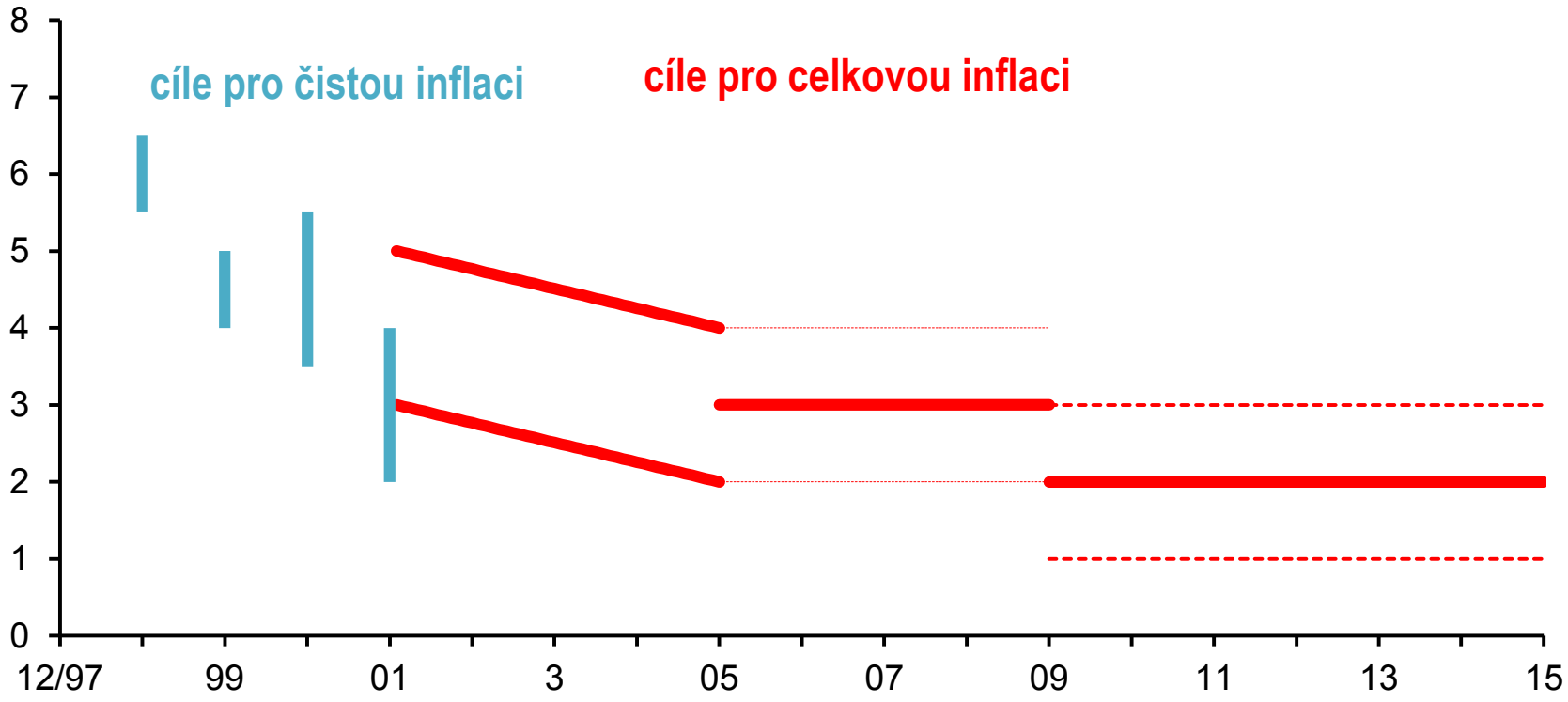
- Před rokem 1998: mix cílování peněžní zásoby a fixního kurzu (1991 – květen 1997), fixní kurz opuštěn v květnu 1997, cílování peněžní zásoby uplatňováno do konce roku 1997.
- Důvody pro zavedení cílování inflace: stávající MP režim nebyl schopen ukotvit inflační očekávání, proto v roce 1997 došlo k nedobrovolnému (trhem vynucenému) opuštění režimu fixního kurzu.

II. Konvenční MP – devizové operace ČNB



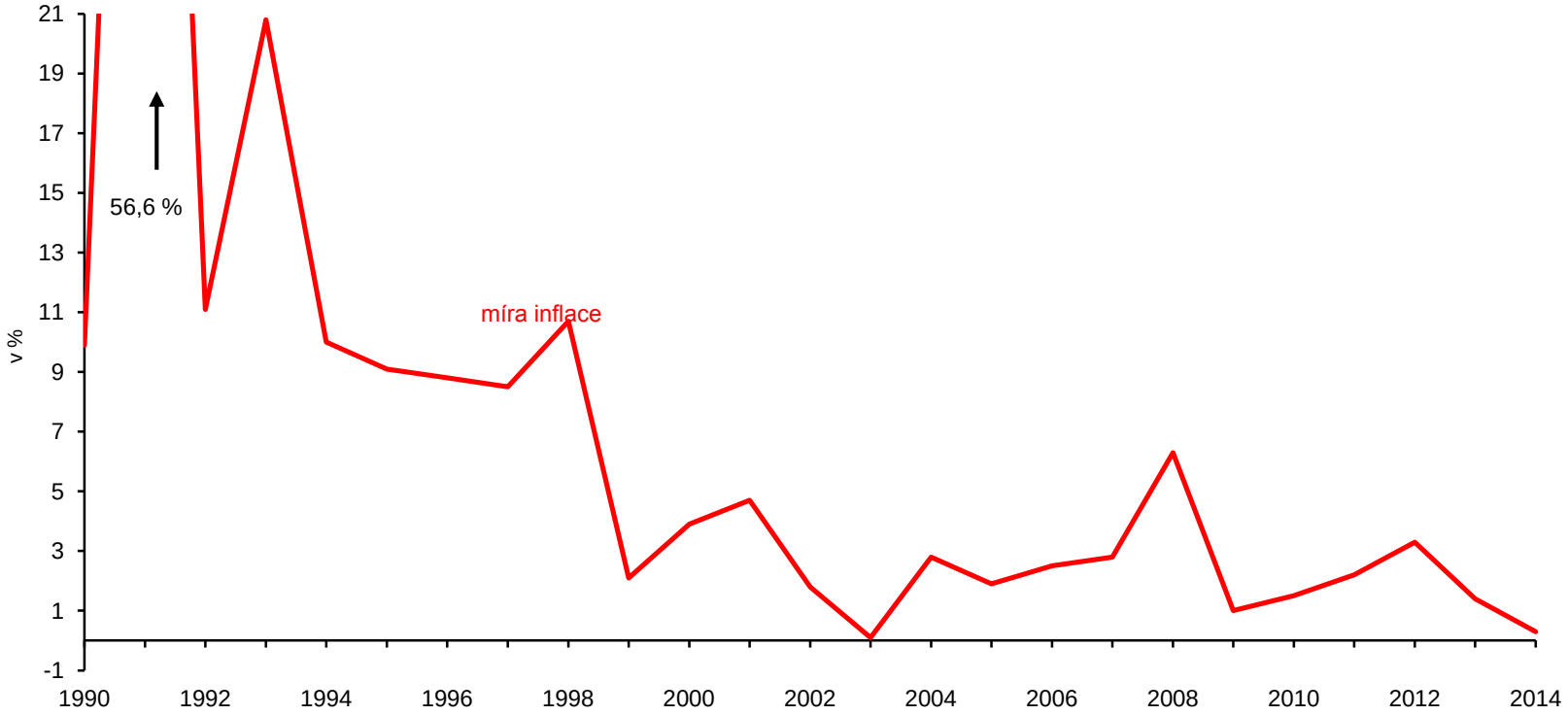
- ČNB nakupovala nebo prodávala devizy buď z důvodu měnověpolitického (intervence), nebo nakupovala devizy z důvodu zamezení výrazného pohybu na devizovém trhu (odkup z PÚ do devizových rezerv).
- Odprodej výnosů z devizových rezerv byl prováděn od dubna 2004 do října 2012.

II. Konvenční měnová politika – vývoj inflačních cílů



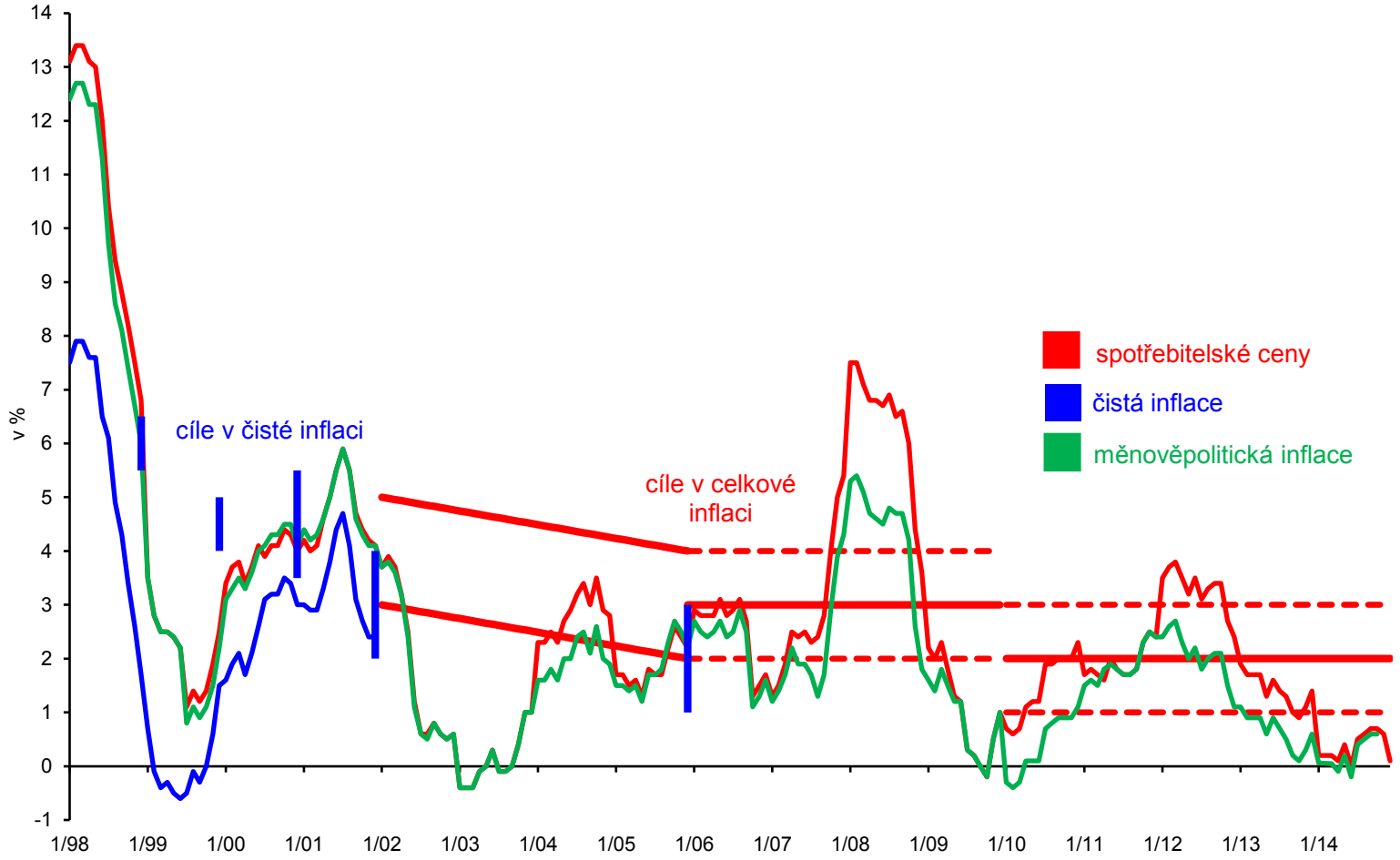
- Inflační cíle byly nejprve stanovovány pro čistou inflaci (1998-2000).
- Od roku 2001 je inflační cíl stanovován pro celkovou inflaci.
- V současnosti (od ledna 2009) inflační cíl ve výši 2 %.

II. Konvenční MP – vývoj míry inflace



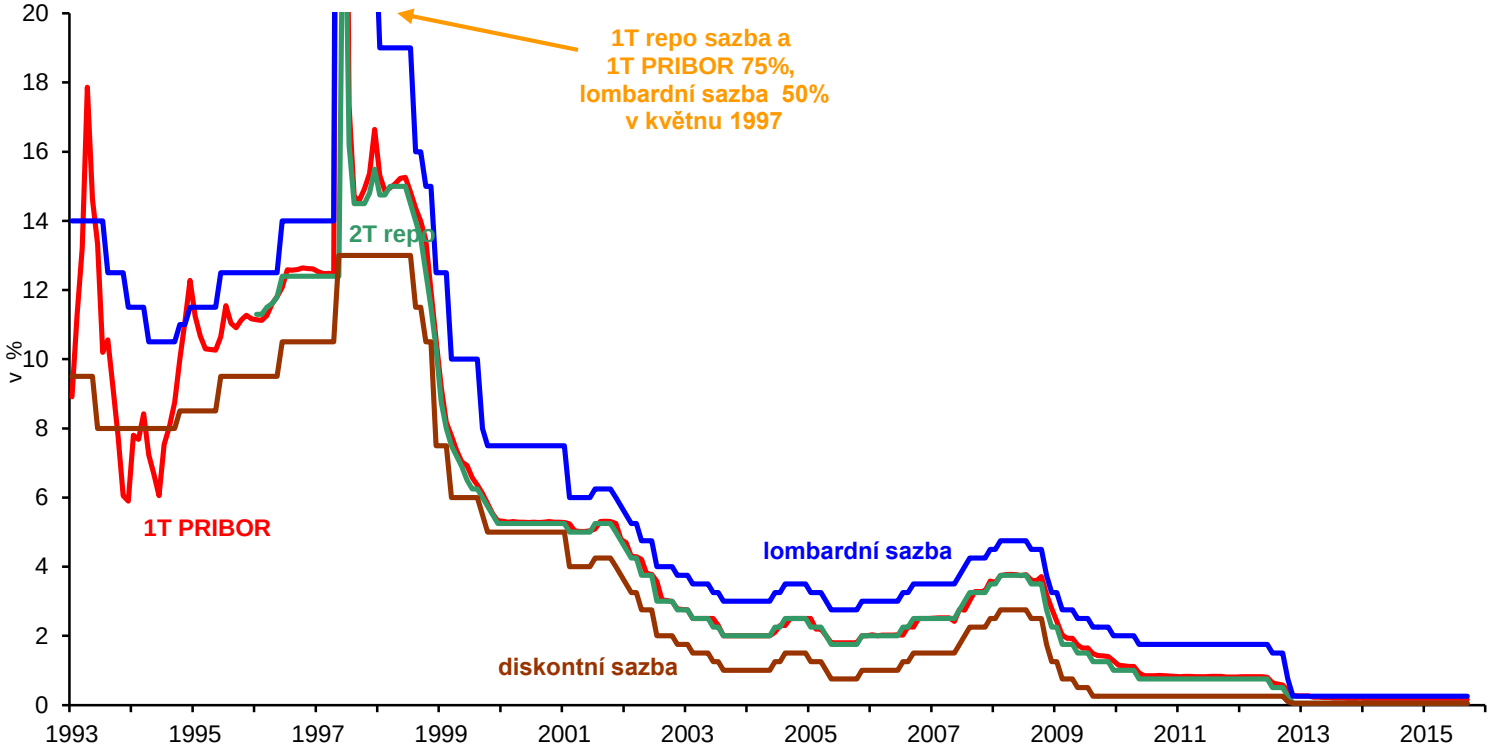
- Vysoká inflace byla vykazována jen na počátku transformace plánované ekonomiky na ekonomiku tržní.
- Od roku 1999 je inflace pod 10% hodnotou.
- V některých létech byla inflace i pod inflačním cílem.

II. Konvenční MP – plnění inflačních cílů



- Od let 1997-1998 (depreciace koruny, deregulace) nastal postupný dezinflační proces, od r. 1999 je inflace nízká.
- Nestabilita inflace způsobena dopadem cen komodit a změnami v nepřímých daních a regulovaných cenách.

II. Konvenční MP – úrokové sazby ČNB



- Dezinflační proces vedl k poklesu sazeb na historicky nízkou úroveň, inflační očekávání byla pevně ukotvená.
- Nízká hladina úrokových sazeb rovněž znamenala nezájem o úvěry poskytnuté v cizí měně (rovněž vlivem dlouhodobé apreciace koruny).
- Uvolňování měnové politiky v letech 2008–2010: 2T repo sazba snížena z 3,75 % na 0,75 %, v roce 2012 tři další snížení až na úroveň „technické nuly“ 0,05 % v listopadu 2012.

Obsah prezentace

- I. Úvod
- II. Konvenční měnová politika ČNB
- III. Rizika a dopady deflace
- IV. Nekonvenční měnová politika ČNB
- V. Aktuální prognóza ČNB

III. Rizika a dopady deflace

- Jedním z důvodů kladného inflačního cíle je statistické nadhodnocení
  - při měření není zcela zohledněn růst kvality (ne každý růst ceny je zdražením)
  - v realitě nahrazování dražšího zboží levnějším – není ihned zohledněno
  - zásadní revize spotřebního koše jen jednou za 5 let (naposledy leden 2012)

- Cílem ČNB je proto 2% meziroční růst CPI
  - cílovat nulovou inflaci by znamenalo riziko časté deflace a rychlejšího vyčerpání prostoru pro pokles sazeb: ty by při inflačními cíli 0 % dlouhodobě byly 1 % nikoliv 3 %
  - podobně tak činí i všechny ostatní centrální banky ve vyspělých zemích

Centrální banky cílující inflaci

- BoE: 2 %
- Riksbank: 2 %
- RBNZ: 2 %
- Austrálie: 2–3 %
- Norges Bank: 2,5 %
- NBP: 2,5 %
- MNB: 3 %

Další centrální banky

- ECB – definice cenové stability: "pod 2 % avšak v blízkosti této hodnoty"
- Fed – 2% cíl pro inflaci od ledna 2012
- Japonsko – 2% cíl od ledna 2013

III. Rizika a dopady deflace

Dochází ke snižování mezd a propouštění

- záporná inflace způsobuje růst reálných mzdových nákladů a nutnost propouštět

Narůstá reálná dluhová zátěž

- hypotéky: domácnosti splácejí úvěry, jejichž hodnota se nominálně nemění, které použily na koupi nemovitostí, jejichž cena se však snižuje, a to při klesajících mzdách a celkových příjmech
- možné problémy pro finanční stabilitu – hrozba nárůstu problémových úvěrů

Deflačně-recesní spirála

- v očekávání poklesu cen řada podniků či domácností odkládá své nákupy na pozdější dobu → chybí poptávka → není potřeba tolik vyrábět → firmy propouštějí, snižují se příjmy domácností i zisky podniků → to tlačí na další pokles cen

III. Rizika a dopady deflace – příklady z historie

- „Velká deprese“ ve 30. letech.
- Dvě dekády deflačního vývoje v Japonsku.
- Východní Německo po sjednocení.
- Země jižního křídla eurozóny.

- Sympózium centrálních bankéřů v Jakson Hole (USA), např.: New Challenges for Monetary Policy. http://www.kc.frb.org/publications/research/escp/escp-1999.cfm
- MMF ve svých zprávách již delší dobu upozorňuje na nebezpečí velmi nízké inflace ve vyspělých zemích, zejména v eurozóně.

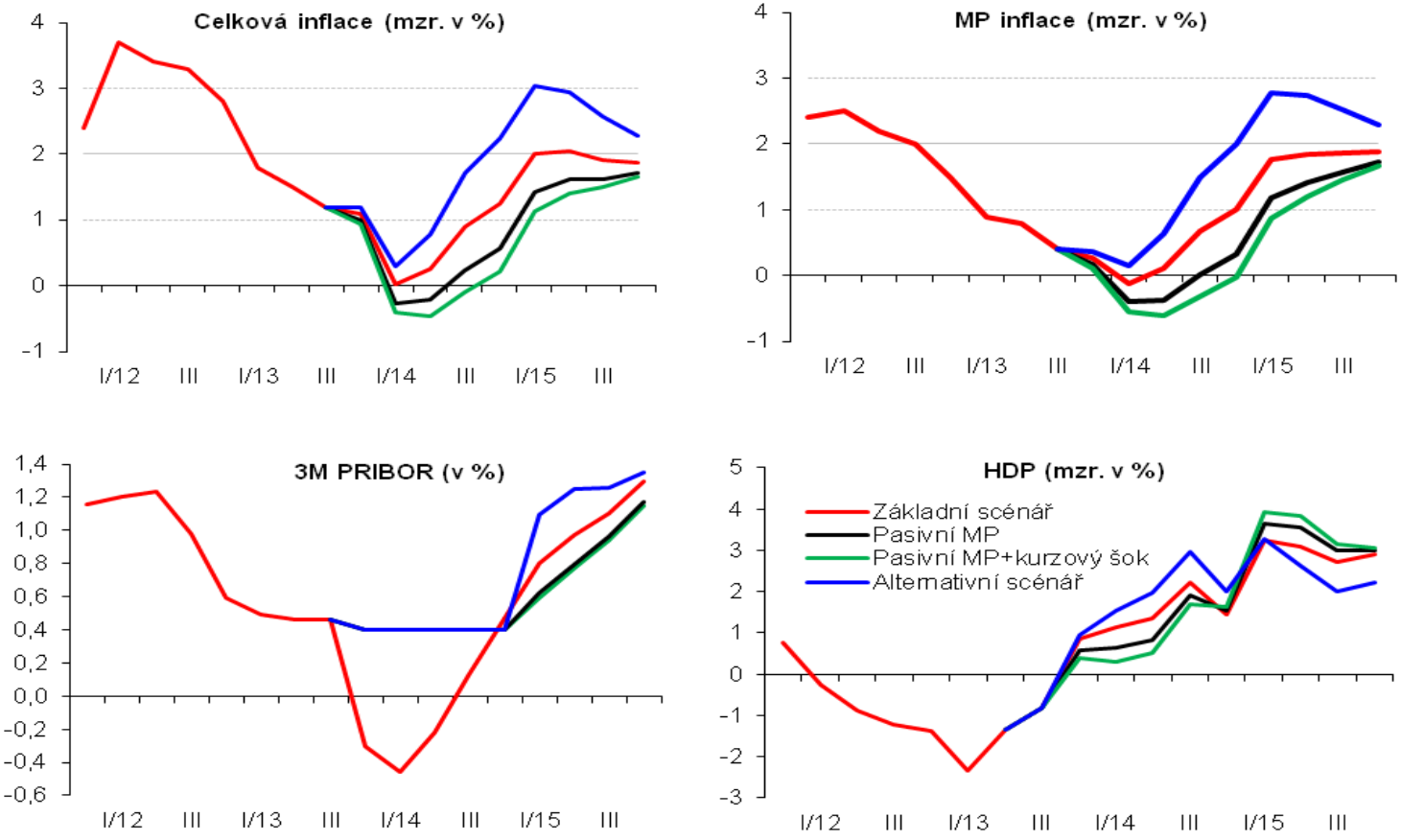
Obsah prezentace

- I. Úvod
- II. Konvenční měnová politika ČNB
- III. Rizika a dopady deflace
- IV. Nekonvenční měnová politika ČNB
- V. Aktuální prognóza ČNB

IV. Nekonvenční MP – teoretické možnosti

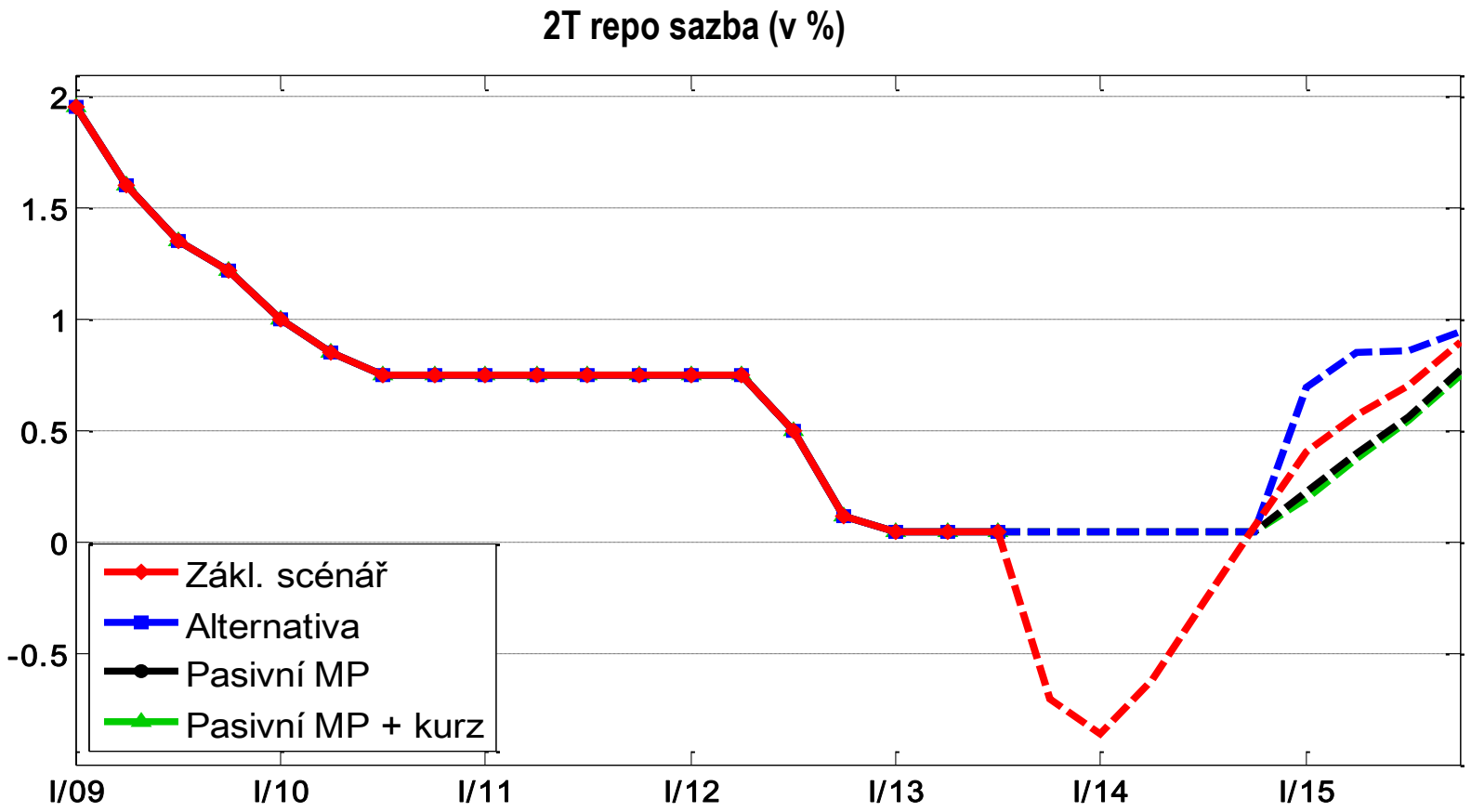
- (a) kvantitativní uvolňování *(quantitative easing)* – taková činnost měnové autority, která vede k nárůstu objemu její rozvahy při v průměru neměnné likviditě a rizikovosti portfolia aktiv v rozvaze centrální banky;
- (b) kvalitativní uvolňování *(qualitative easing)* – centrální banka svými operacemi nemění objem své rozvahy, ale mění skladbu rozvahy ve smyslu nárůstu rizikovějších a méně likvidních aktiv na úkor vládních dluhových cenných papírů;
- (c) úvěrové uvolňování (*credit easing)* – kombinace kvantitativního a kvalitativního uvolňování, kdy centrální banka navyšuje objem své rozvahy tak, že se snižuje likvidita a zvyšuje rizikovost jejích aktiv;
- (d) explicitní závazek *(forward guidance)* – centrální banka přijme explicitní závazek ohledně budoucího vývoje některé veličiny, např. se zaváže, že bude držet úrokové sazby na nulové úrovni minimálně po dobu jednoho roku nebo do doby nárůstu inflace. Cílem opatření je snížení dlouhodobějších úrokových sazeb.
- (e) devizové intervence – centrální banka provádí operace na devizových trzích za účelem oslabení domácí měny, a tím dochází jednak k uvolňování reálných úrokových sazeb vlivem vyšší inflace z důvodu vyšších dovozních cen, a jednak k stimulaci reálné ekonomiky nepřímým kanálem měnového kurzu.
- (f) Helikoptérový efekt – připsání peněžních prostředků ve prospěch ekonomických subjektů s cílem podpořit poptávku a tím vyvolat růst cen.
- (g) negativní úrokové sazby

IV. Nekonvenční MP – rozhodování v listopadu 2013



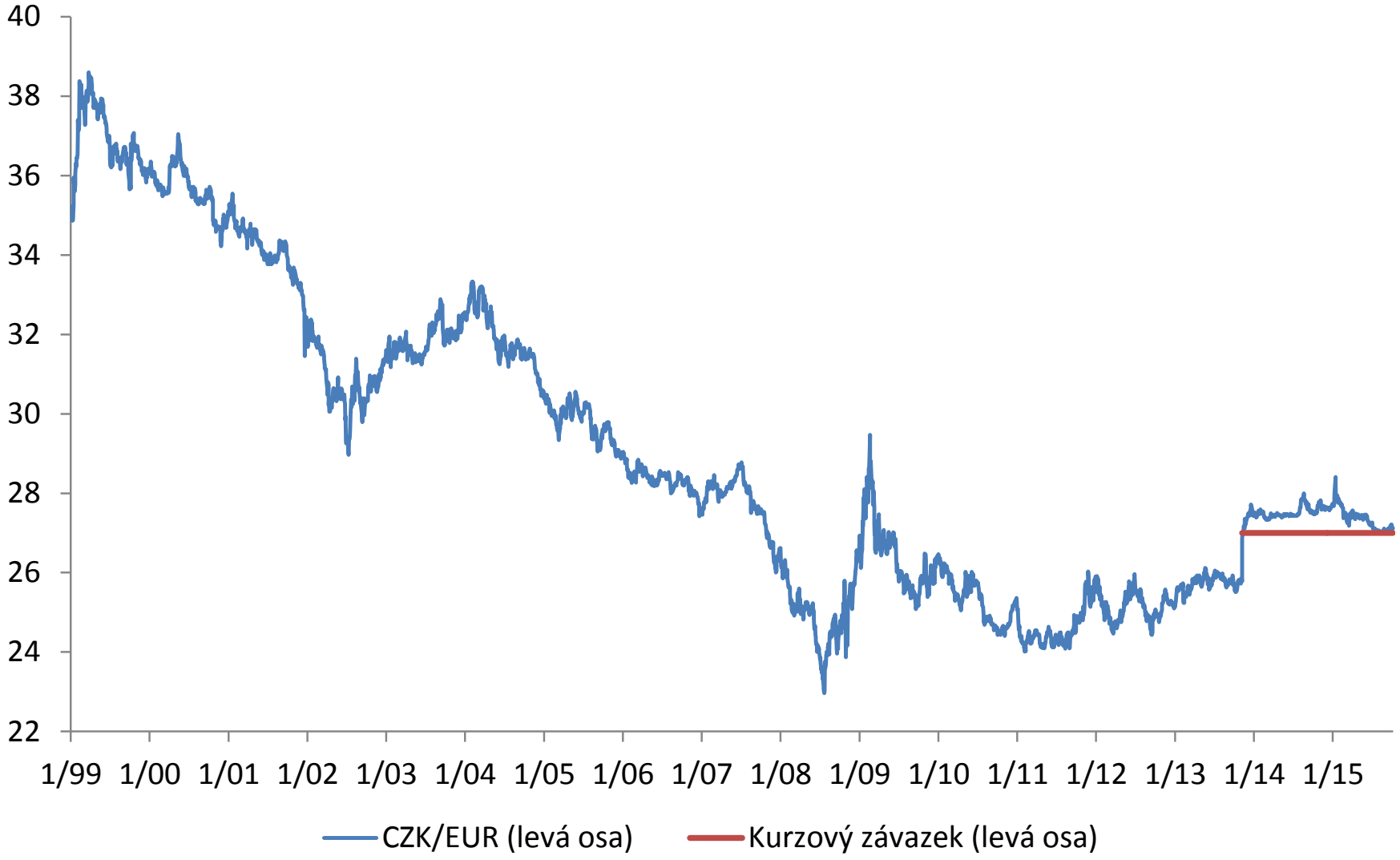
- Relevantní srovnání z hlediska hodnocení měnové politiky bylo mezi alternativním scénářem používání kurzu a simulacemi s pasivní MP; navíc bylo nutno brát v úvahu nejistotu ohledně návratu k inflačnímu cíli při pasivní MP, resp. při pasivní MP doprovázené apreciačním vývojem měnového kurzu.

IV. Nekonvenční MP – rozhodování v listopadu 2013

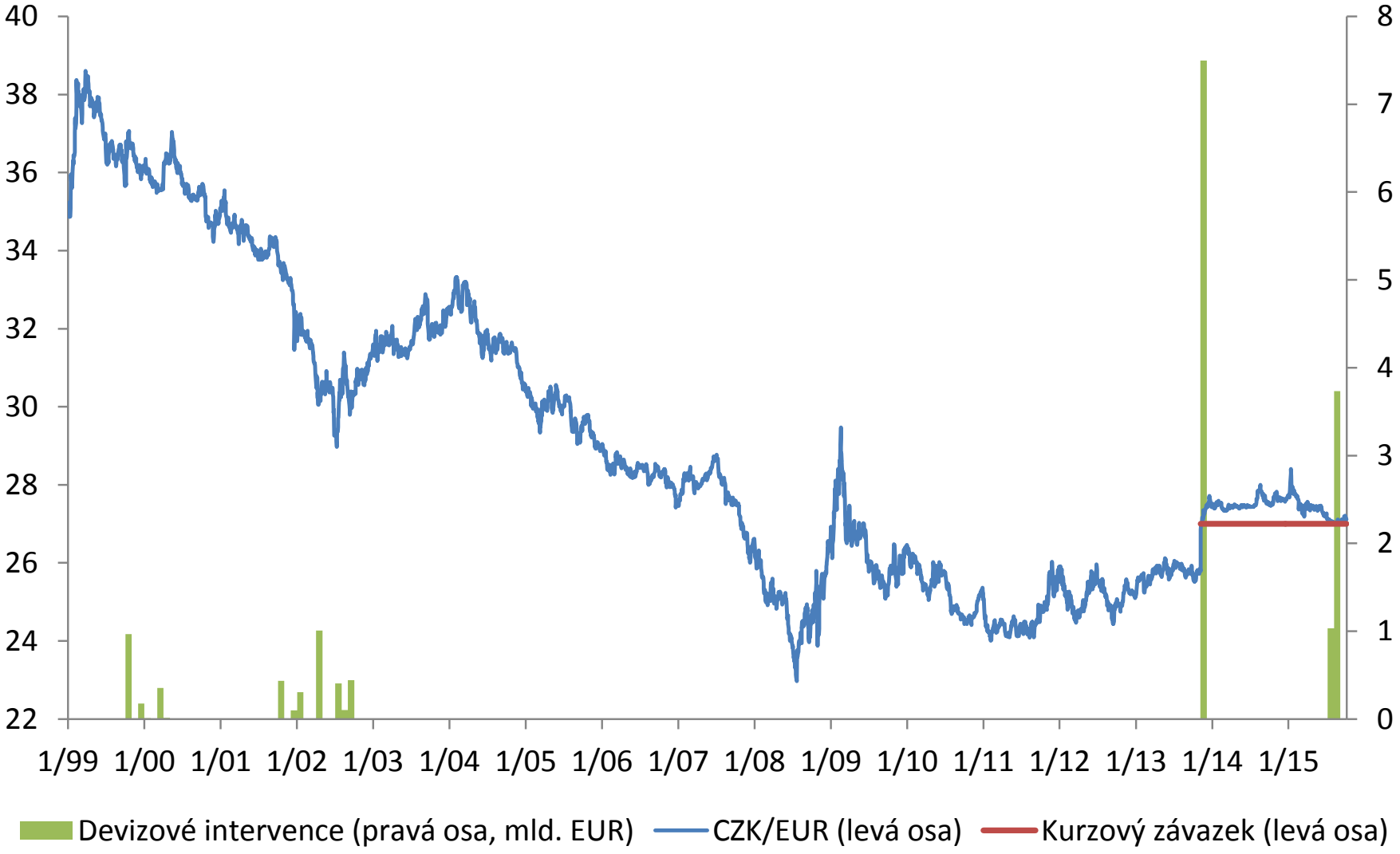


- Alternativní scénář předpokládal opuštění ZLB v 1. čtvrtletí roku 2015.

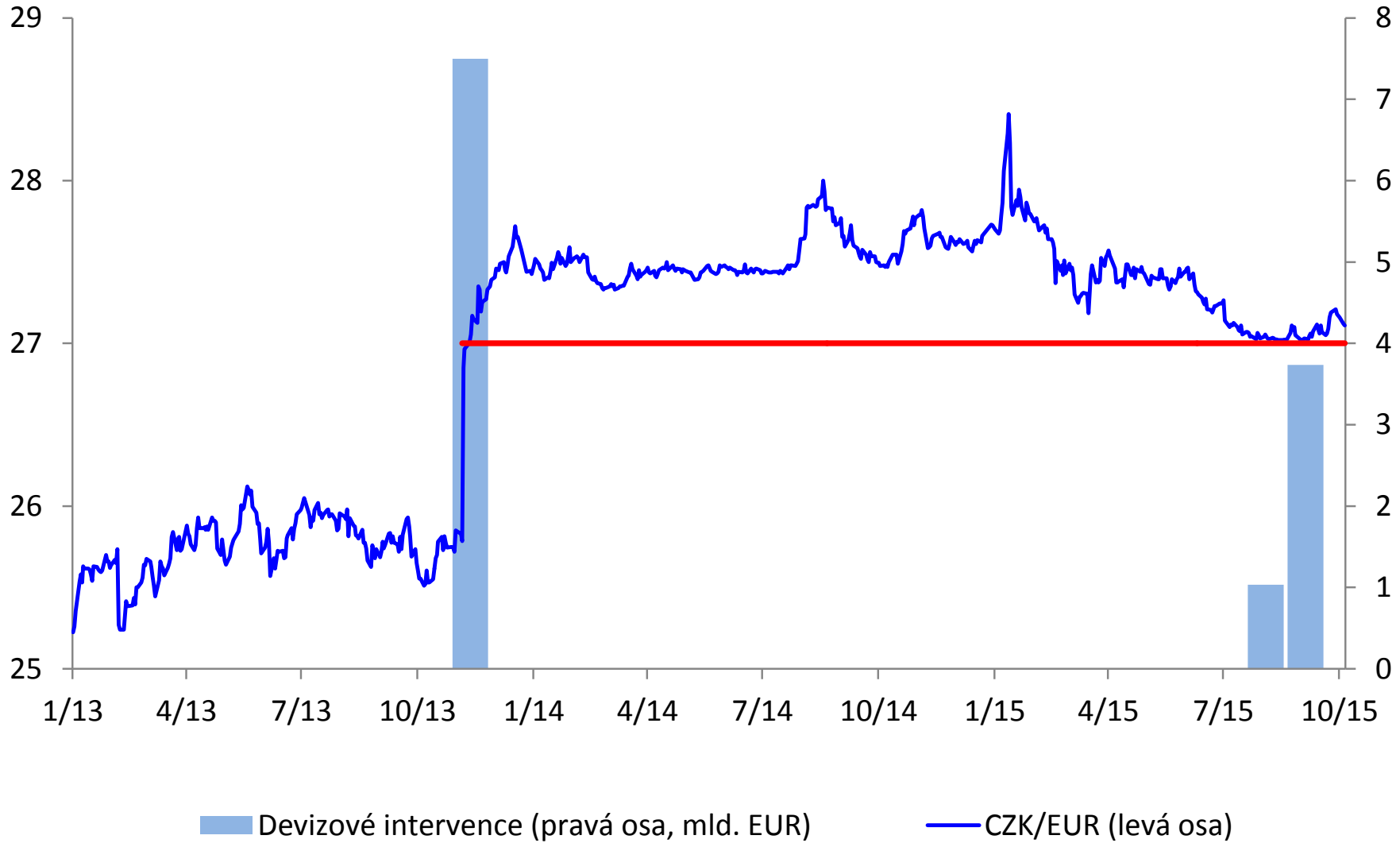
IV. Nekonvenční MP – devizové intervence



IV. Nekonvenční MP – devizové intervence



IV. Nekonvenční MP – devizové intervence



IV. Nekonvenční MP – reakce mezinárodních institucí

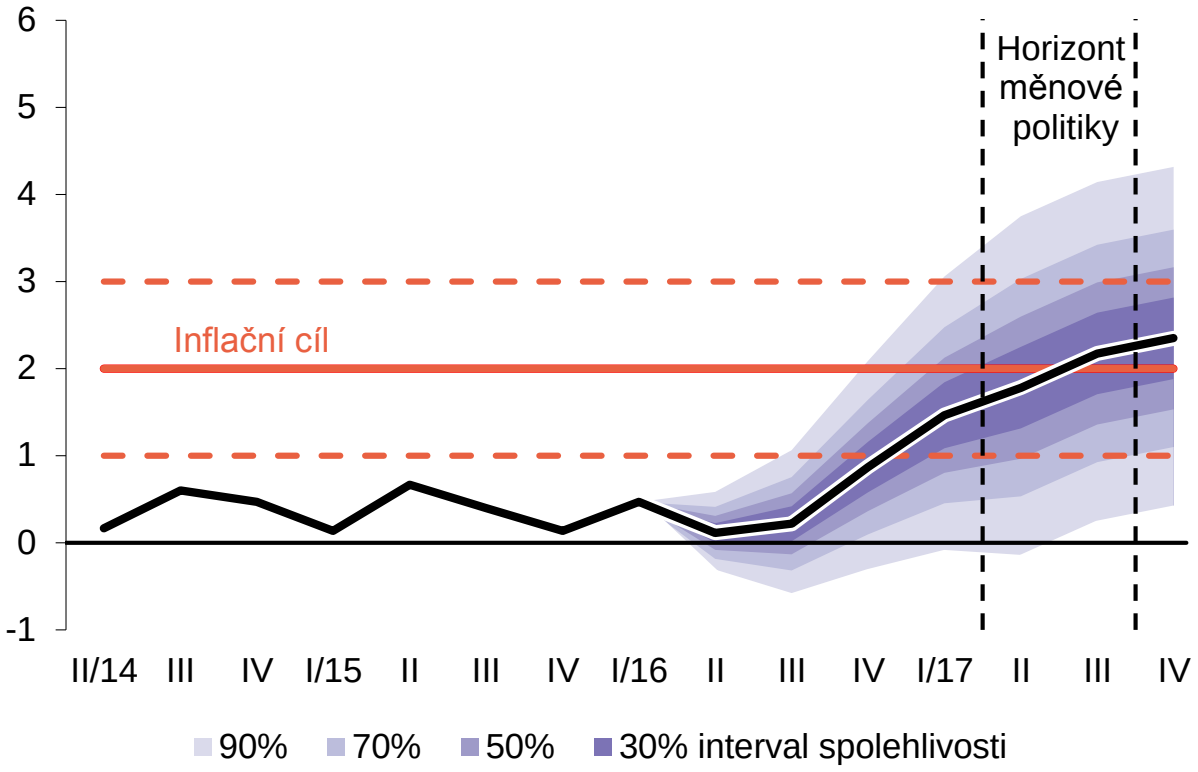
Vyjádření MMF a OECD ohledně intervencí

- *"Fund advice, at the last Article IV Consultation, was that if a persistent and large undershooting of the inflation target is in prospect, FX interventions should be employed. The current situation justifies the CNB's action from that perspective."* - Mr. Masanori Yoshida, Mission Chief for Czech Republic, **International Monetary Fund**.

- *'If a persistent and large undershooting of the inflation target is in prospect, additional tools should be employed. Foreign exchange (FX) interventions would be an effective and appropriate tool to address deflationary risks in the context of inflation targeting framework. …..'* Mr. Johann Prader, the Executive Director representing Czech Republic in the Executive Board of the **International Monetary Fund**.

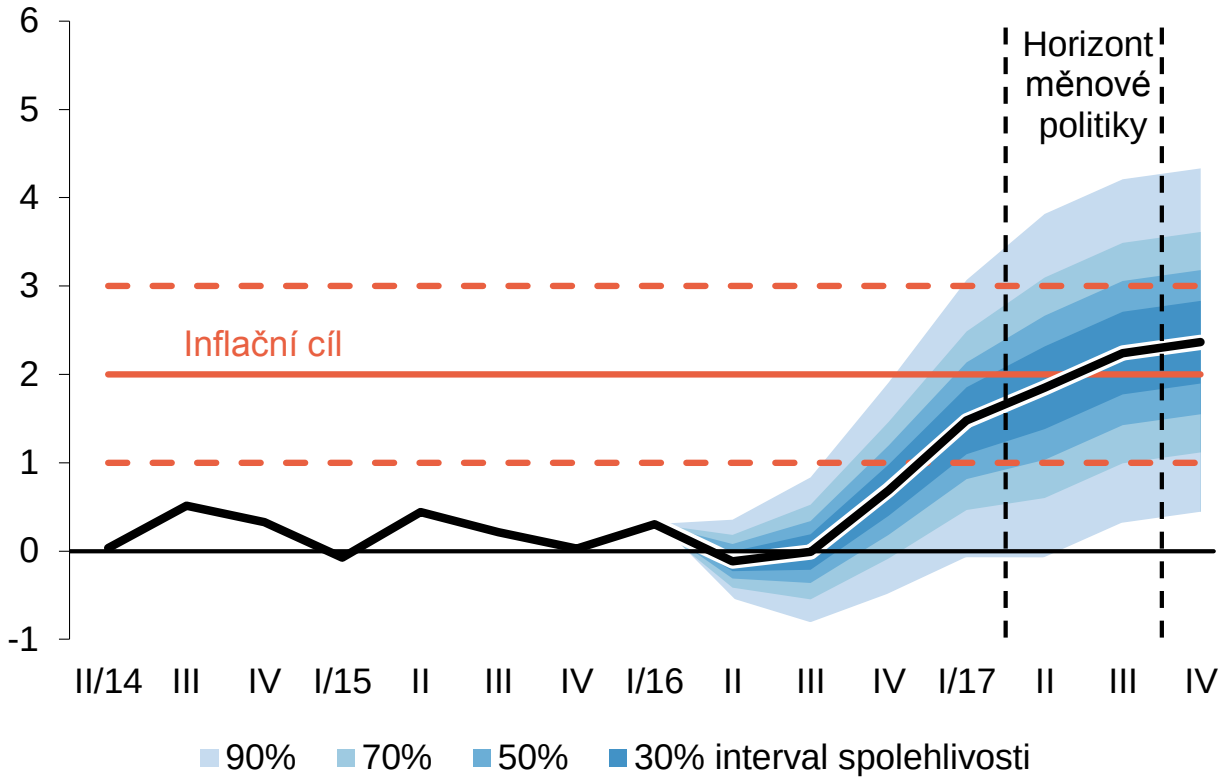
- *„Low demand-side pressures and decelerating food prices are containing inflation pressures in the near term. With interest rates technically at zero and excess liquidity in the banking sector, the National Bank has started foreign exchange interventions to prevent a long-term undershooting of the inflation target. Foreign exchange interventions should continue until inflation rises into the boundaries of the inflation target range and conventional monetary policy tools become effective again,"* - **Organisation for Economic Co-operation and Development.**

V. Aktuální prognóza ČNB



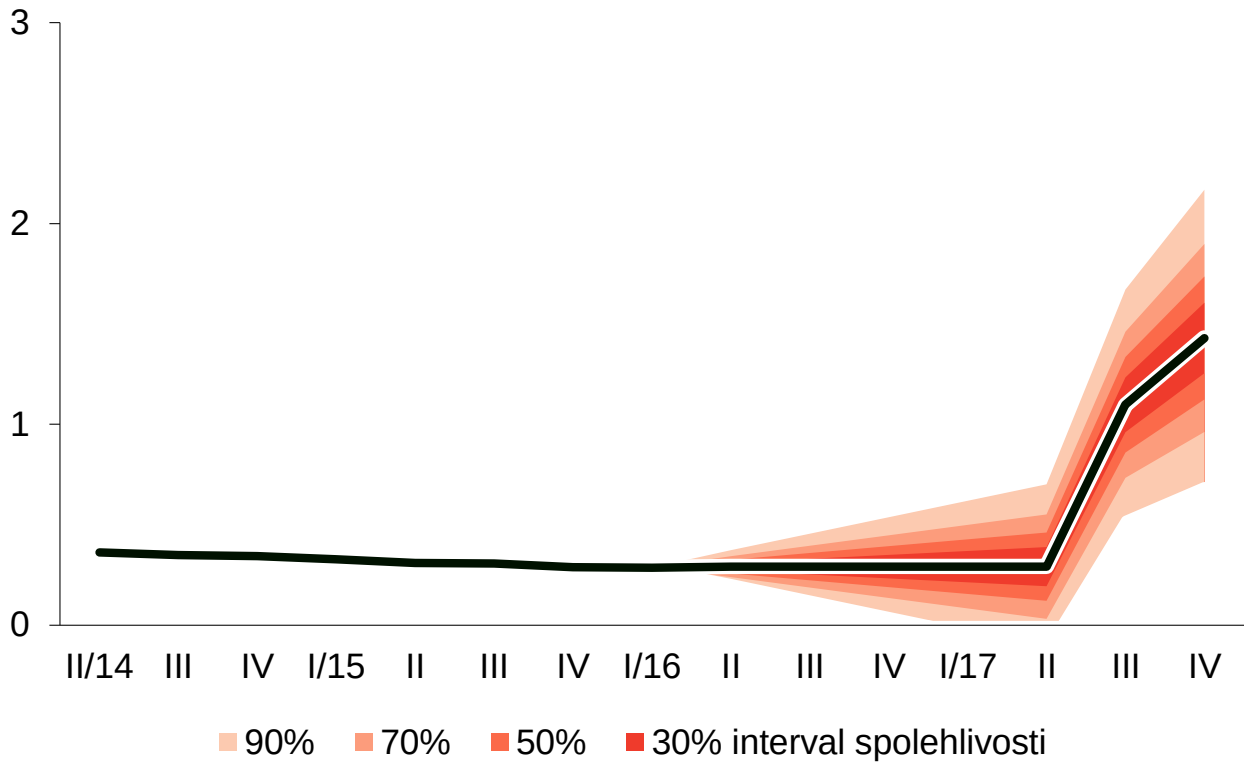
- Celková inflace se zvýší, na horizontu měnové politiky dosáhne 2% cíle, a poté se bude nacházet mírně nad ním.

V. Aktuální prognóza ČNB



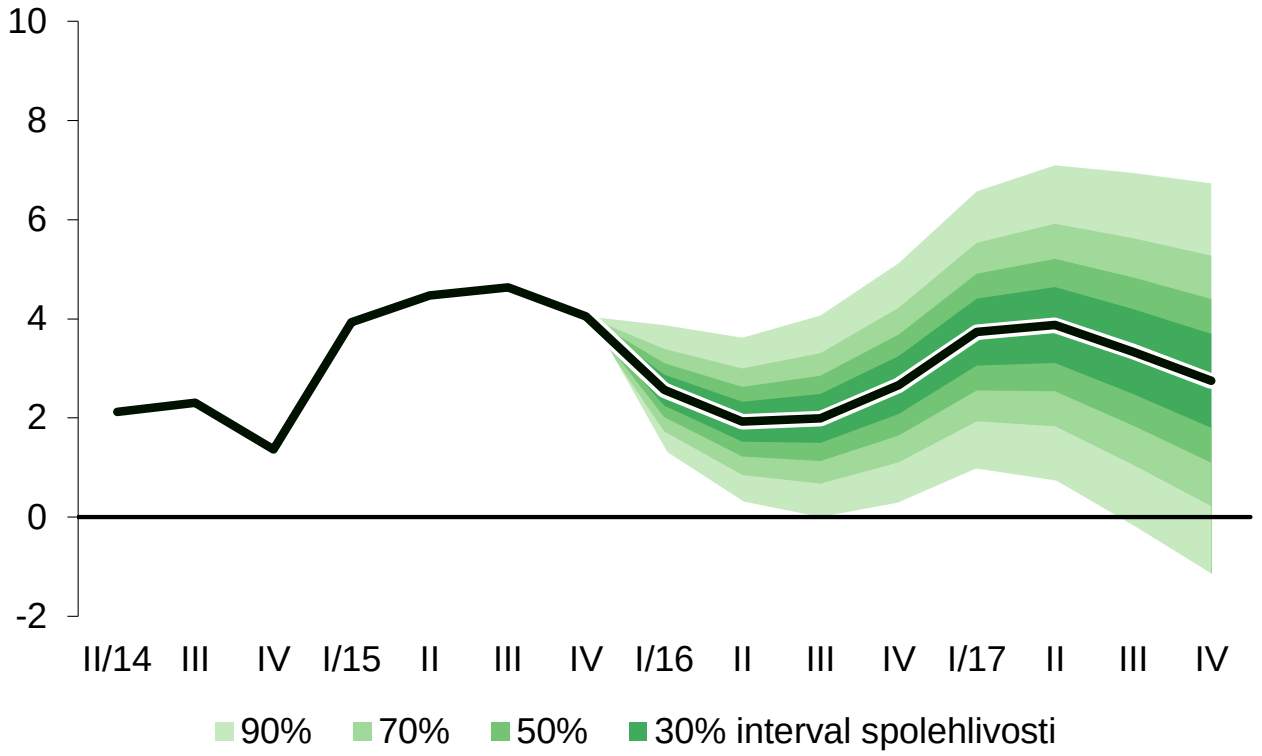
- Měnověpolitická inflace se od nulových hodnot odpoutá v závěru letošního roku a na horizontu měnové politiky dosáhne 2% cíle.

V. Aktuální prognóza ČNB



- Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do poloviny roku 2017, poté je s ní konzistentní nárůst sazeb.

V. Aktuální prognóza ČNB



- Dynamika HDP letos znatelně zvolní především vlivem propadu vládních investic financovaných z evropských fondů, v roce 2017 opět zrychlí.

Děkuji za pozornost!

www.cnb.cz

Doc. Ing. Luboš Komárek, Ph.D., M.Sc. MBA

Sekce měnová

Odbor vnějších ekonomických vztahů

ředitel

lubos.komarek@cnb.cz

Další informační zdroje

- **Měnový kurz jako nástroj měnové politiky**
  (http://www.cnb.cz/cs/faq/menovy_kurz_jako_nastroj_menove_politiky.html)
- **Setkání ČNB s analytiky**
  (http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/monetary_policy/forecast/analysts_meetings/download)
- **Zprávy o inflaci** (http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci)
- **Měnová politika – oslabení koruny**
  (http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/oslabeni_koruny/index.html)
- **Měnový kurz jako nástroj při nulových úrokových sazbách: případ ČR**
  (http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/vyzkum/vyzkum_publikace/rpn/download/rpn_3_2014_cz.pdf)