

Měnová politika ČNB na cestě k normálu

Tomáš Holub

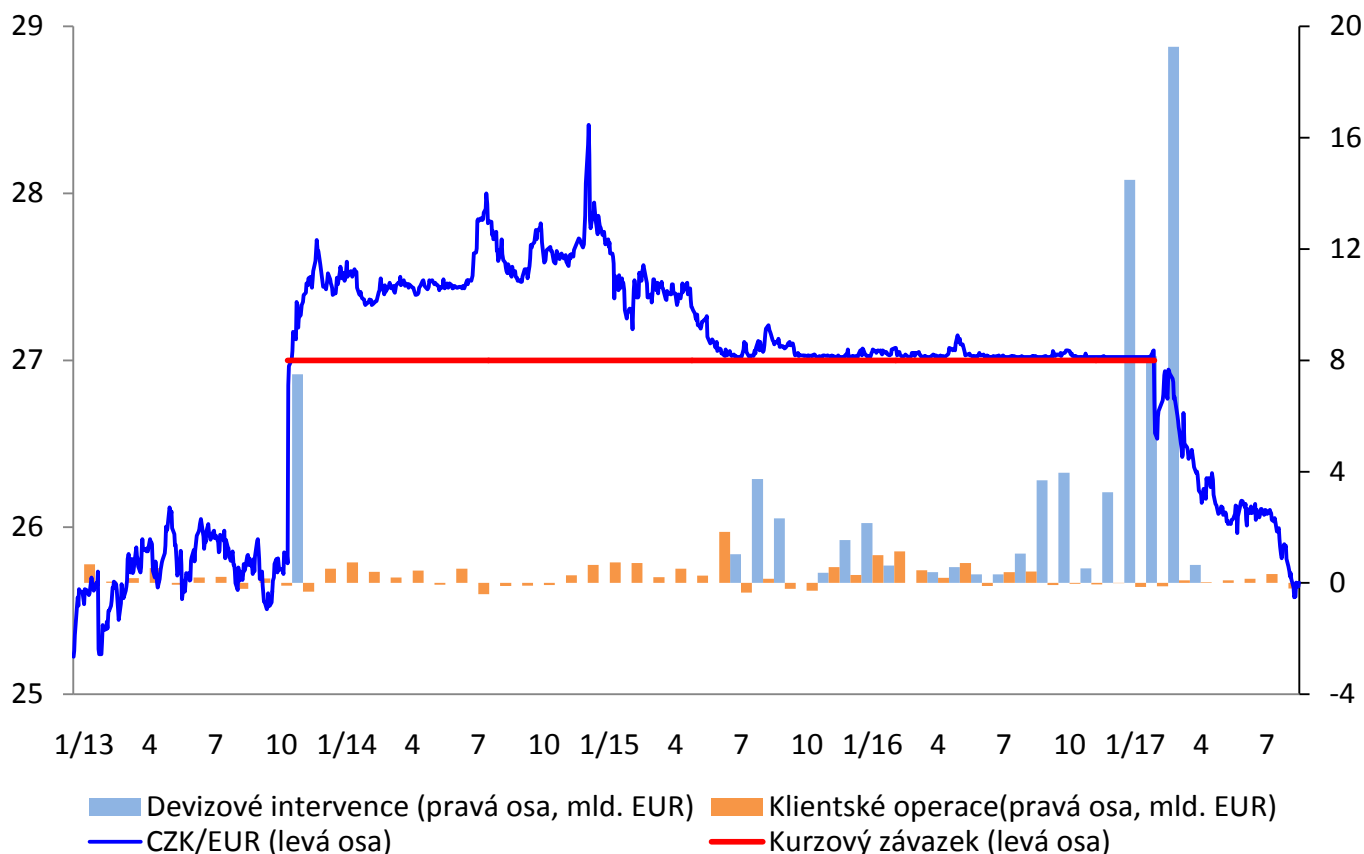
ředitel sekce měnové ČNB

Seminář FRSA Advisory s.r.o.
na půdě ČBA, Praha

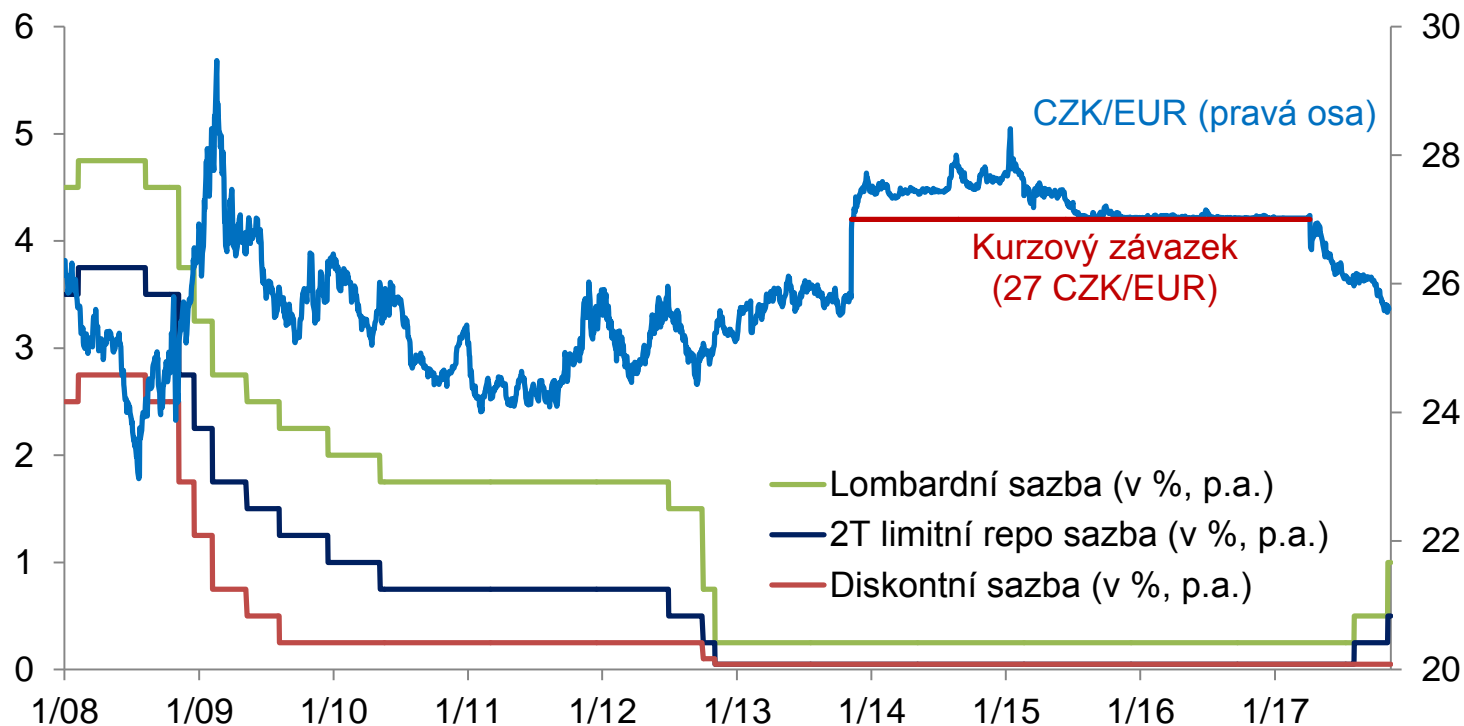
10.11.2017

Ukončení kurzového závazku a období po něm

- V listopadu 2013 bankovní rada ČNB ve snaze předejít deflaci nebo dlouhodobému podstřelování inflačního cíle zavedla kurzový závazek na úrovni 27 CZK/EUR.
- Ten byl opakovaně prodlužován v důsledku (zejména zahraničních) protiinflačních nákladových šoků, podařilo se tím ale odvrátit deflační rizika z domácí ekonomiky.
- V té době současně ČNB vyjádřila svou připravenost posunout kurzový závazek na slabší hodnotu kurzu, pokud by mělo dojít k systematickému poklesu v inflačních očekáváních (a následnému dopadu do nominálních veličin, zejména mezd).
- Intervence na obranu hladiny probíhaly automaticky, tj. bez nutnosti dalšího rozhodnutí bankovní rady, a byly časově i objemově neomezené.
- ČNB závazek opustila poté, co došlo k naplnění podmínek pro udržitelné plnění 2% inflačního cíle do budoucna.



- S přispěním intervencí v rozsahu 7,5 mld. eur v listopadu 2013 kurz oslabil o více než 5 % a následně se více než 1,5 roku nacházel nad úrovní 27 CZK/EUR bez přítomnosti ČNB na trhu.
- Počínaje červencem 2015 se pak kurz přimkl k hladině kurzového závazku (intervence za dobu trvání závazku činily 75 mld. eur).



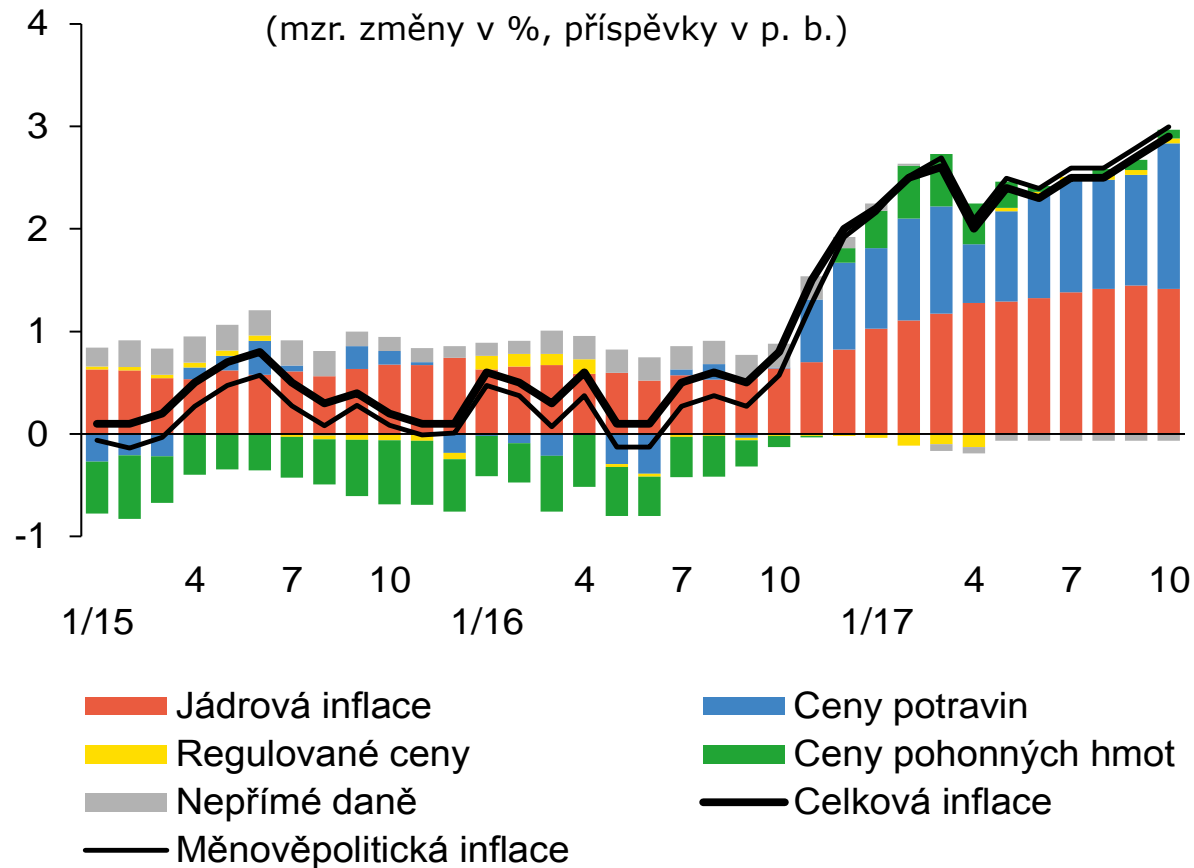
- Závazek byl ukončen 6. dubna 2017 poté, co bylo dosaženo podmínek pro udržitelné plnění 2% inflačního cíle.
- Ukončení závazku proběhlo hladce. Koruna od exitu pozvolna posiluje.
- Exit byl prvním krokem k „neutralizaci“ měnových podmínek. V srpnu jej následovalo první zvýšení úrokových sazeb ČNB od února 2008. V listopadu následovalo druhé zvýšení sazeb. 5

	g3	Tonner et al. (2015)	SCM	GSCM	Caselli (2017)	Nezávislé studie
Inflace CPI (2014)	1.2	1.2	0.1	0.2	0 - 0.5	0 - 1.5
Inflace CPI (2015)	1.8	1.5	0.6	0.8	0.5 - 1.0	0 - 1.5
Růst HDP (2014)	1.2	0.8	0.3	0.4		0 - 0.8
Růst HDP (2015)	0.6	1.2	1.7	1.8		0 - 0.5
Nezaměstnanost (2014)	-	-0.3	-0.2	-0.1		-1.0
Nezaměstnanost (2015)	-	-1.2	-0.6	-0.5		-1.8

Zdroj: Brůha, Tonner (2017): *An Exchange Rate Floor as an Instrument of Monetary Policy: An Ex-post Assessment of the Czech Experience*, CNB WP 4/2017

- Většina studií nachází kladný efekt na inflaci a ekonomický růst, odhadované dopady se nicméně liší a některé nejsou statisticky významné.
- Odhady představují spíše dolní hranici skutečných dopadů kurzového závazku (modely nezachycují potenciální efekty dluhovo-deflační spirály).

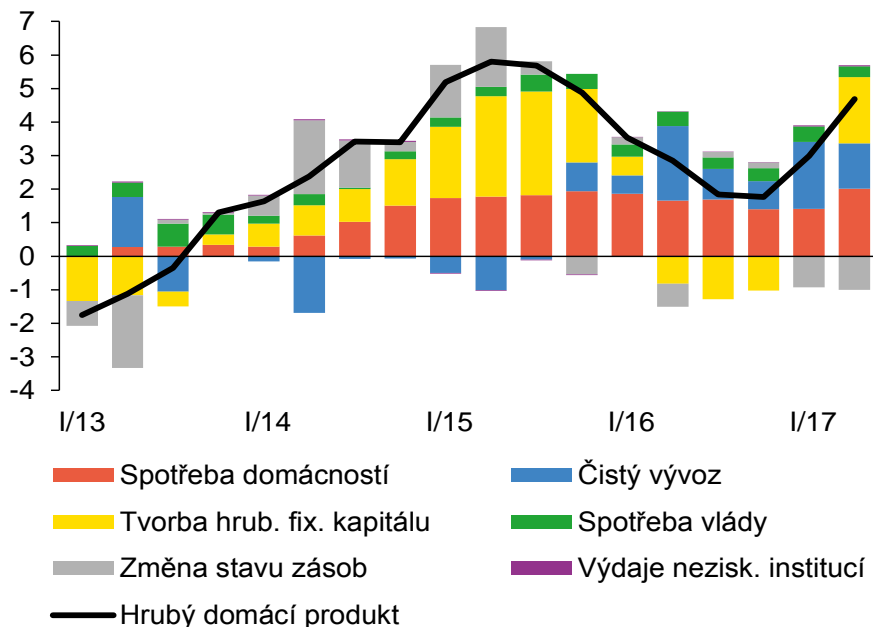
Současná ekonomická situace



- Letošní nárůst inflace (v říjnu na 2,9 %) je tažen zvýšenou jádrovou inflací a pokračující silnou dynamikou cen potravin.
- Jádrová inflace vzrostla zejména vlivem zvýšené dynamiky cen neobchodovatelných statků v podmínkách zrychleného růstu domácí ekonomiky a mezd.

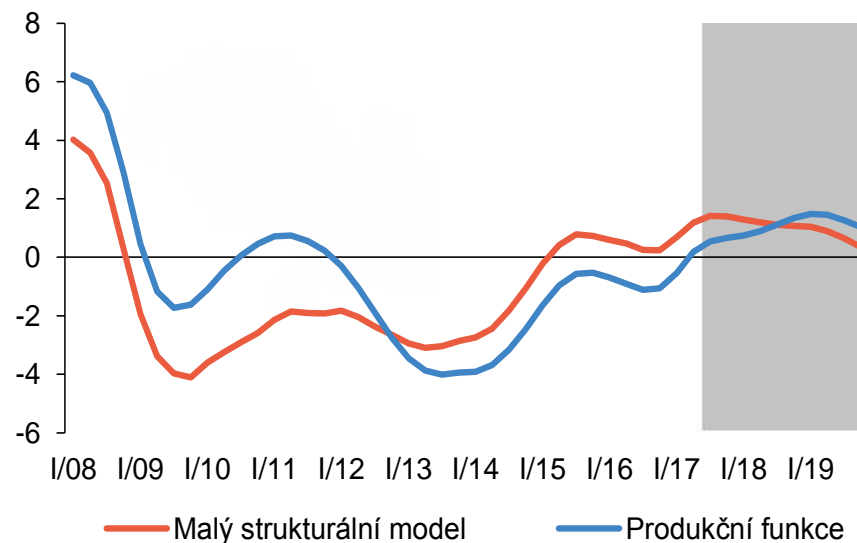
Struktura růstu HDP

(mzr. změny v %, příspěvky v p. b., sezonně očištěno)



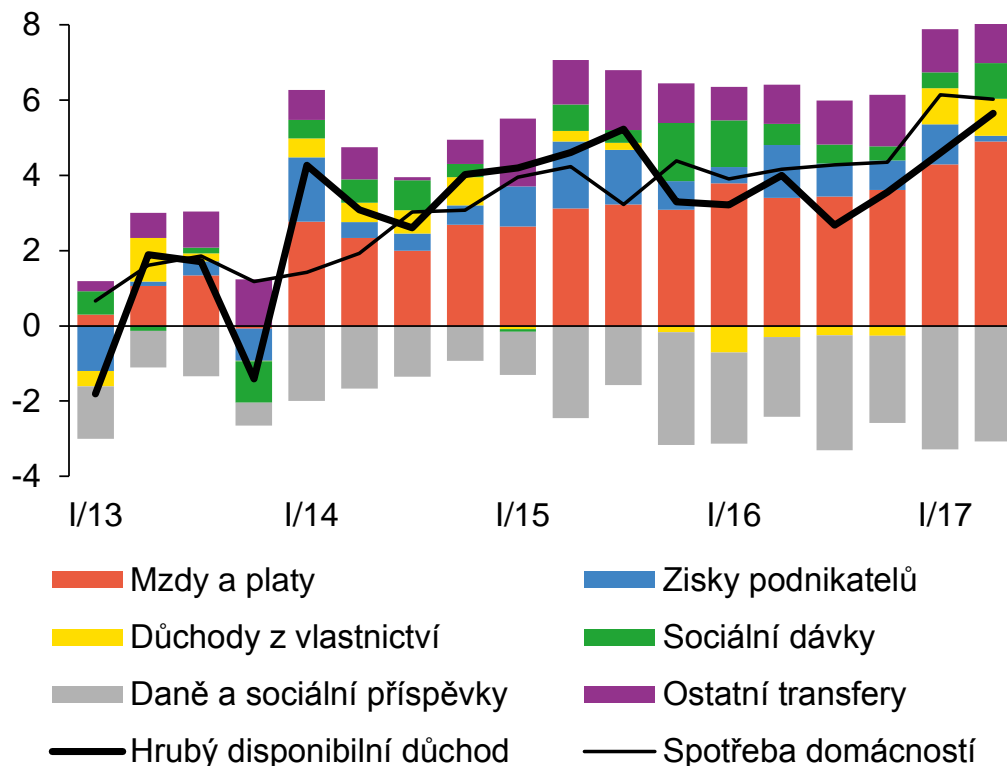
Mezera výstupu

(v % z potenciálního produktu)

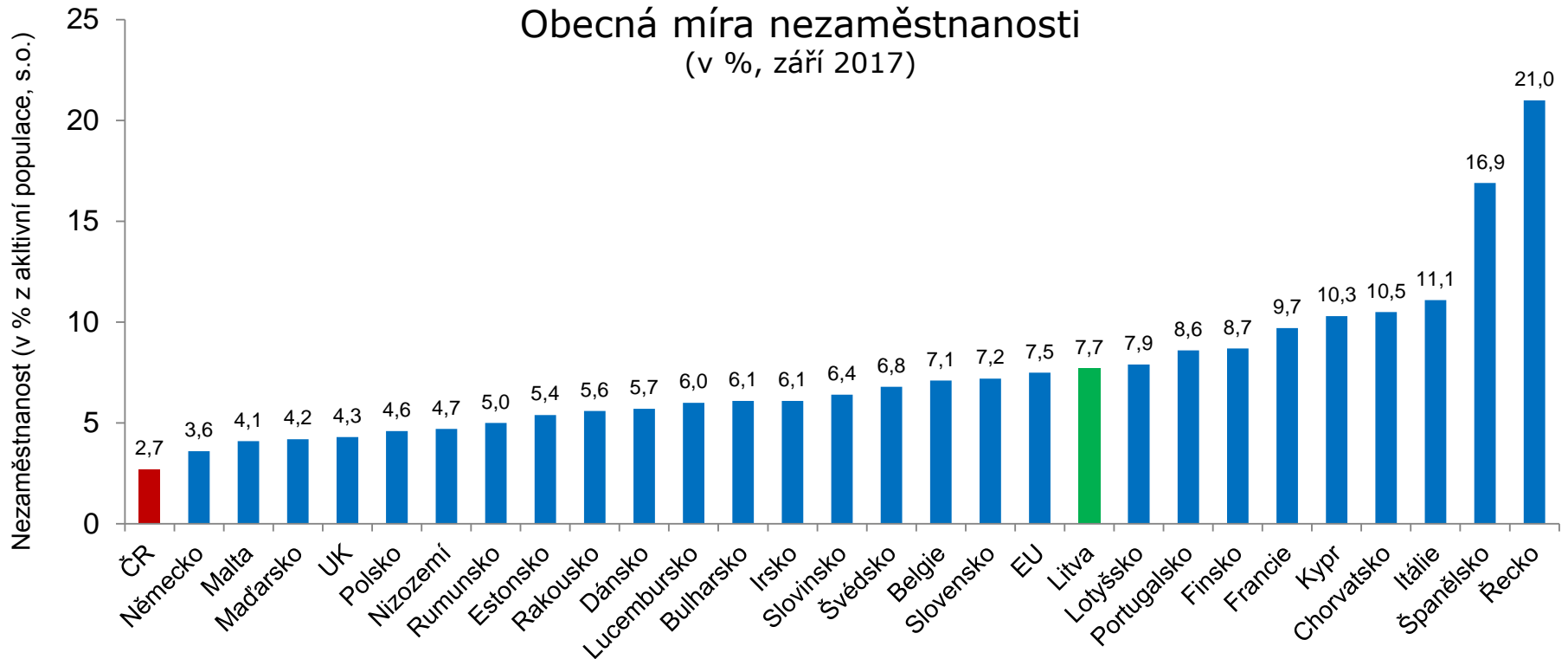


- Růst české ekonomiky ve 2Q 2017 dále zřetelně zrychlil, zejména díky vývoji spotřeby domácností a investic.
- Předchozí dlouhotrvající ekonomický útlum tak již zcela odezněl a česká ekonomika nyní operuje nad svým potenciálem.

(mzr. v %, příspěvky v procentních bodech, běžné ceny, sezonně neočištěno)



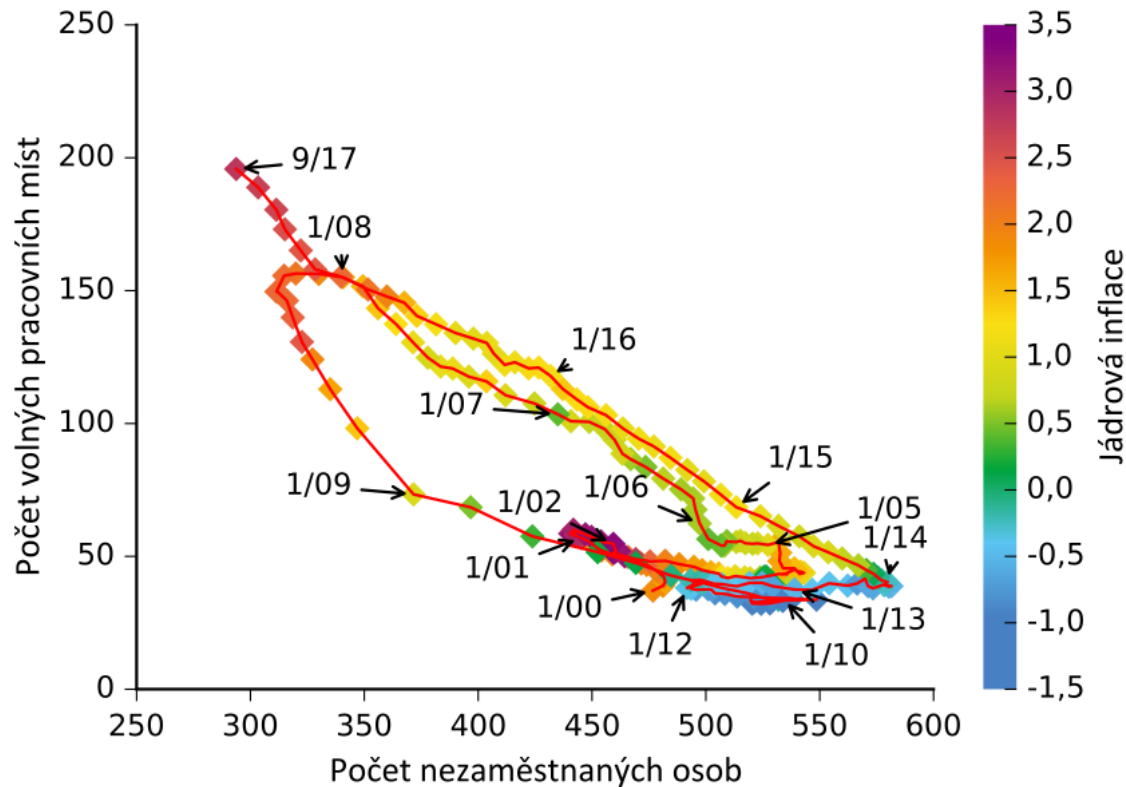
- K setrvalému růstu disponibilního důchodu přispívá nejvíce zvyšující se dynamika objemu mezd a platů v prostředí silného trhu práce.
- Růst spotřeby domácností vedle toho odráží i expanzivní fiskální politiku a stále nízké úrokové sazby.



Zdroj: Eurostat

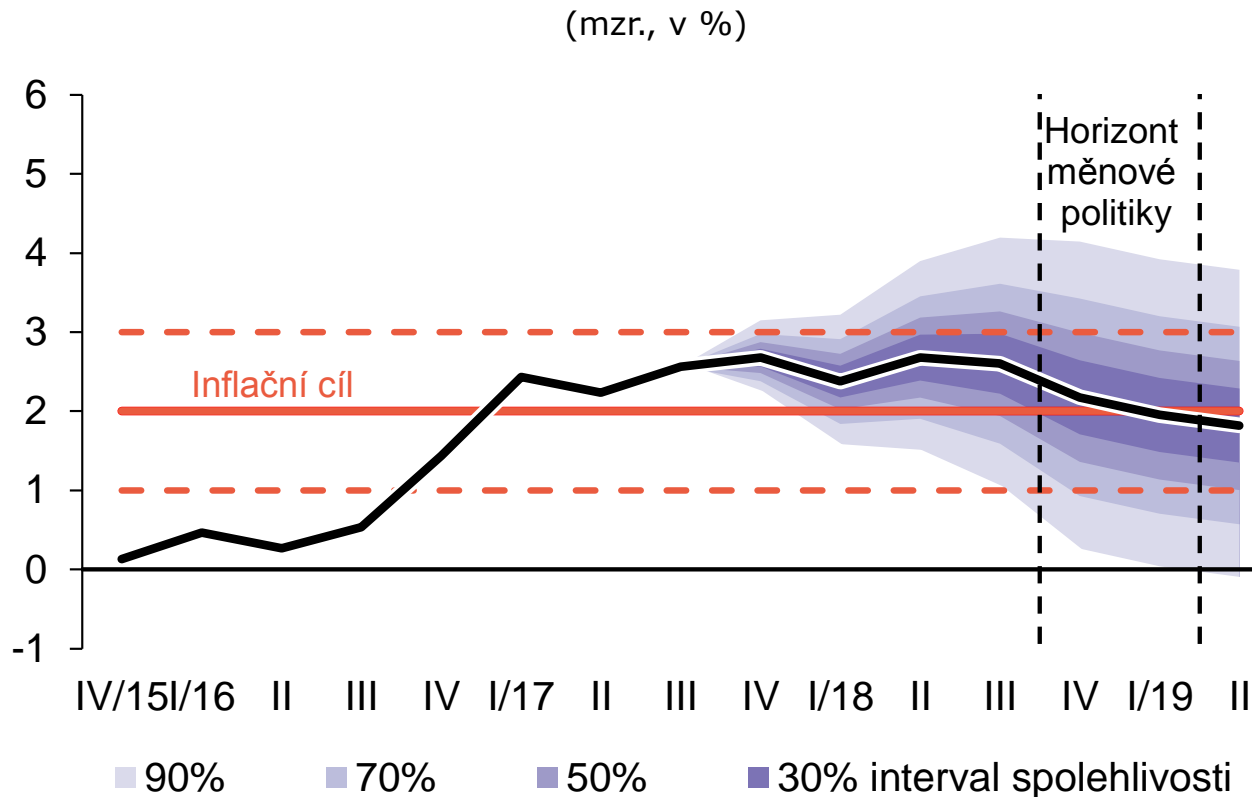
Řecko červencové, Maďarsko a Estonsko srpnové údaje

- Pokračující ekonomický růst se na trhu práce projevuje:
 - trvale rostoucí zaměstnaností a rekordně nízkou nezaměstnaností
 - zrychlujícím růstem nominálních mezd (na 7,7 % 2Q)
- Obecná míra nezaměstnanosti v České republice je nejnižší v rámci celé EU.



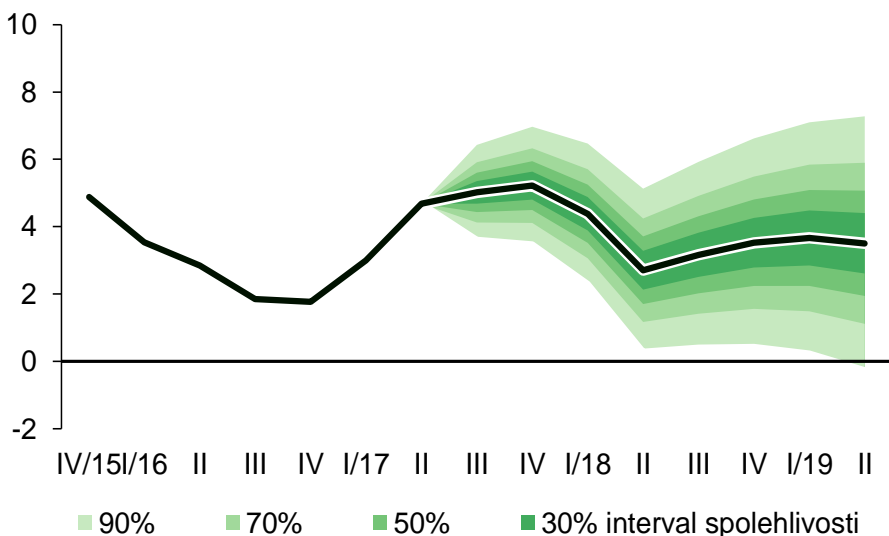
- Dlouhodobé snižování počtu nezaměstnaných i nárůst počtu volných pracovních míst pokračovaly také ve třetím čtvrtletí.
- Pohledem Beveridgeovy křivky vidíme nižší počet nezaměstnaných, výrazně vyšší počet volných pracovních míst a vyšší jádrovou inflaci, než tomu bylo na vrcholu předchozího ekonomického cyklu v roce 2008.

Nová prognóza ČNB (Zpráva o inflaci IV/2017)

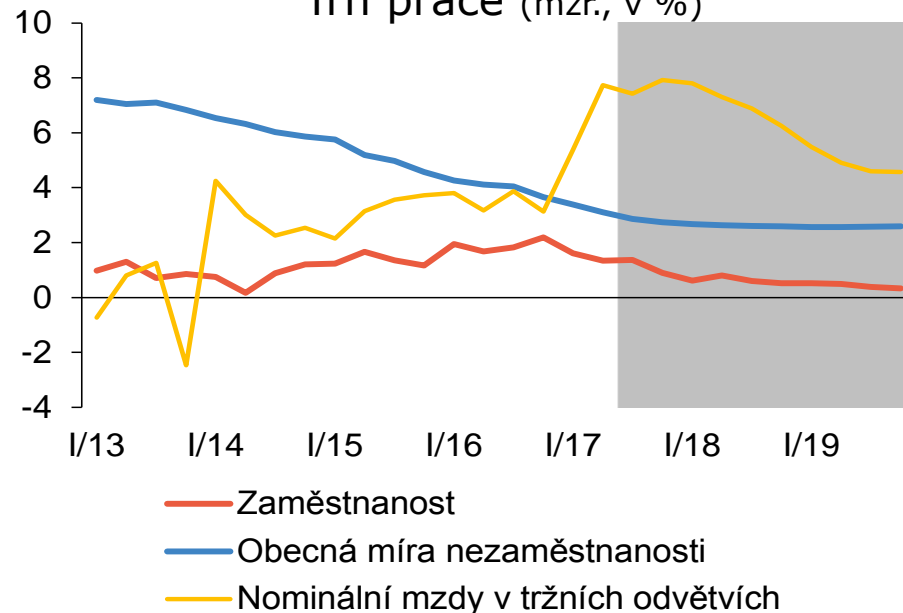


- Celková inflace setrvává i po většinu roku 2018 nad 2% cílem (nicméně v rámci tolerančního pásma), na horizontu měnové politiky se bude pohybovat v blízkosti cíle.
- MP inflace se bude nacházet v těsné blízkosti celkové inflace.

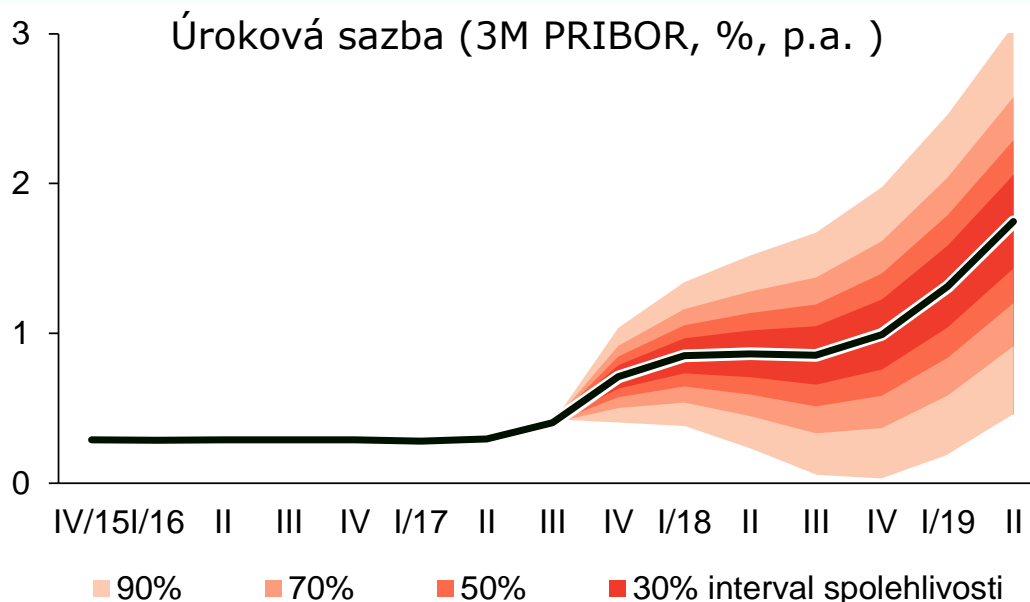
HDP (mzr., v %)



Trh práce (mzr., v %)

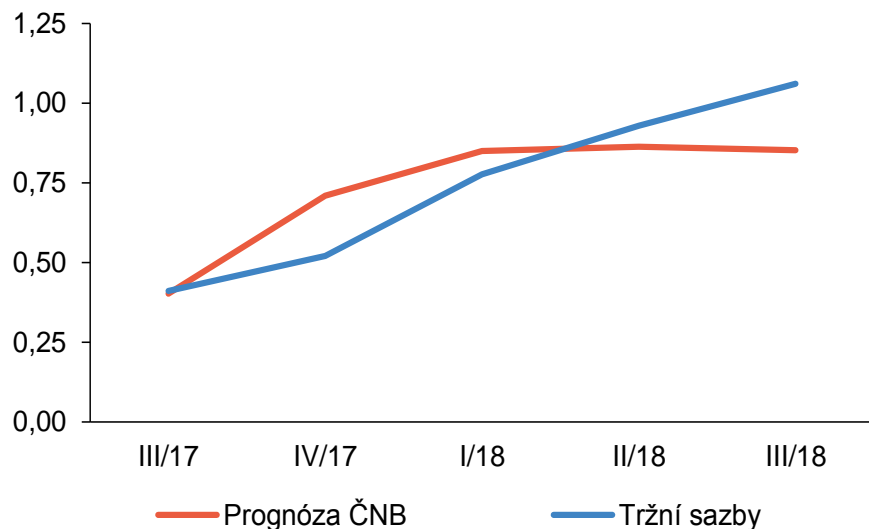


- Růst HDP zrychlí na 4,5 % v letošním roce a poté v následujících dvou letech zvolní v průměru lehce nad 3 %.
- Růst bude tažen především robustním vývojem spotřeby domácností a oživeným růstem investic (obnovené čerpání EU fondů ve vládním sektoru). Naopak aktuálně kladný příspěvek čistého vývozu postupně odezní.
- Růst ek. aktivity se projeví v dále rostoucím napětí na trhu práce, které bude tlačit na další zvýšení mzdové dynamiky.



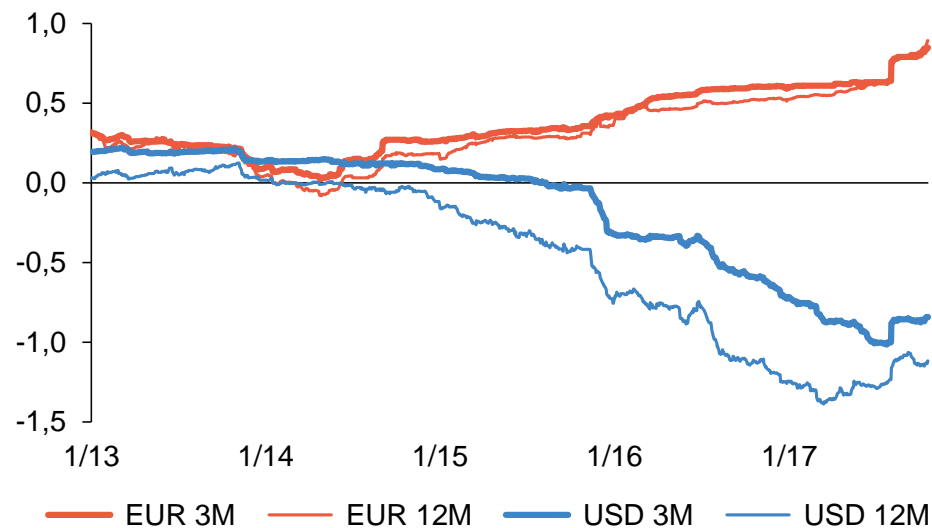
- S prognózou je konzistentní pokračující růst domácích tržních úrokových sazeb.
- Kurz koruny vůči euru dle prognózy dále posílí, k tomu přispěje:
 - kladný úrokový diferenciál vůči eurozóně
 - pokračující nákupy aktiv ze strany ECB
 - pokračující reálná konvergence české ekonomiky k zemím eurozóny ($\approx 1,5$ % ročně)
- Posilování koruny ale může být nadále výrazně tlumeno tzv. překoupeností trhu, kterou prognóza zohledňuje jen částečně.

Sazby FRA (v %)



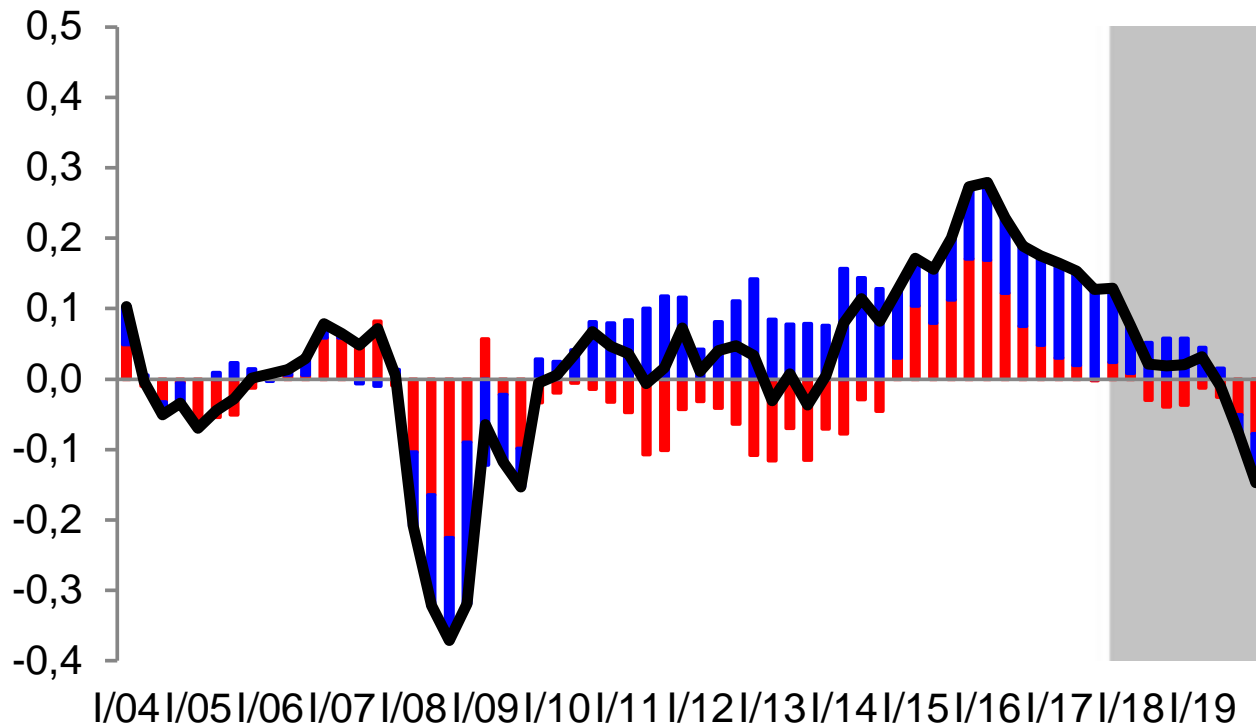
Tržní sazby: pro III/17 a IV/17 3M PRIBOR, pro I/18 až III/18 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních dní k 20. říjnu 2017.

Úrokové diferenciály (v p.b.)



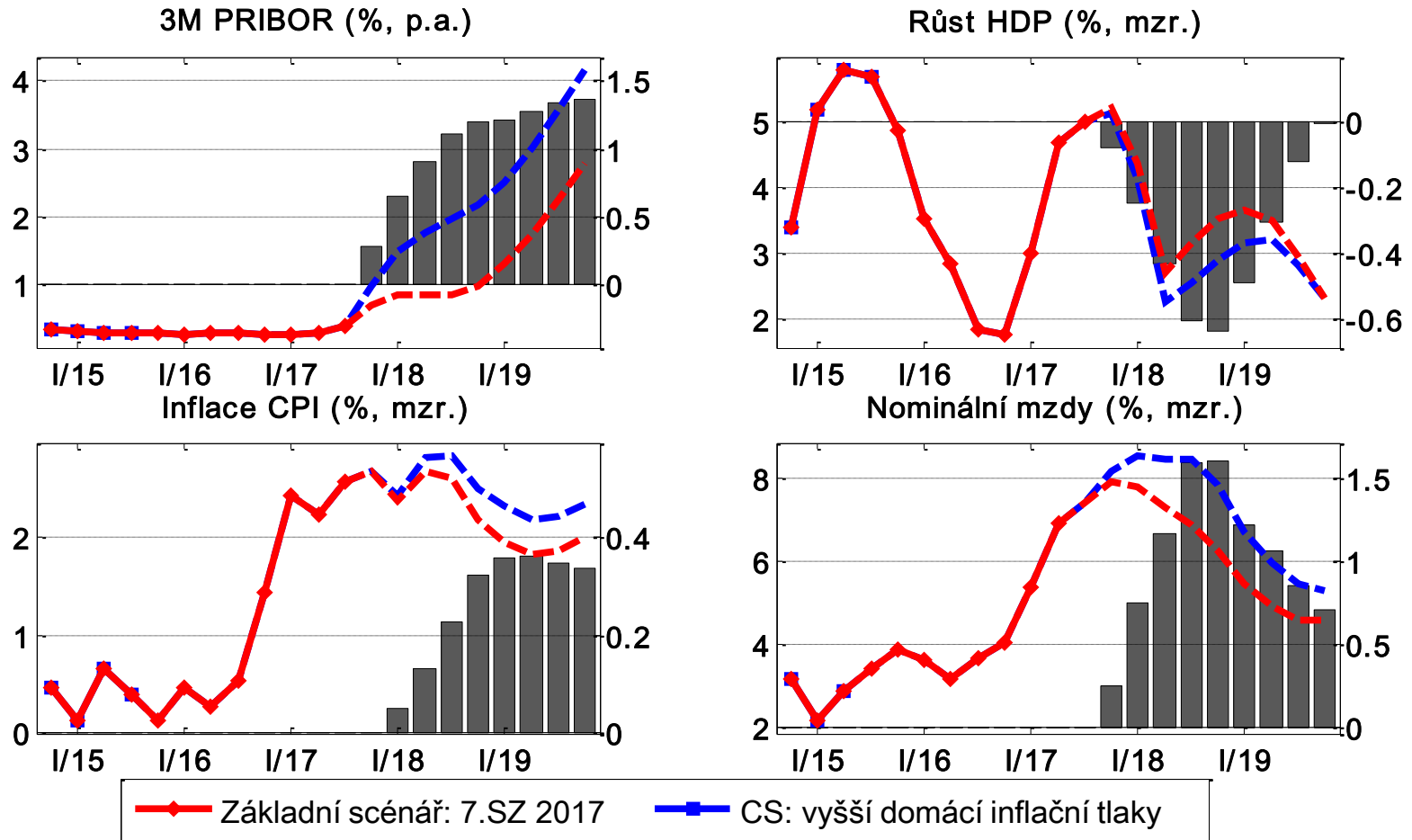
- V horizontu jednoho roku je prognóza tržních úrokových sazeb z pera ČNB v souladu s jejich tržním výhledem.
- Kladný úrokový diferenciál koruny vůči euru se v důsledku zvyšování sazeb ČNB posunul výše, jeho záporná hodnota oproti dolaru se zmírnila.

(kladné hodnoty odpovídají uvolněným měnovým podmínkám a naopak)



■ Kurzová složka ■ Úroková složka — Základní RMCI

- Prognóza očekává, že část posunu měnových podmínek k jejich neutrálnímu nastavení bude nadále přicházet skrze posílení kurzu.
- Zbylou část zajistí postupné zvyšování úrokových sazeb.



- Scénář předpokládá výraznější zesílení napětí na trhu práce, které vyústí do rychlejší mzdové dynamiky, a to i v delším období.
- Ke zmírnění výraznějších domácích inflačních tlaků je třeba větší zpřísnění měnových podmínek v obou složkách.

www.cnb.cz

Tomáš Holub
ředitel sekce měnové
Tomas.Holub@cnb.cz