

# Měnová politika České národní banky v období nulových úrokových sazeb

Luboš Komárek

Ostrava, 18. listopadu 2014

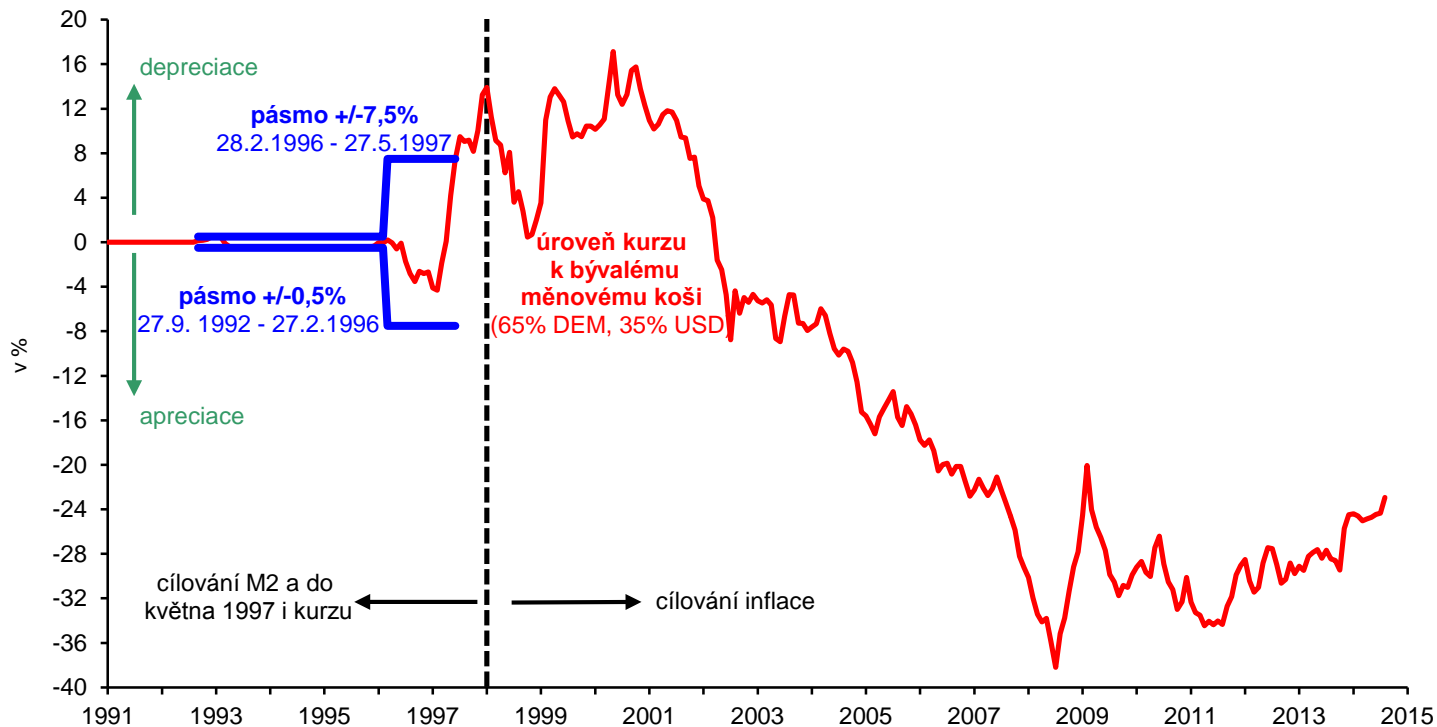
- Před listopadem 2013 Česká národní banka (ČNB) používala k uvolnění měnových podmínek své standardní nástroje. Základní měnověpolitická úroková sazba byla postupně snižována, až na podzim 2012 dosáhla tzv. „technické nuly“.
- Ve snaze zamezit dlouhodobému podstřelování inflačního cíle a zároveň urychlit 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.
- ČNB je rozhodnuta intervenovat na devizovém trhu v takovém objemu a po tak dlouhou dobu, jak bude třeba k dosažení požadované hodnoty měnového kurzu a tím k plnění jejího inflačního cíle v budoucnu.

- I. Historie měnové politiky ČNB
- II. Rizika a dopady deflace
- III. Rozhodování v listopadu 2013
- IV. Role měnového kurzu
- V. Vyhodnocení v listopadu 2014
- VI. Reakce mezinárodních institucí
- VII. Aktuální prognóza ČNB
- VIII. Shrnutí a závěry

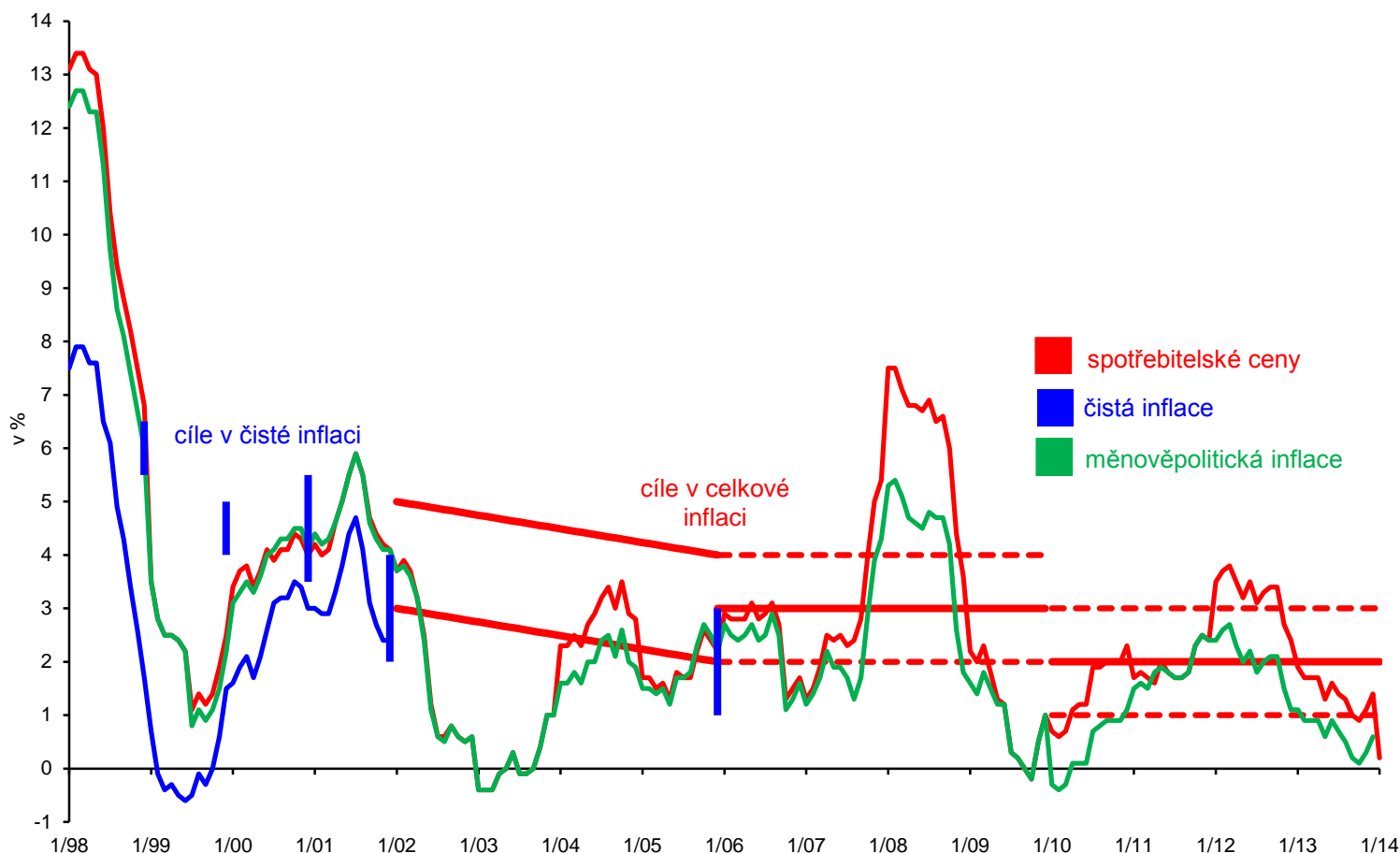
- Cíl měnové politiky ČNB stanoven:
  - v Ústavě České republiky
  - v Zákonu o České národní bance



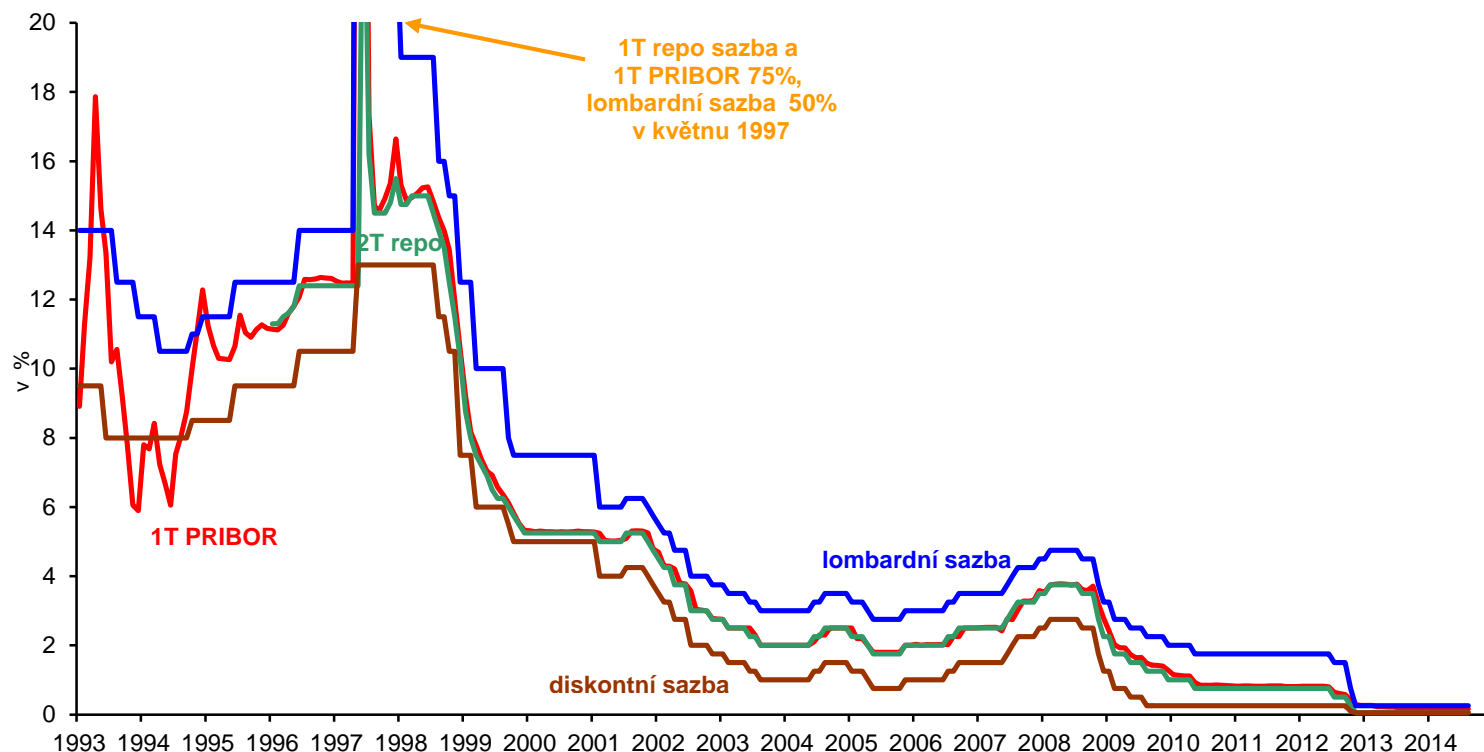
- ČNB je především povinna dbát o cenovou stabilitu (od r. 2001) a rovněž dbát o finanční stabilitu (od r. 2013).
- ČNB rovněž podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády ČR vedoucí k udržitelnému ekonomickému růstu.
  - pokud tento cíl není v rozporu s hlavním cílem ČNB
  - ČNB je v uskutečňování měnové politiky zcela nezávislá



- 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.



- 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.



- Dezinflační proces vedl k poklesu sazeb na historicky nízkou úroveň; inflační očekávání byla pevně ukotvená.
- Nízká hladina úrokových sazeb rovněž znamenala nezáměr o úvěry poskytnuté v cizí měně (rovněž vlivem dlouhodobé apreciace koruny).
- Základní měnověpolitická sazba od listopadu 2012 na úrovni „technické nuly“ 0,05 %.

- I. Historie měnové politiky ČNB
- II. Rizika a dopady deflace
- III. Rozhodování v listopadu 2013
- IV. Role měnového kurzu
- V. Vyhodnocení v listopadu 2014
- VI. Reakce mezinárodních institucí
- VII. Aktuální prognóza ČNB
- VIII. Shrnutí a závěry



- 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

- **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;

- „Velká deprese“ ve 30. letech
- Dvě dekády deflačního vývoje v Japonsku
- Východní Německo po sjednocení
- Země jižního křídla eurozóny
  - Sympóziium 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 rok upozorňuje na nebezpečí velmi nízké inflace ve vyspělých zemích, zejména v eurozóně

- I. Historie měnové politiky ČNB
- II. Rizika a dopady deflace
- III. Rozhodování v listopadu 2013
- IV. Role měnového kurzu
- V. Vyhodnocení v listopadu 2014
- VI. Reakce mezinárodních institucí
- VII. Aktuální prognóza ČNB
- VIII. Shrnutí a závěry



Základní scénář

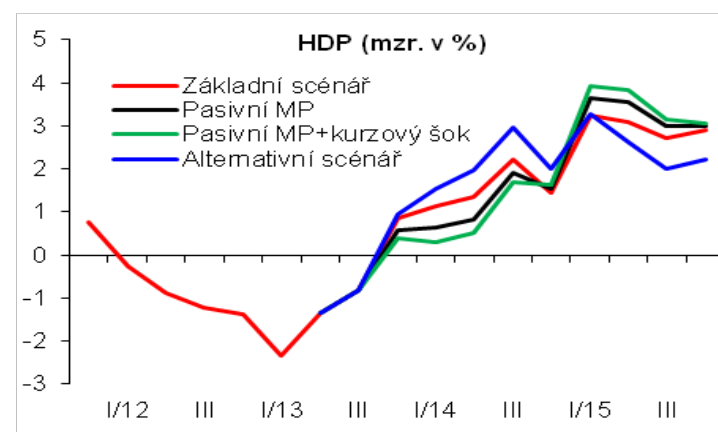
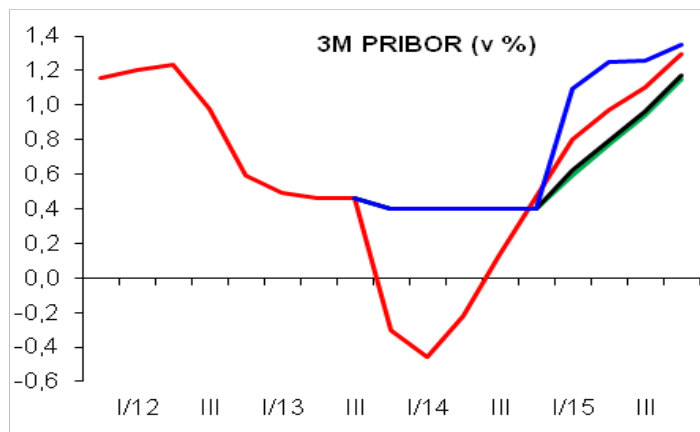
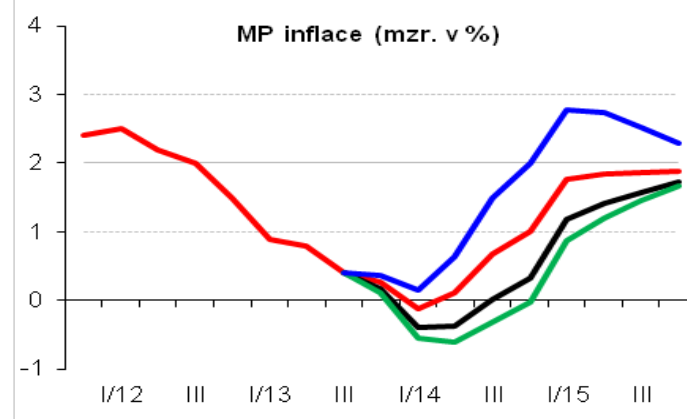
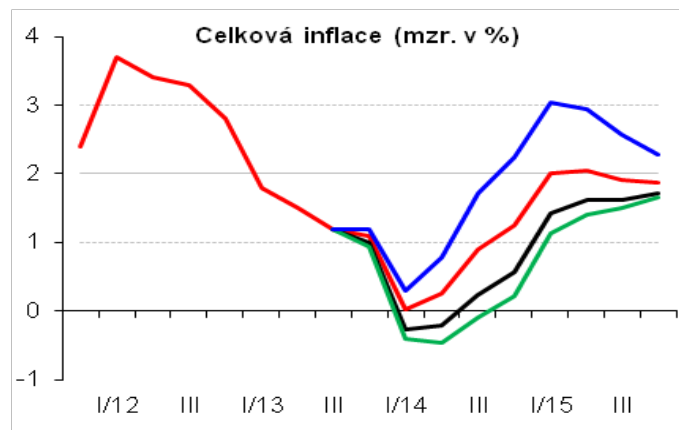
Pasivita MP

Aktivita MP

Využití měnového kurzu

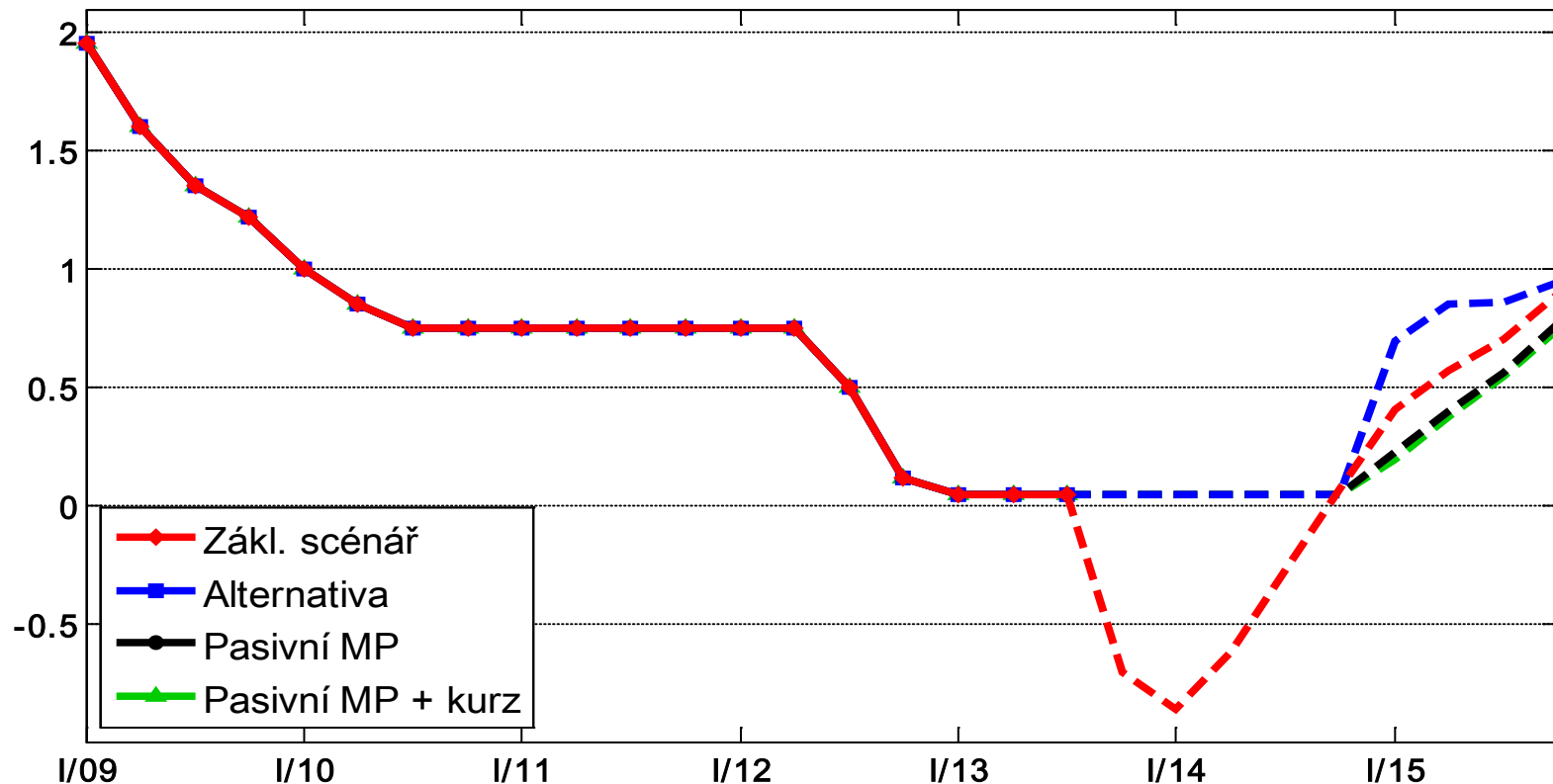
Další teoretické možnosti

- (i) Forward guidance
- (ii) Negativní úrokové sazby
- (iii) Kvantitativní uvolňování
- (iv) Kvalitativní uvolňování
- (v) Cílování cenové hladiny



- 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

2T repo sazba (v %)

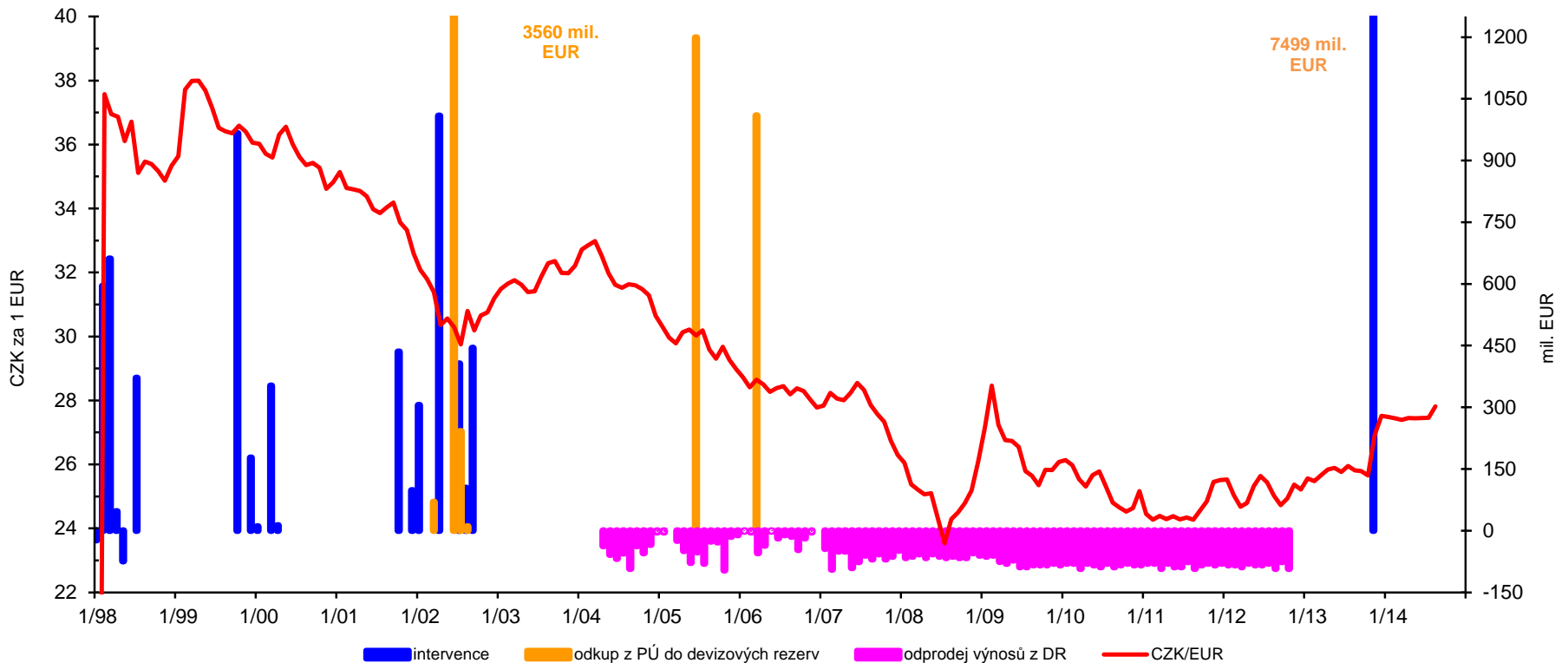


- Alternativní scénář předpokládal opuštění ZLB v 1. čtvrtletí roku 2015, se znalostí dnešních informací k němu dojde později (na posledním MP zasedání na počátku listopadu 2014 potvrdila BR používání kurzu jako nástroje měnové politiky nejméně do roku 2016; je třeba se vyvarovat předčasného exitu; průsak kurzu do cen může být slabší; ekonomická situace se může změnit, atd.)

- I. Historie měnové politiky ČNB
- II. Rizika a dopady deflace
- III. Rozhodování v listopadu 2013
- IV. Role měnového kurzu
- V. Vyhodnocení v listopadu 2014
- VI. Reakce mezinárodních institucí
- VII. Aktuální prognóza ČNB
- VIII. Shrnutí a závěry

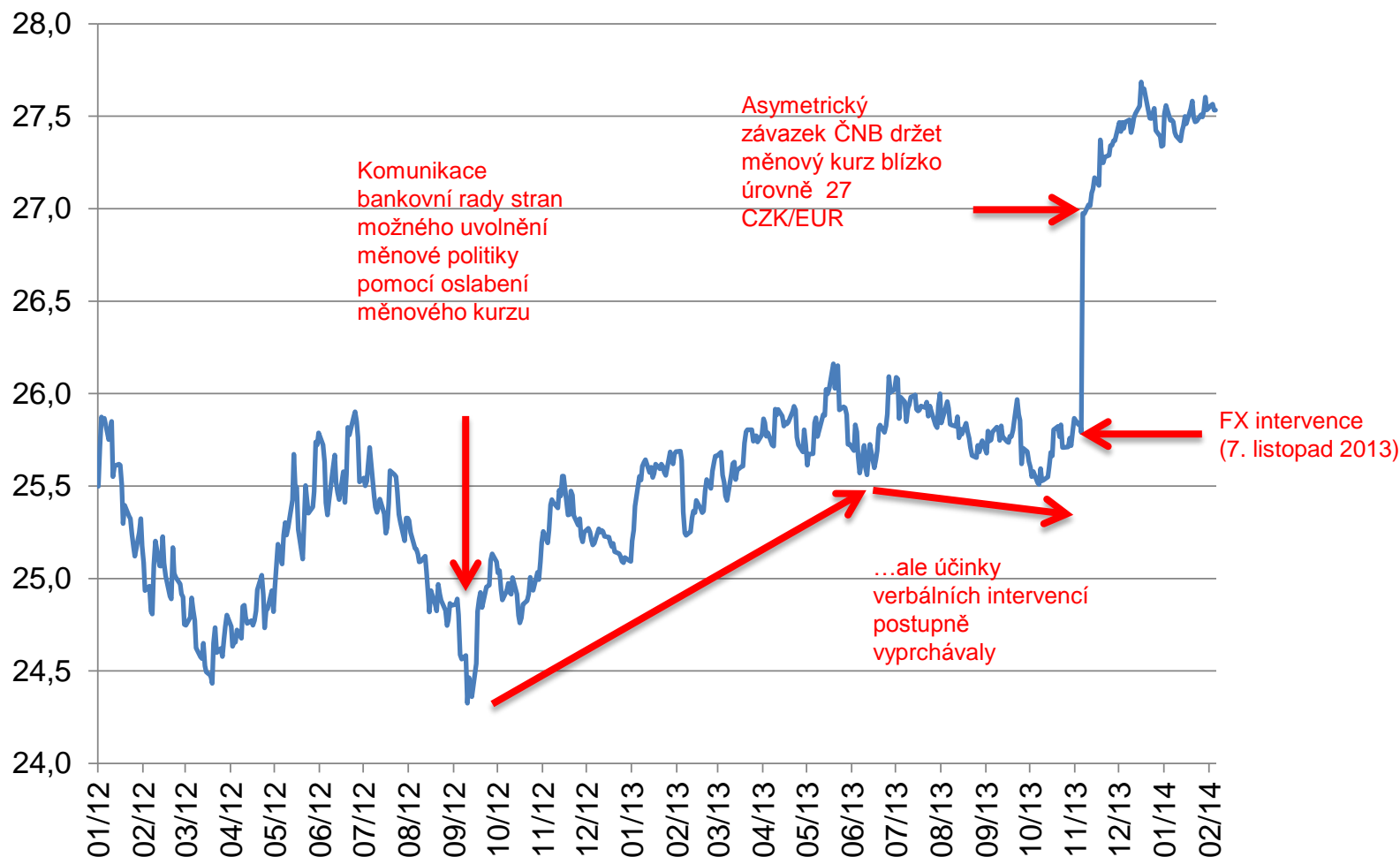


# IV. Role měnového kurzu: Intervence ČNB



- V listopadu 2012 byl zastaven prodej výnosů z devizových rezerv, aby se zabránilo možnému konfliktu s implementací měnové politiky v případě zahájení devizových intervencí k oslabení koruny
- ČNB neprováděla žádné intervence od konce roku 2002 do 7. listopadu 2013, kdy bankovní rada rozhodla o používání měnového kurzu jako dalšího nástroje k uvolňování měnových podmínek

# IV. Role měnového kurzu: vývoj po dosažení ZLB



- Po oznámení bankovní rady na tiskové konferenci 7. listopadu 2013 o zahájení devizových intervencí a o používání měnového kurzu k dalšímu uvolňování měnových podmínek měnový kurz okamžitě oslabil na požadovanou hladinu 27 CZK/EUR

- I. Historie měnové politiky ČNB
- II. Rizika a dopady deflace
- III. Rozhodování v listopadu 2013
- IV. Role měnového kurzu
- V. Vyhodnocení v listopadu 2014
- VI. Reakce mezinárodních institucí
- VII. Aktuální prognóza ČNB
- VIII. Shrnutí a závěry



- V letech 2012-2013 působila proti růstu HDP zahraniční poptávka, domácí konsolidace vládních rozpočtů i velmi slabý sentiment domácností a firem.
- Uvolněné měnové podmínky ekonomiku podporovaly, ale ne dostatečně. Navíc hrozilo, že při nečinnosti ČNB by se mohly otočit do opačného směru (pokles inflačních očekávání a růst reálných sazeb, posílení kurzu koruny).

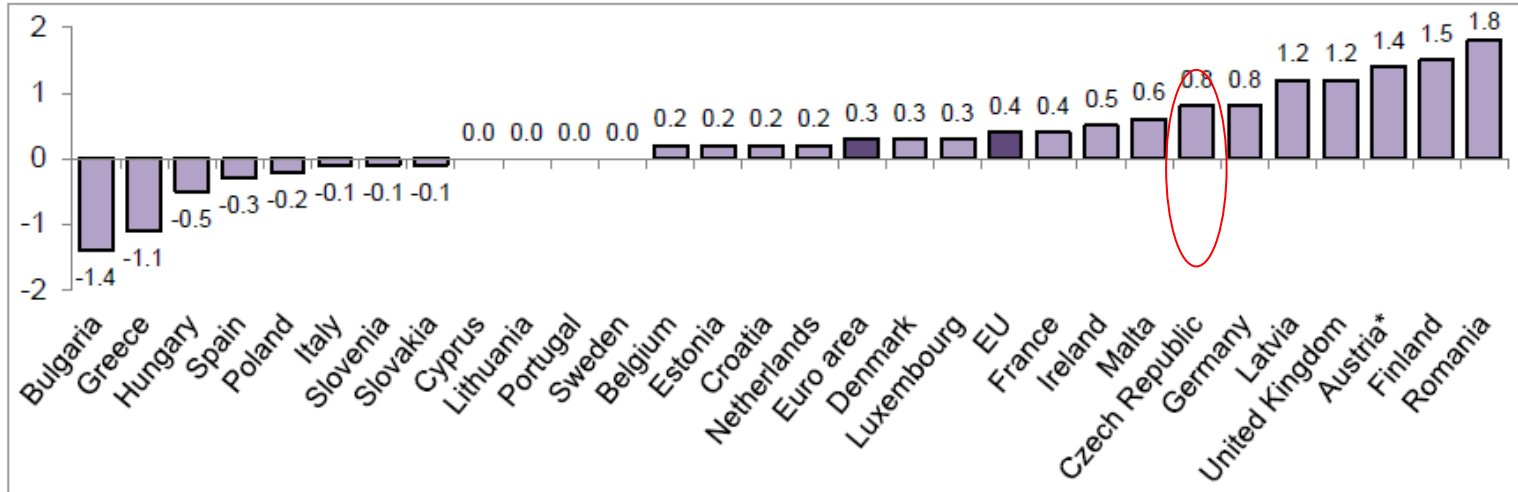


- Nyní podporují růst ekonomiky prakticky všechny faktory.
- U měnových podmínek to platí díky opatření ČNB ve výrazně zvýšené míře.
- Pozitivní vliv zahraniční poptávky naopak od 2. čtvrtletí letošního roku „zadržává“ vlivem zhoršení situace zejména v Německu.
- Mírně kladný příspěvek fiskální politiky bude spojen zejména s EU fondy.

	meziročně v %			
	Dostupné k 7.11.2013		Dostupné k 6.11.2014	
Hrubý domácí produkt (s.o.)	II/13	-1,3	II/14	2,5
Výdaje domácností na konečnou spotřebu (s.o.)	II/13	0,0	II/14	1,9
Tvorba hrubého kapitálu (s.o.)	II/13	-14,0	II/14	6,3
Index spotřebitelských cen	9/13	1,0	9/14	0,7
Měnověpolitická inflace	9/13	0,2	9/14	0,6
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let (s.o., v %)	III/13	7,1	III/14	6,0
Zaměstnanost	III/13	0,7	III/14	0,8
Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře	II/13	1,1	II/14	2,5
Počet volných pracovních míst	9/13	39 040	9/14	56 600
Hrubý provozní přebytek nefinančních podniků	II/13	1,3	II/14	13,4
Souhrnný indikátor důvěry (index)	10/13	88,9	10/14	94,1
Tržby v maloobchodě vč. motoristického segmentu (s.o.)	9/13	0,3	9/14	4,4

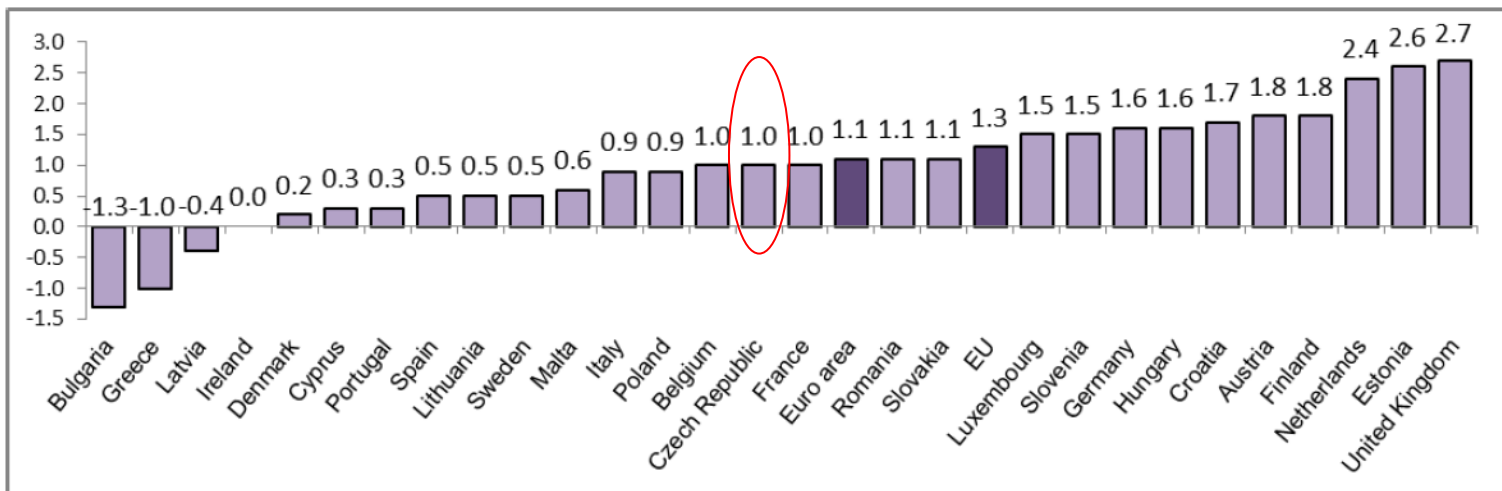
- Klíčové ukazatele se letos vyvíjejí podstatně lépe než do listopadu 2013. Ekonomika se odpoutala od hrany deflace. HDP zřetelně roste, což se příznivě projevuje na trhu práce a ve zvýšené důvěře domácností i firem.
- Makroekonomické údaje tak ukazují, že oslabení kurzu splnilo svůj účel.

## Míra inflace (meziročně v %) – září 2014



\* Data for Austria are provisional.

## Míra inflace (meziročně v %) – září 2013



- I. Historie měnové politiky ČNB
- II. Rizika a dopady deflace
- III. Rozhodování v listopadu 2013
- IV. Role měnového kurzu
- V. Vyhodnocení v listopadu 2014
- VI. Reakce mezinárodních institucí
- VII. Aktuální prognóza ČNB
- VIII. Shrnutí a závěry



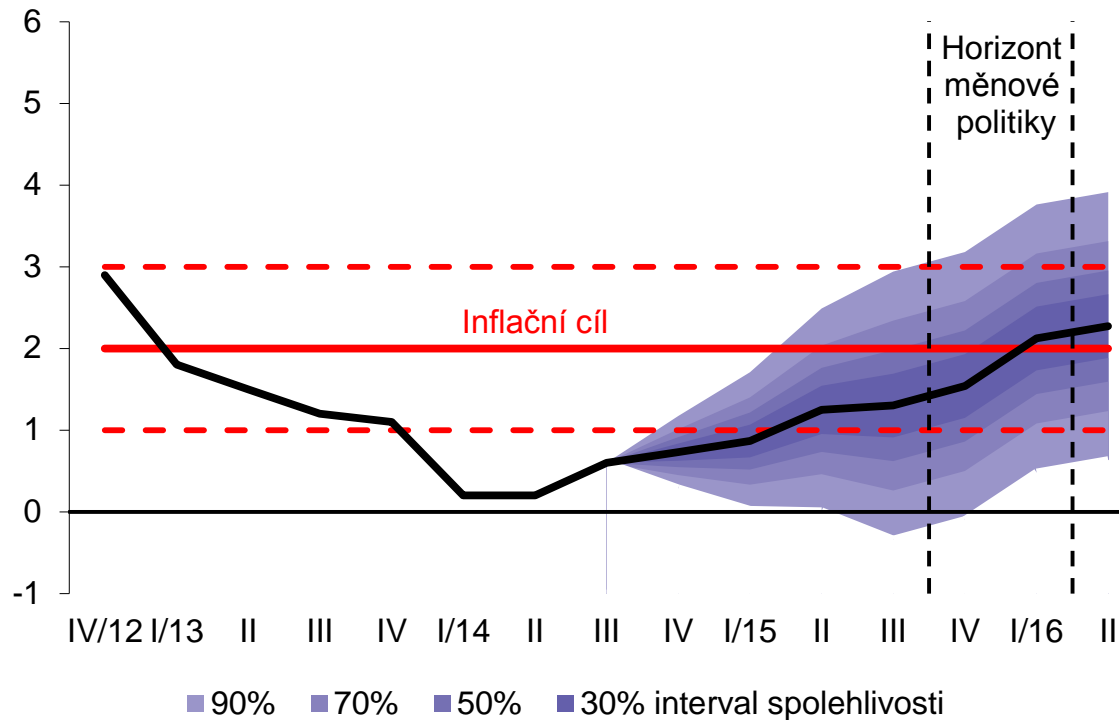
### Vyjádření MMF a OECD ohledně intervencí

- *“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**.*

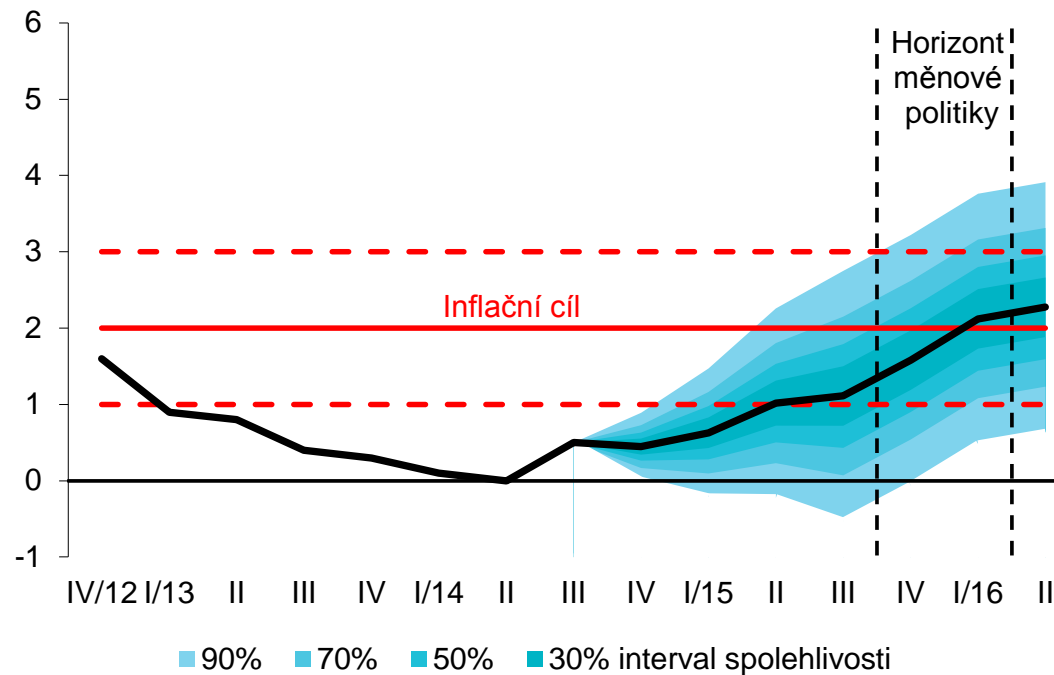
- **IMF, Article IV Staff Report, září 2014**

*Staff's assessment is that the real exchange rate is broadly in line with fundamentals. Estimates based on the EBA methodology yield mixed results for the Czech Republic. Specifically, the Current Account Balance approach suggests that the current account deficit is still somewhat wider than the cyclically-adjusted norm of 0.4 percent of GDP deficit, indicating an overvaluation of about 5 percent in 2013. Benchmarked against the 2 percent of GDP deficit that would stabilize the net foreign asset position, the 2013 outturn suggests a very slight undervaluation. While the multilateral REER approach finds an 18 percent overvaluation, this appears too high in view of the current account-based assessment, and needs to be treated with caution as it may not capture factors such as an initial undervaluation, and rapid quality and productivity improvements. Other considerations also point to the absence of evident imbalances in the external position or of significant shortcomings in non-price competitiveness indicators. Overall, staff assesses the exchange rate to be in broad equilibrium, and the confidence level of this assessment has increased with the koruna now 6 percent weaker than the 2013 average."*

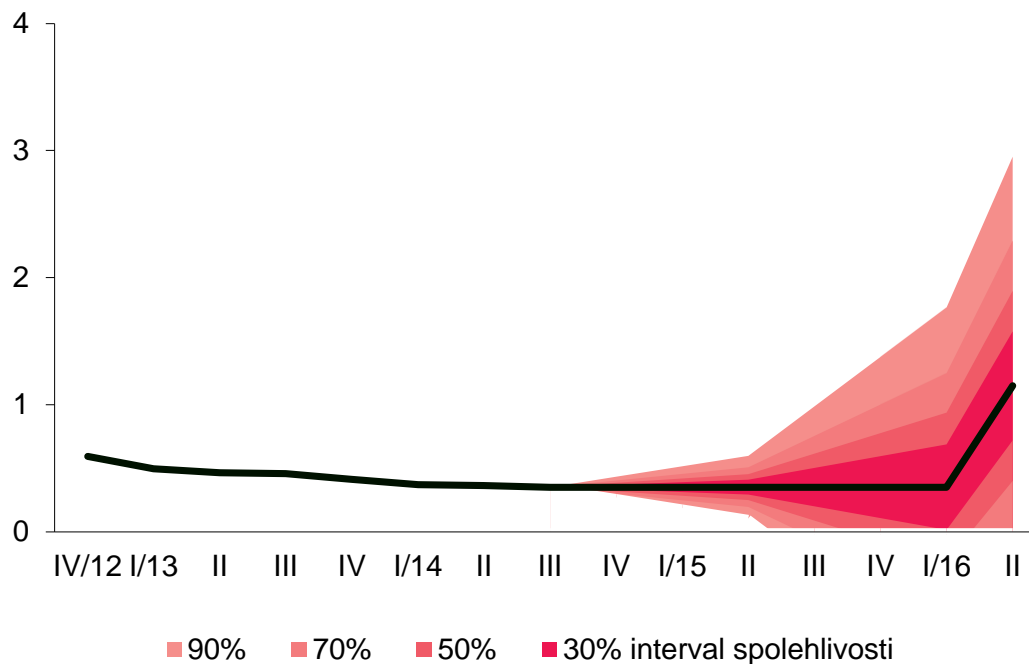
- I. Historie měnové politiky ČNB
- II. Rizika a dopady deflace
- III. Rozhodování v listopadu 2013
- IV. Role měnového kurzu
- V. Vyhodnocení v listopadu 2014
- VI. Reakce mezinárodních institucí
- VII. Aktuální prognóza ČNB
- VIII. Shrnutí a závěry



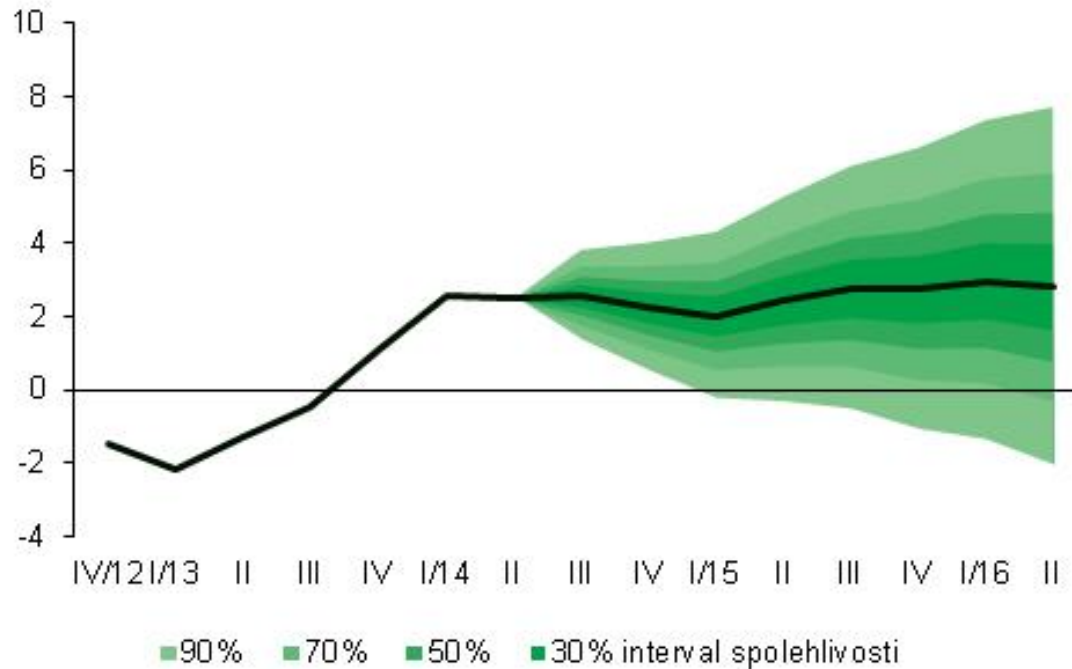
- Celková inflace se bude zvyšovat směrem k cíli, ke konci horizontu měnové politiky se dostane lehce nad něj



- Měnověpolitická inflace se zvýší do blízkosti cíle



- Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do prvního čtvrtletí 2016



- HDP poroste meziročním tempem 2-3 % zejména díky zvyšující se zahraniční poptávce, uvolněným měnovým podmínkám a zvýšení vládních investic

- I. Historie měnové politiky ČNB
- II. Rizika a dopady deflace
- III. Rozhodování v listopadu 2013
- IV. Role měnového kurzu
- V. Vyhodnocení v listopadu 2014
- VI. Reakce mezinárodních institucí
- VII. Aktuální prognóza ČNB
- VIII. Shrnutí a závěry



- Situace si před rokem vyžadovala výrazné uvolnění měnových podmínek, které bylo doručeno využitím kurzu jako nástroje měnové politiky.
- Pasivní měnová politika by byla spojena s významnými následky: kurz by posílil, inflace by byla záporná přinejmenším 2-3 čtvrtletí (možná i déle: žádná deflace v moderní historii nebyla předem předpovězena), a oživení ekonomiky by bylo velmi slabé.
- Dopady používání kurzu (poblíž 27 CZK/EUR) jsou pozitivní z hlediska udržování cenové stability, rychlosti ekonomického oživení i pravděpodobnosti a robustnosti budoucího opuštění nulové dolní meze úrokových sazeb – nevzniká tedy rozpor mezi sledováním jednotlivých cílů měnové politiky.
- ČNB je rozhodnuta intervenovat na devizovém trhu v takovém objemu a tak dlouho, jak bude třeba k dosažení požadované hodnoty měnového kurzu, a tím k hladkému plnění jejího inflačního cíle v budoucnosti.

Děkuji vám za pozornost!

[www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

Luboš Komárek

Sekce měnová a statistiky

[lubos.komarek@cnb.cz](mailto:lubos.komarek@cnb.cz)

- **Měnový kurz jako nástroj měnové politiky**  
([http://www.cnb.cz/cs/faq/menovy\\_kurz\\_jako\\_nastroj\\_menove\\_politiky.html](http://www.cnb.cz/cs/faq/menovy_kurz_jako_nastroj_menove_politiky.html))
- **Setkání ČNB s analytiky (prezentace Tomáše Holuba, ředitele SMS, v angličtině)**  
([http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/monetary\\_policy/forecast/analysts\\_meetings/download/analysts\\_2013\\_IV.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/monetary_policy/forecast/analysts_meetings/download/analysts_2013_IV.pdf))
- **Zpráva o inflaci IV/2013, IV/2014**  
([http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2013/2013\\_IV/index.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2013/2013_IV/index.html))  
([http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/tiskove\\_zpravy\\_cnb/2014/20141114\\_zoi.html](http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2014/20141114_zoi.html))
- **Měnová politika – oslabení koruny**  
([http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/oslabeni\\_koruny/index.html](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\\_publicace/rpn/download/rpn\\_3\\_2014\\_cz.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/vyzkum/vyzkum_publicace/rpn/download/rpn_3_2014_cz.pdf))