

Oslabení měnového kurzu

*Tupé zdražování nebo
pojistka proti deflaci a recesi?*

Prezentace pro novináře

12. listopadu 2013

Petr Král

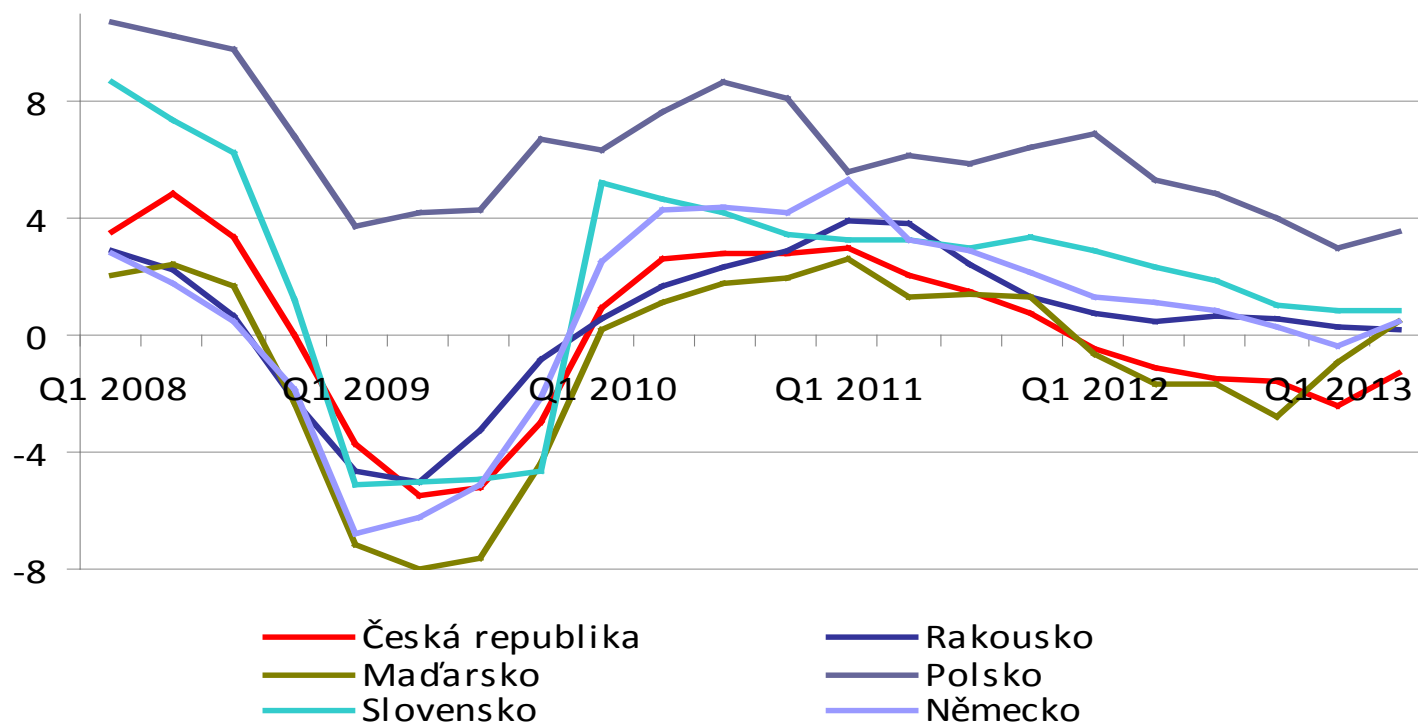
Ředitel odboru měnové politiky a fiskálních analýz

Sekce měnová a statistiky

Výchozí podmínky

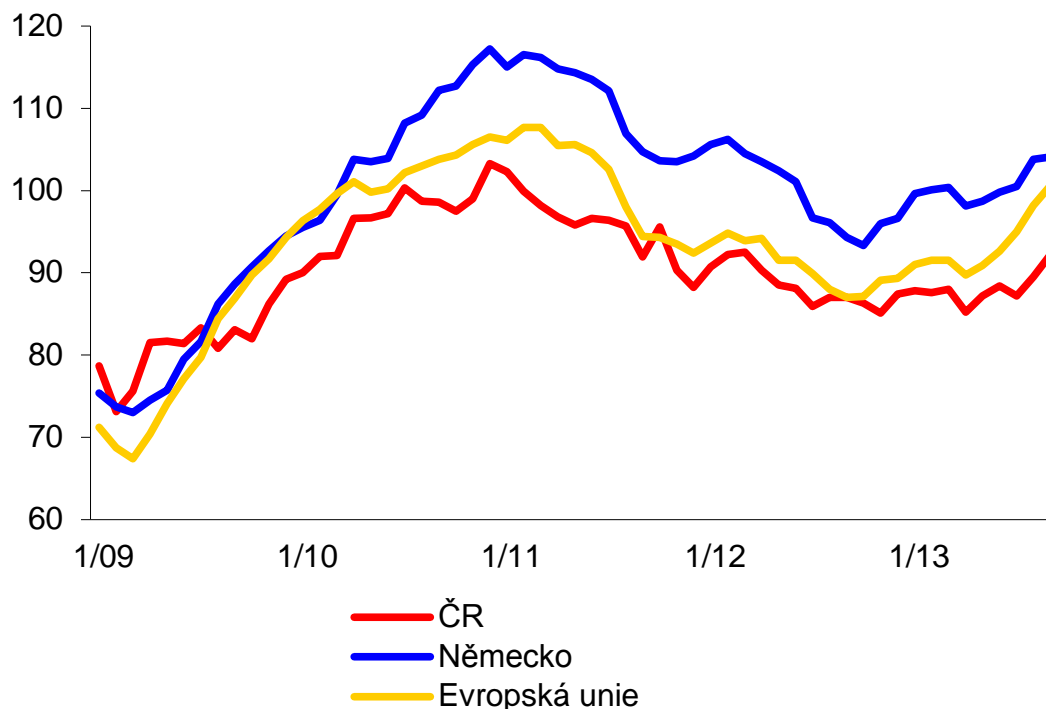
Mezinárodní srovnání: hospodářský růst

- Dlouhé období hospodářského útlumu, přičemž v současnosti nejslabší dynamika ekonomiky ve srovnání s ostatními zeměmi regionu



Mezinárodní srovnání: ekonomický sentiment

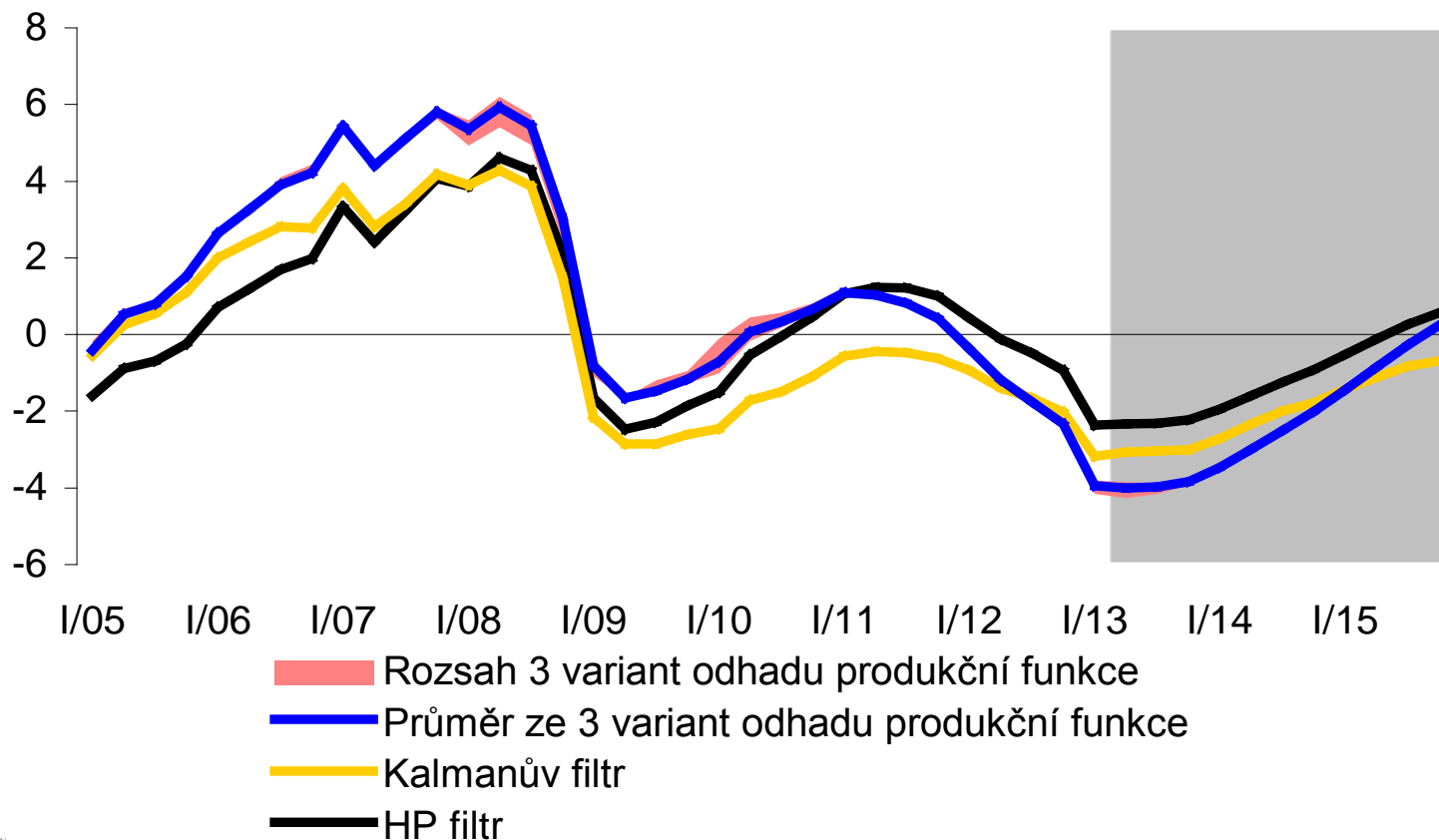
- Vnější i vnitřní faktory recese zesíleny negativním sentimentem subjektů
- Ten se poslední dobou zlepšuje, ale pomaleji než v okolních zemích



(dlouhodobý průměr = 100, sezonně očištěné údaje, zdroj: Eurostat)

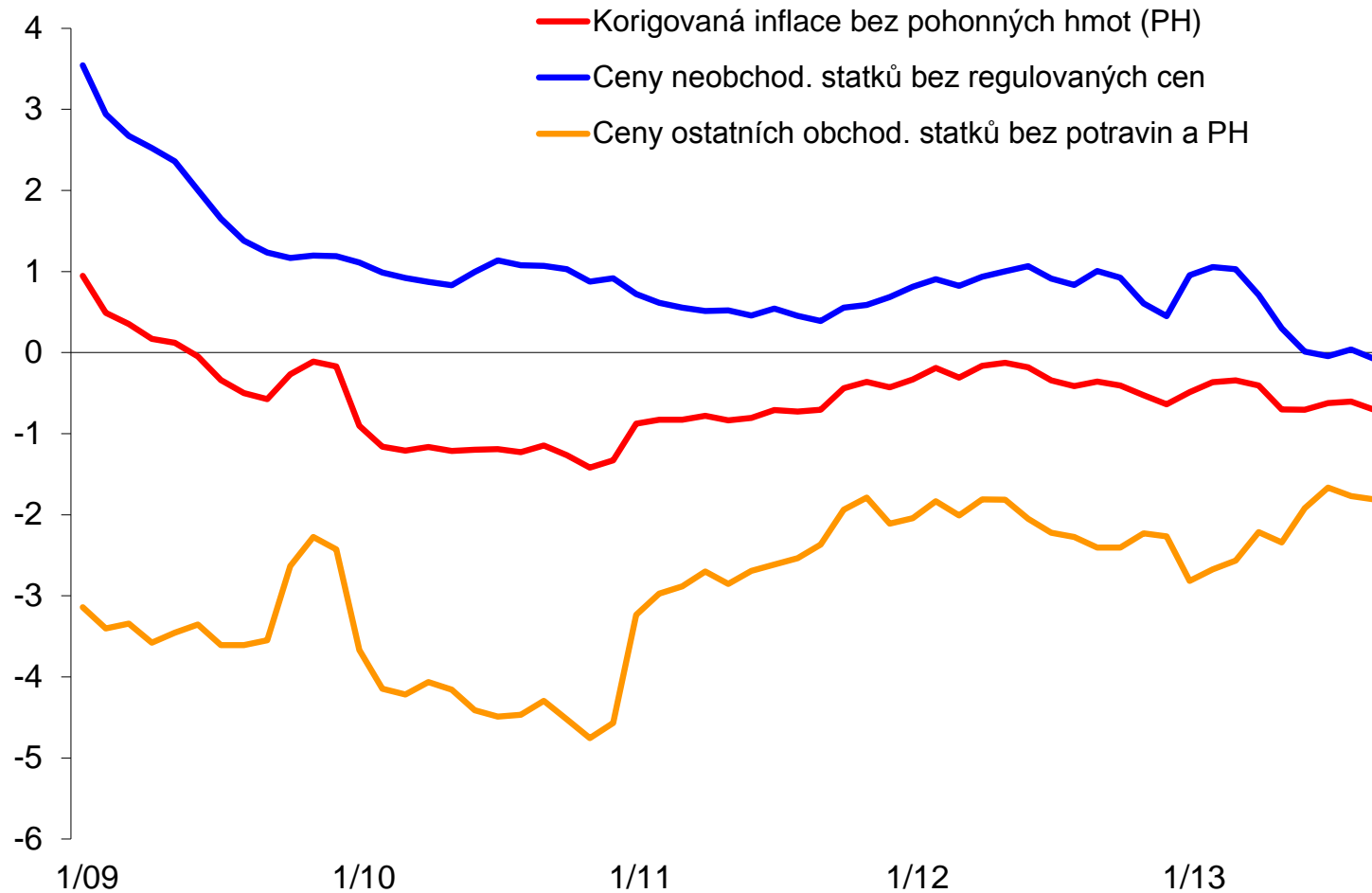
Znatelně protiinflační působení domácí ekonomiky – poptávkový příběh

Mezera výstupu se otevírá hluboko v záporných hodnotách, přivírání na prognóze podmíněno uvolněním měnové politiky

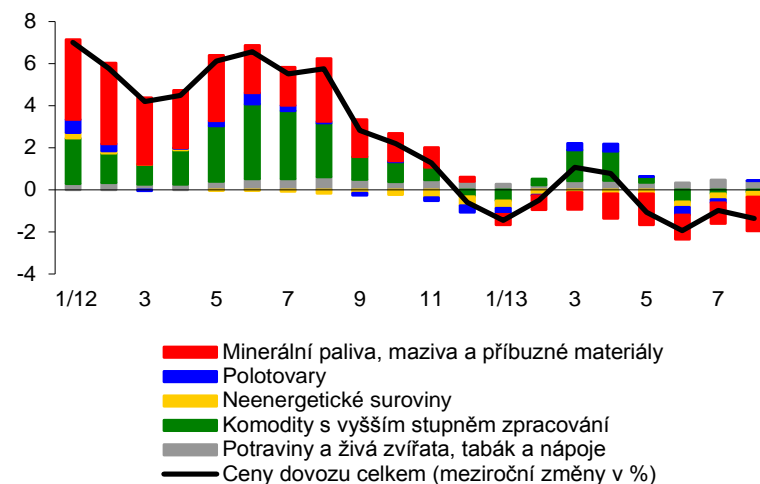
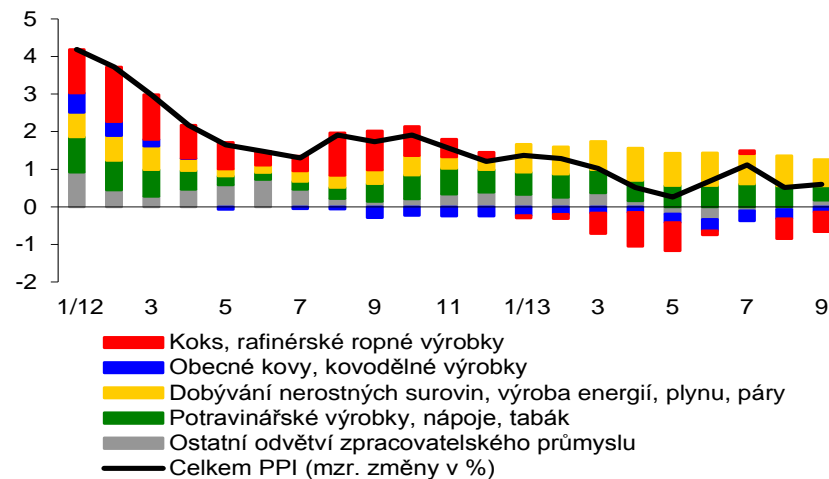
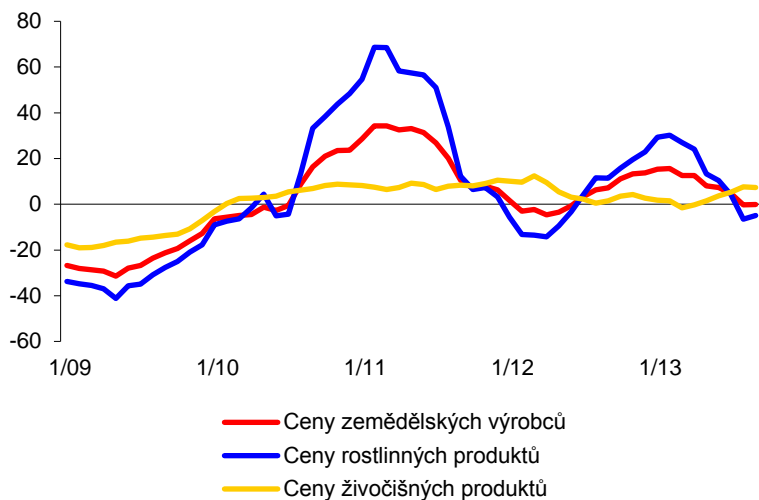
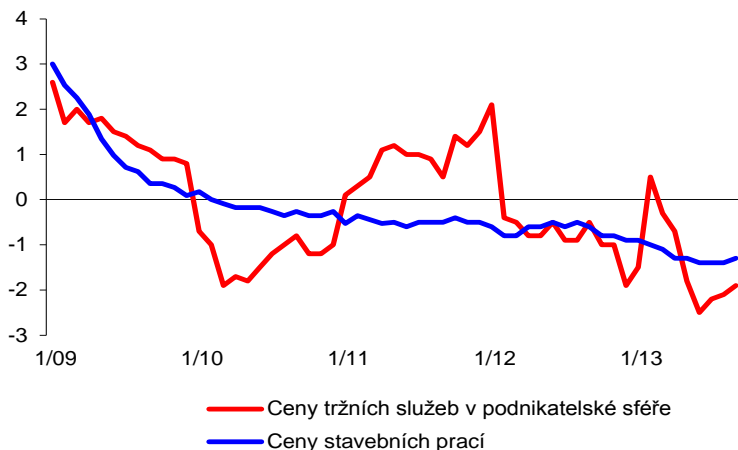


Složky inflace

korigovaná inflace je dlouhodobě záporná

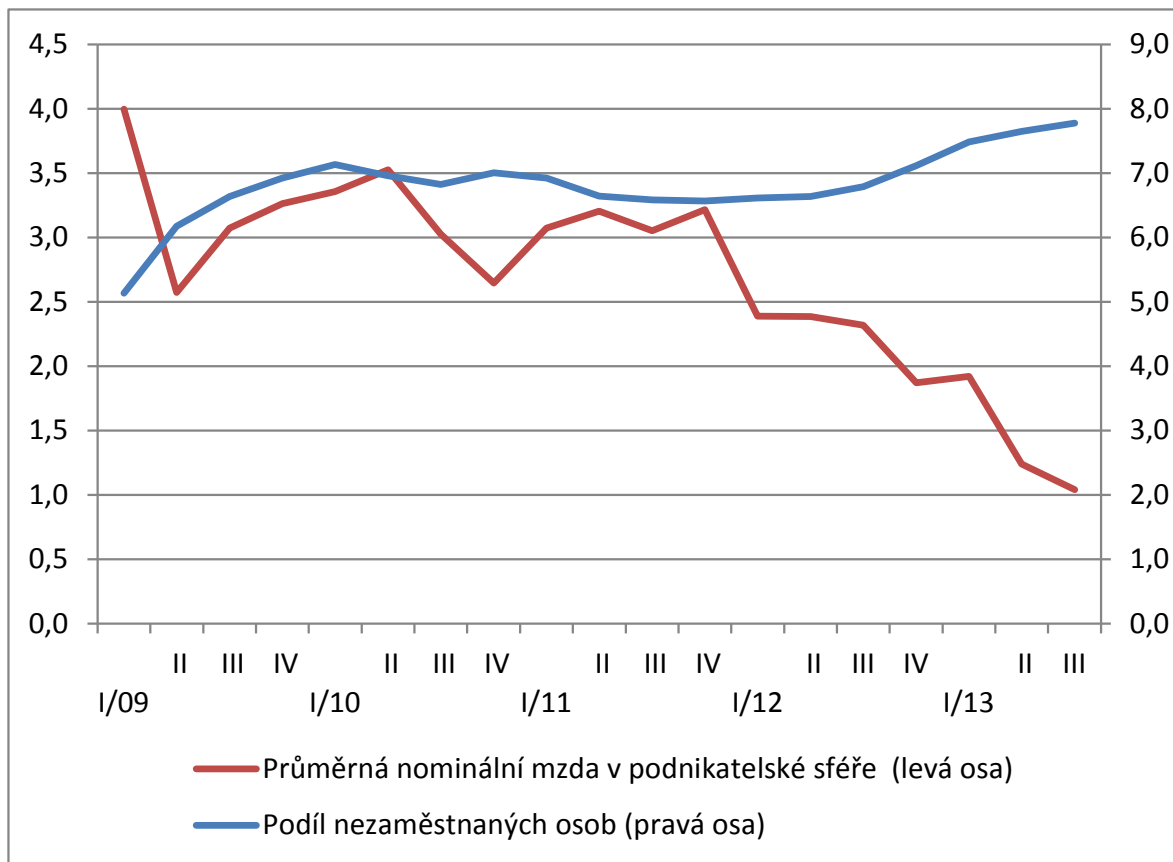


Další cenové okruhy: převažuje tendence k poklesu dynamiky růstu nebo i absolutní hladiny



Situace na trhu práce

historicky nejnižší růst mezd v podnicích a setrvalý nárůst nezaměstnanosti



Scénáře prognózy a přijaté rozhodnutí

Přijaté měnověpolitické rozhodnutí

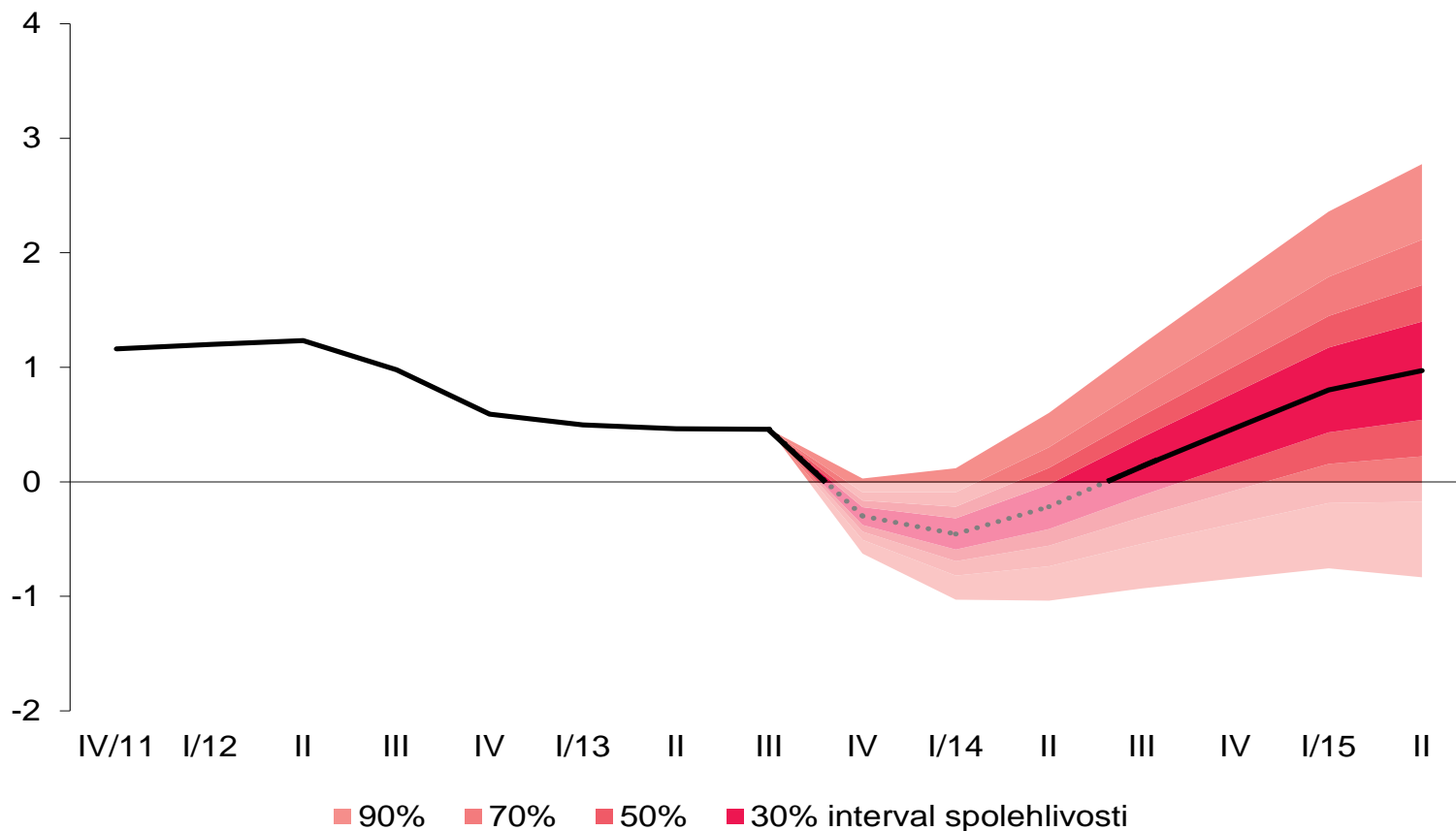
- Bankovní rada 7. listopadu rozhodla začít používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek.
- ČNB intervenuje na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR.
- Bankovní rada dále rozhodla o ponechání sazeb na stávající úrovni (0,05 %), kde budou sazby drženy delší dobu, dokud nedojde k významnému nárůstu inflačních tlaků.
- Takové inflační tlaky přitom prognóza nepředpovídá a nejsou patrná ani žádná rizika v tomto směru.

Základní scénář prognózy záporné sazby centrální banky

- Se základním scénářem prognózy je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb, který však v praxi nemůže nastat. Scénář tak ukazuje na potřebu použití jiného nástroje měnové politiky.
- Základní scénář je tedy hypotetickou situací, podle kterého má centrální banka provést téměř čtyři cuty, tj. snížit měnověpolitickou sazbu na $-0,85\%$ (o $0,9$ p.b.) – ta však nemůže klesnout pod technickou nulu.
- Rozhodnutím BR zahájit používání kurzu se alternativní scénář používání měnového kurzu stává nejpravděpodobnějším popisem očekávaného budoucího ekonomického vývoje.

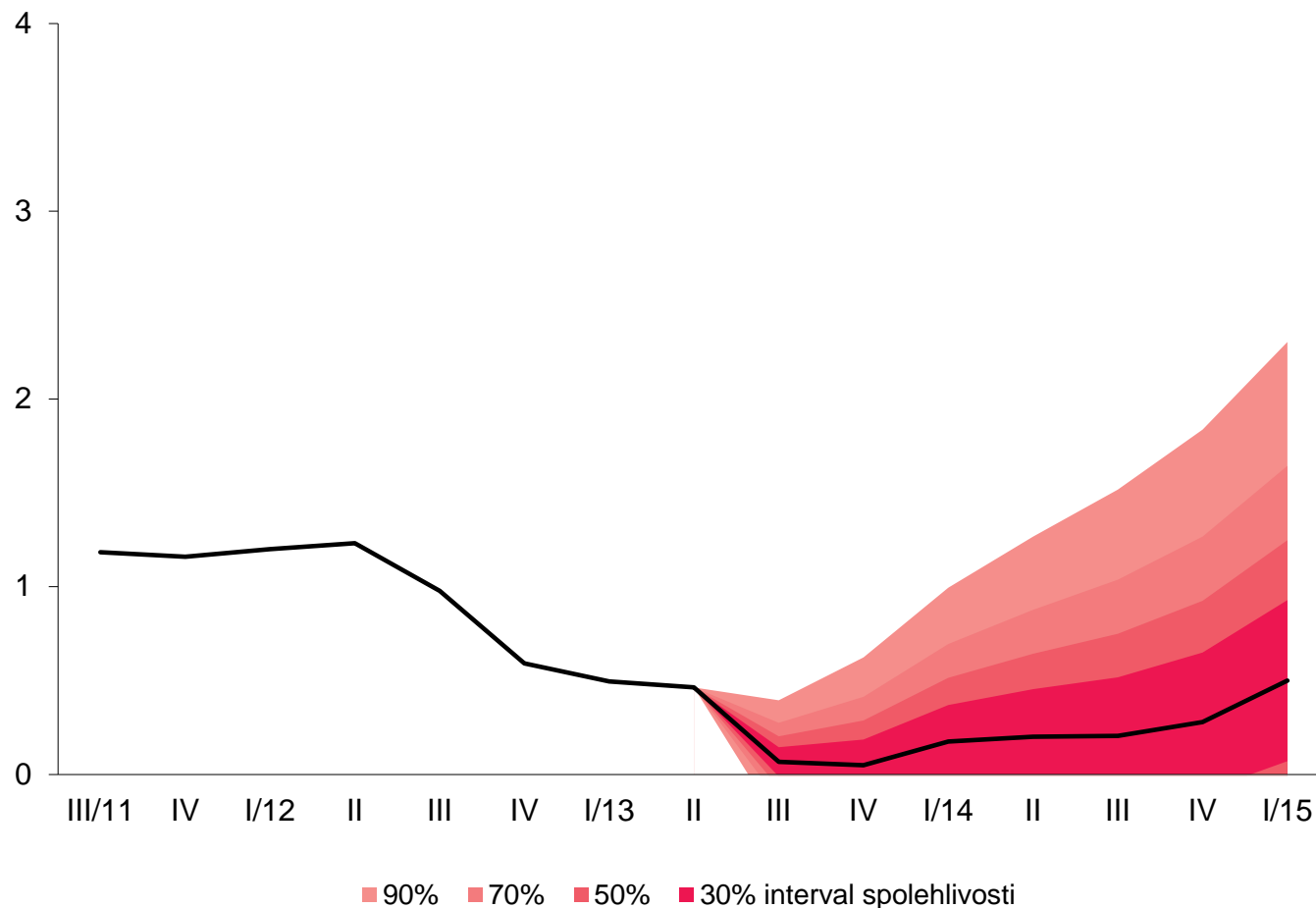
Prognóza úrokových sazeb (3M PRIBOR)

základní scénář se zápornými sazbami



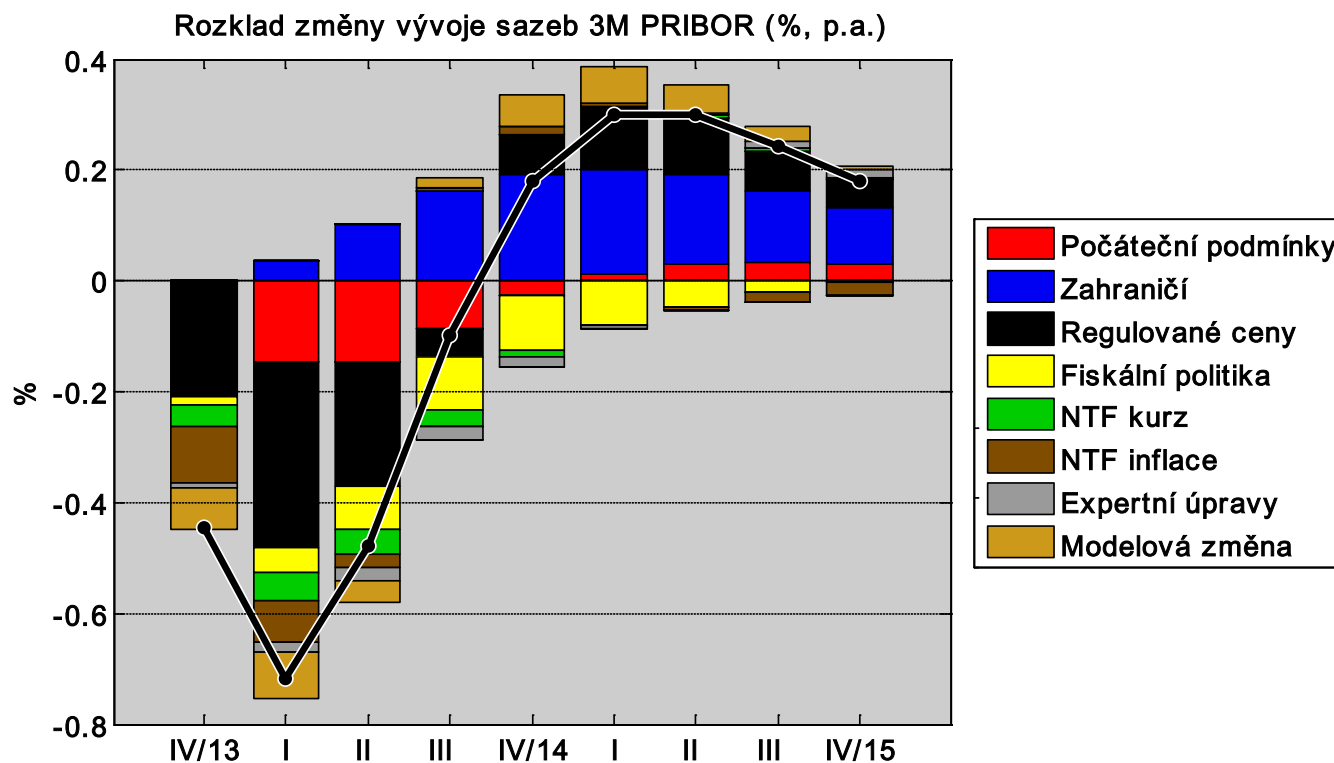
Prognóza úrokových sazeb (3M PRIBOR)

základní scénář – minulá prognóza

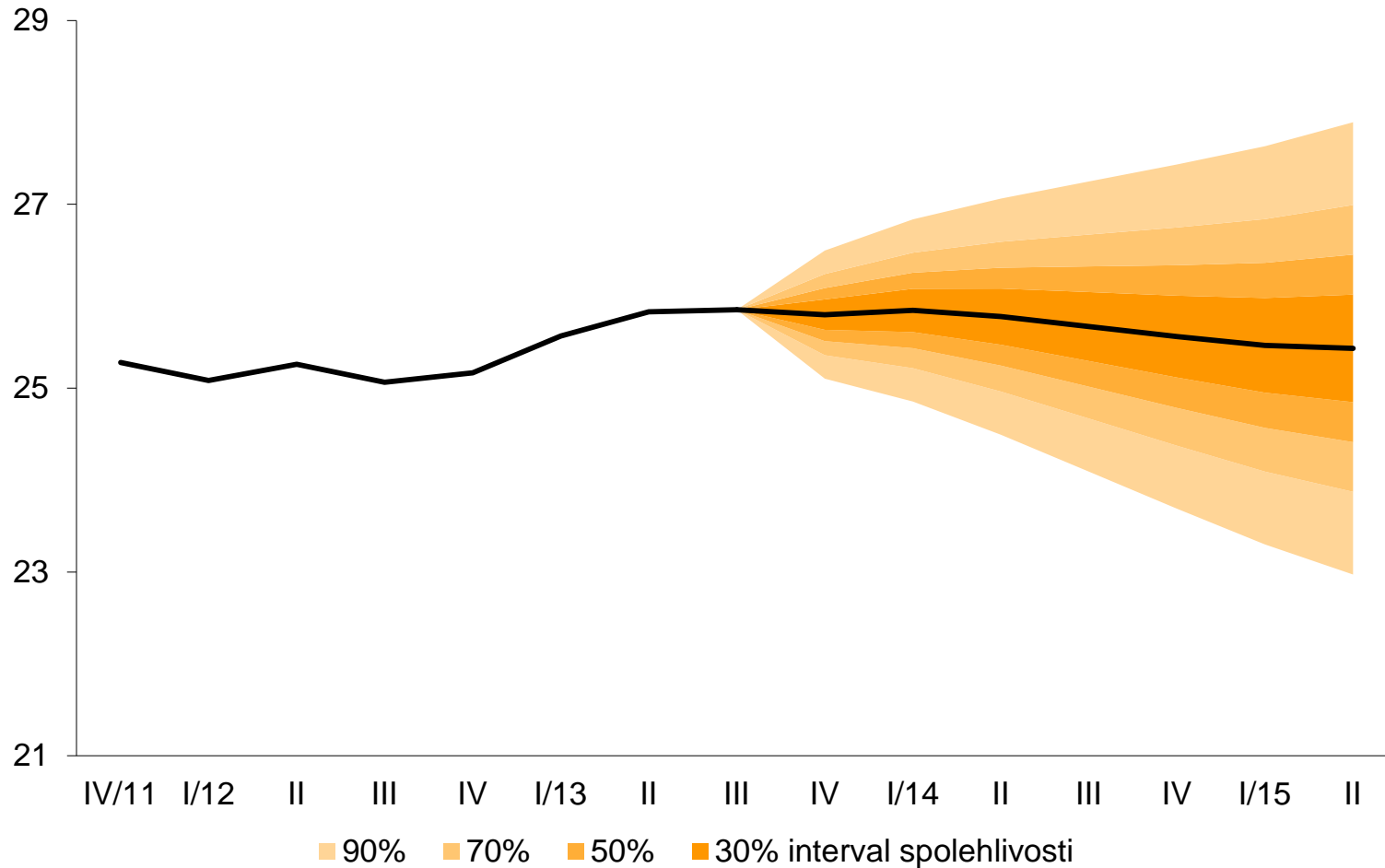


Prognóza úrokových sazeb (3M PRIBOR)

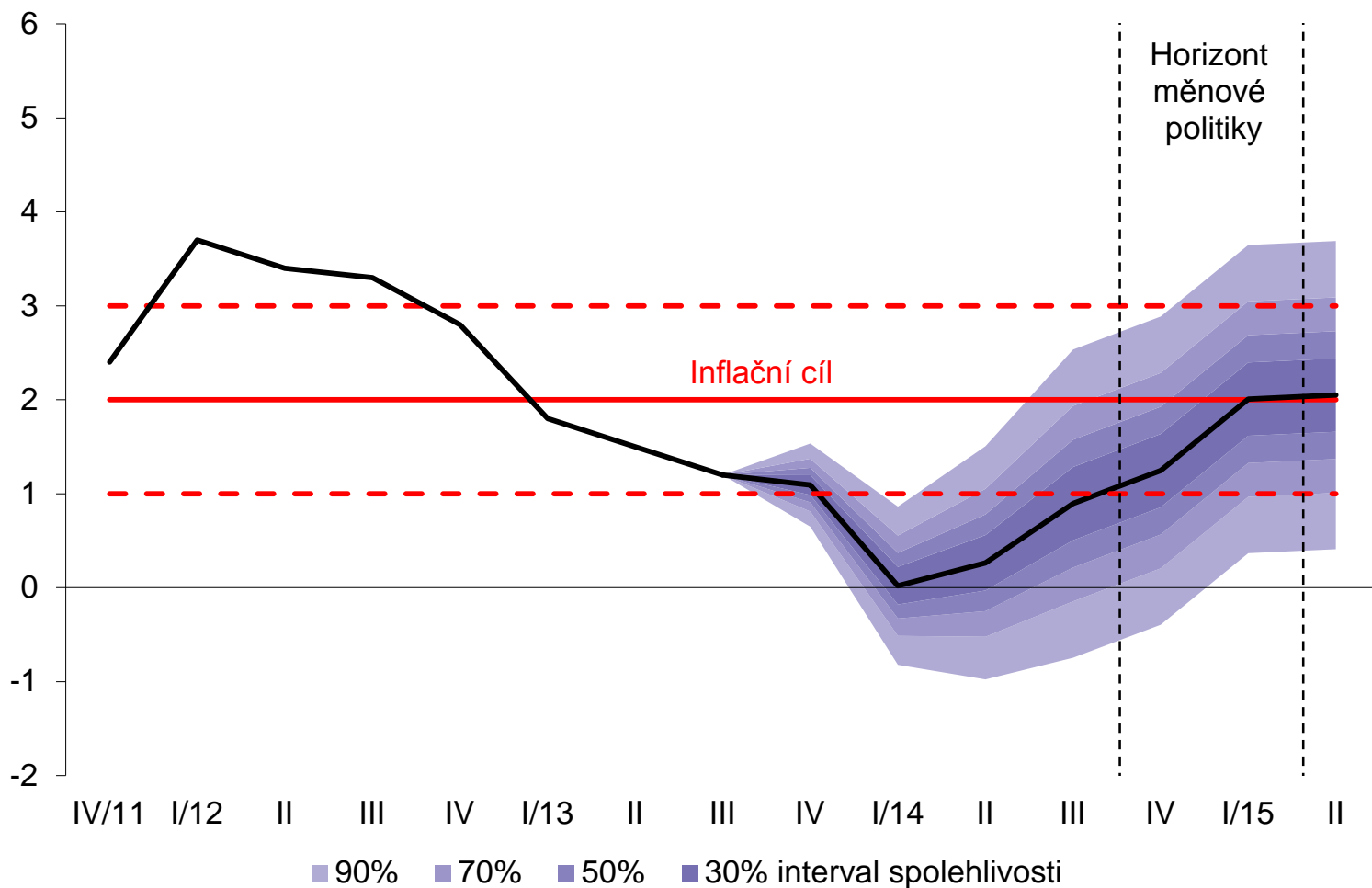
srovnání prognóz



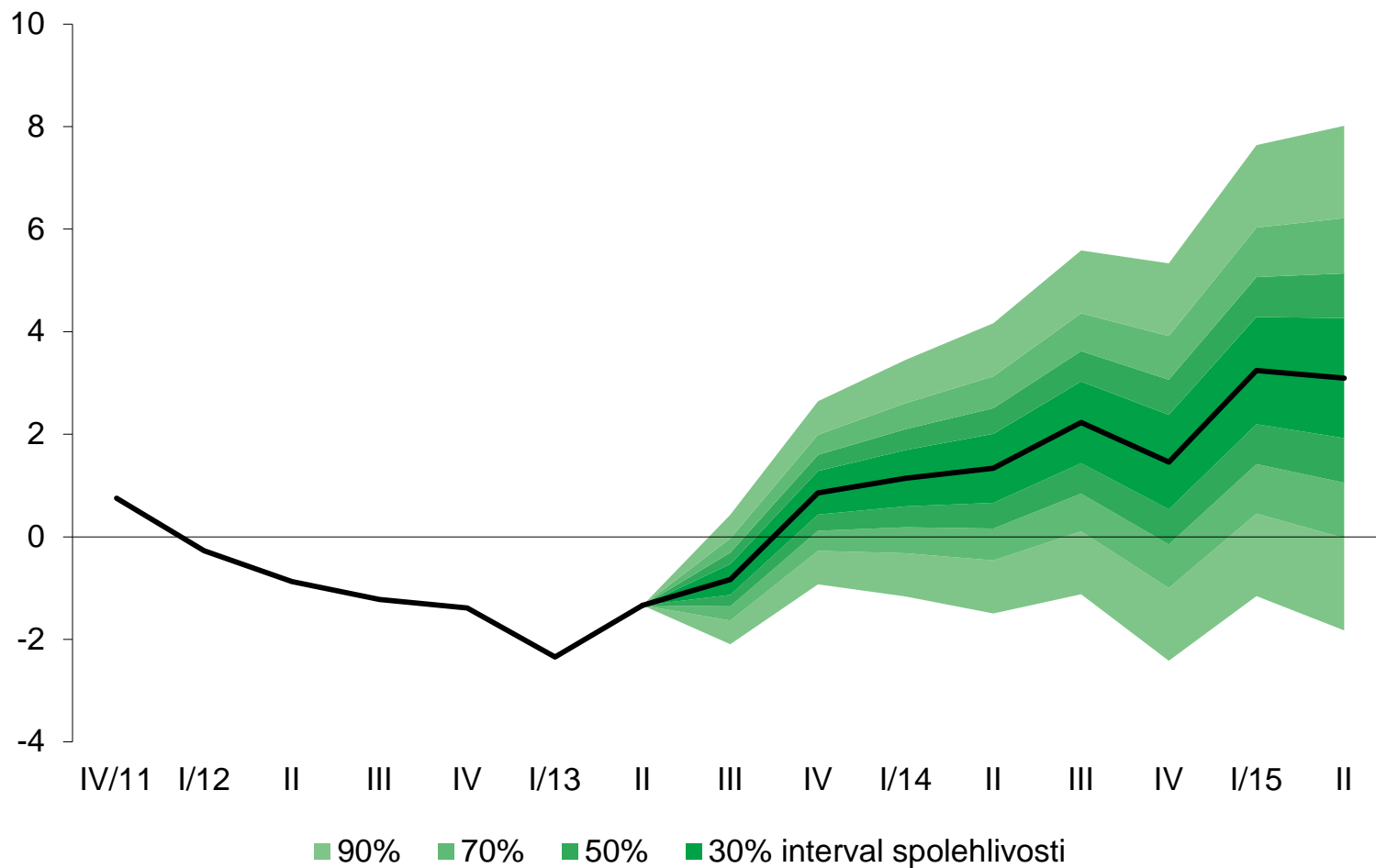
Prognóza měnového kurzu základní scénář se zápornými sazbami



Prognóza celkové inflace základní scénář se zápornými sazbami



Prognóza hospodářského růstu základní scénář se zápornými sazbami

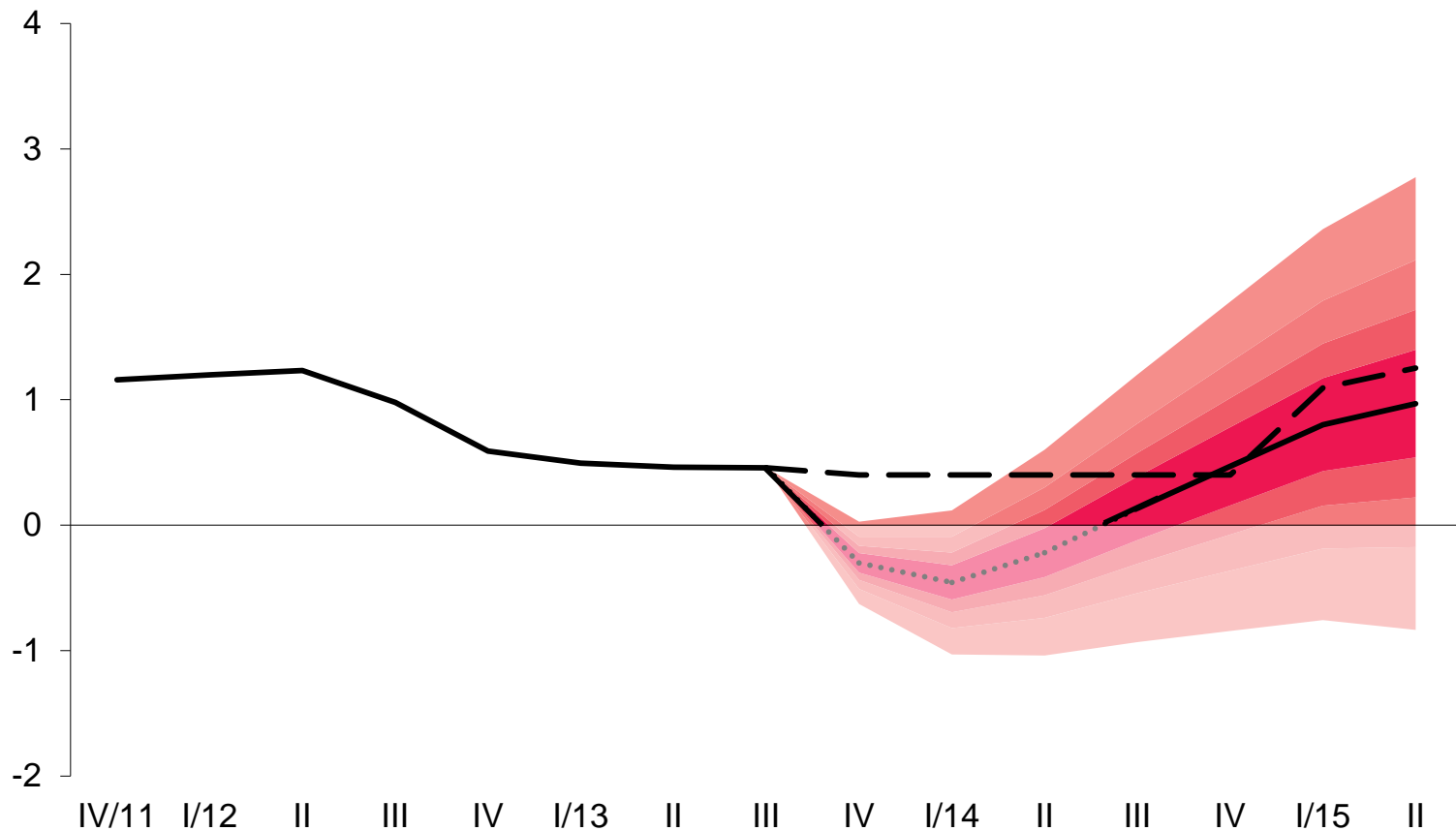


Scénář používání kurzu kurz jako nástroje měnové politiky

- Alternativní scénář používání kurzu zohledňuje, že prostor pro snižování měnověpolitických úrokových sazeb byl vyčerpán.
- Stabilizační úlohu měnové politiky v alternativním scénáři přebírá kurz koruny. ČNB bude intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR.
- Scénář kvantifikuje dopady oslabení kurzu do očekávaného vývoje domácí ekonomiky.
- Ve scénáři dochází k dřívějšímu dosažení inflačního cíle, rychlejšímu oživení ekonomiky a dřívějšímu opuštění hladiny nulových úrokových sazeb.

Prognóza úrokových sazeb (3M PRIBOR)

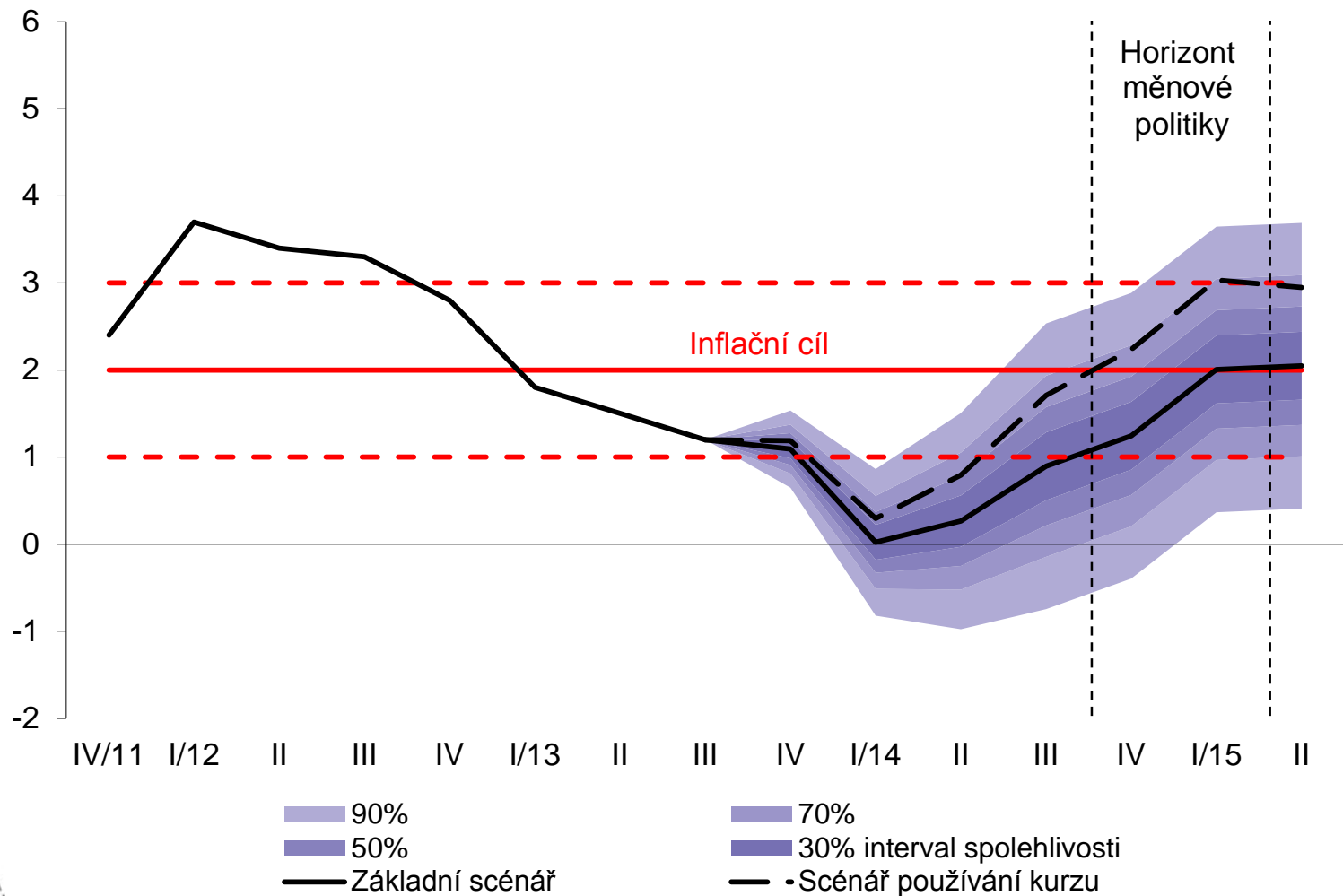
scénář používání kurzu



- 90%
- 50%
- Základní scénář
- 70%
- 30% interval spolehlivosti
- Scénář používání kurzu

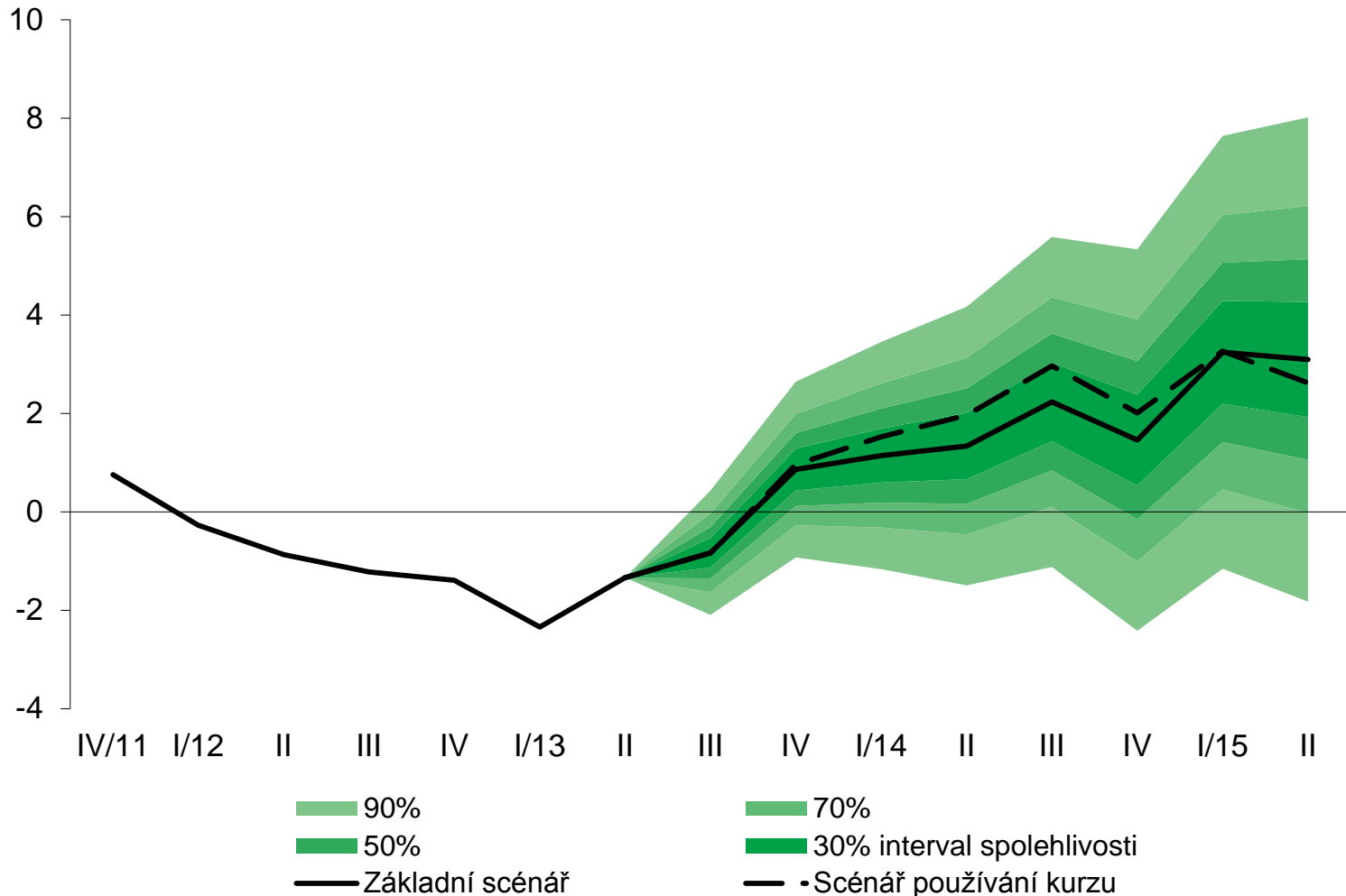
Prognóza celkové inflace

scénář používání kurzu

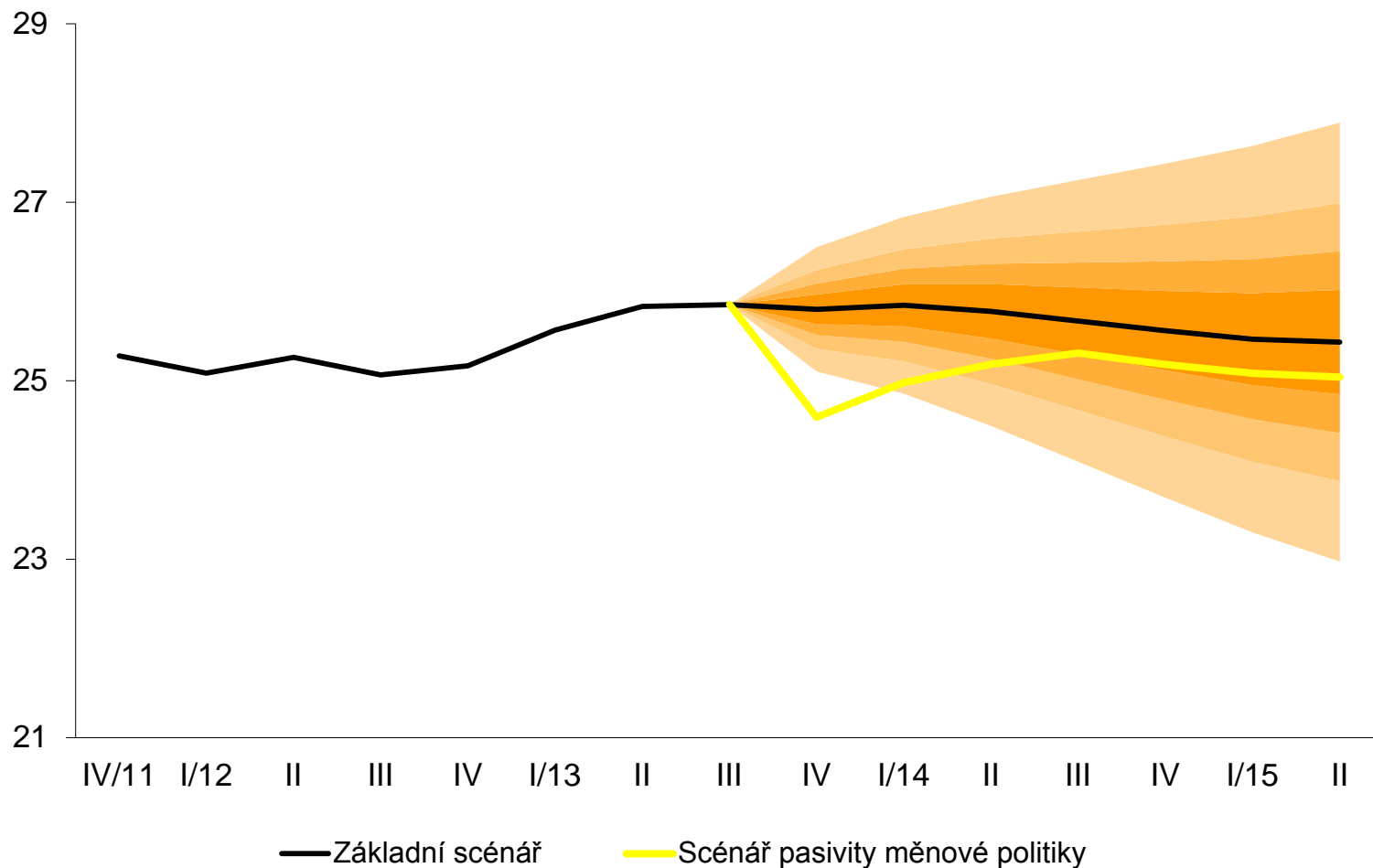


Prognóza hospodářského růstu

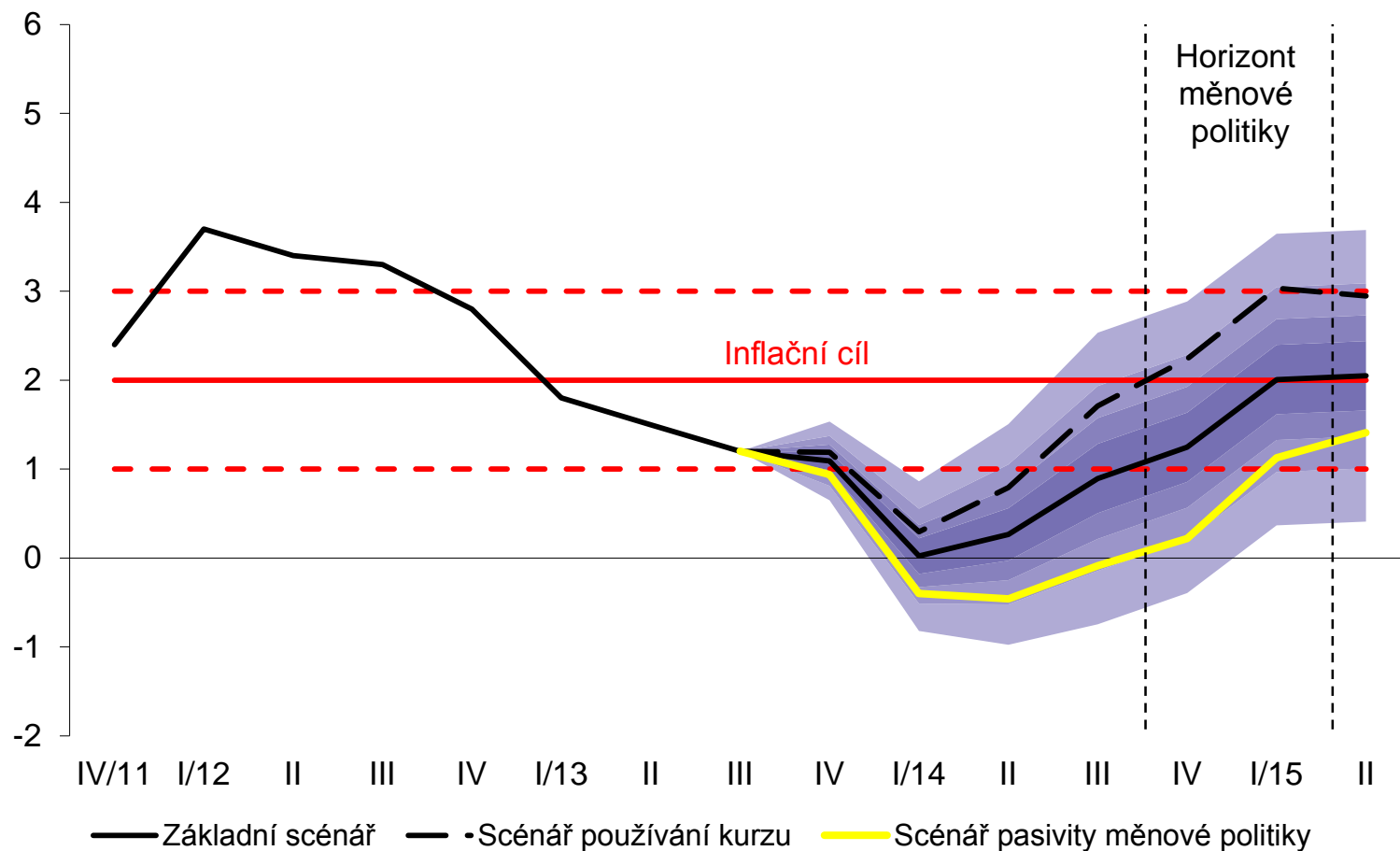
scénář používání kurzu



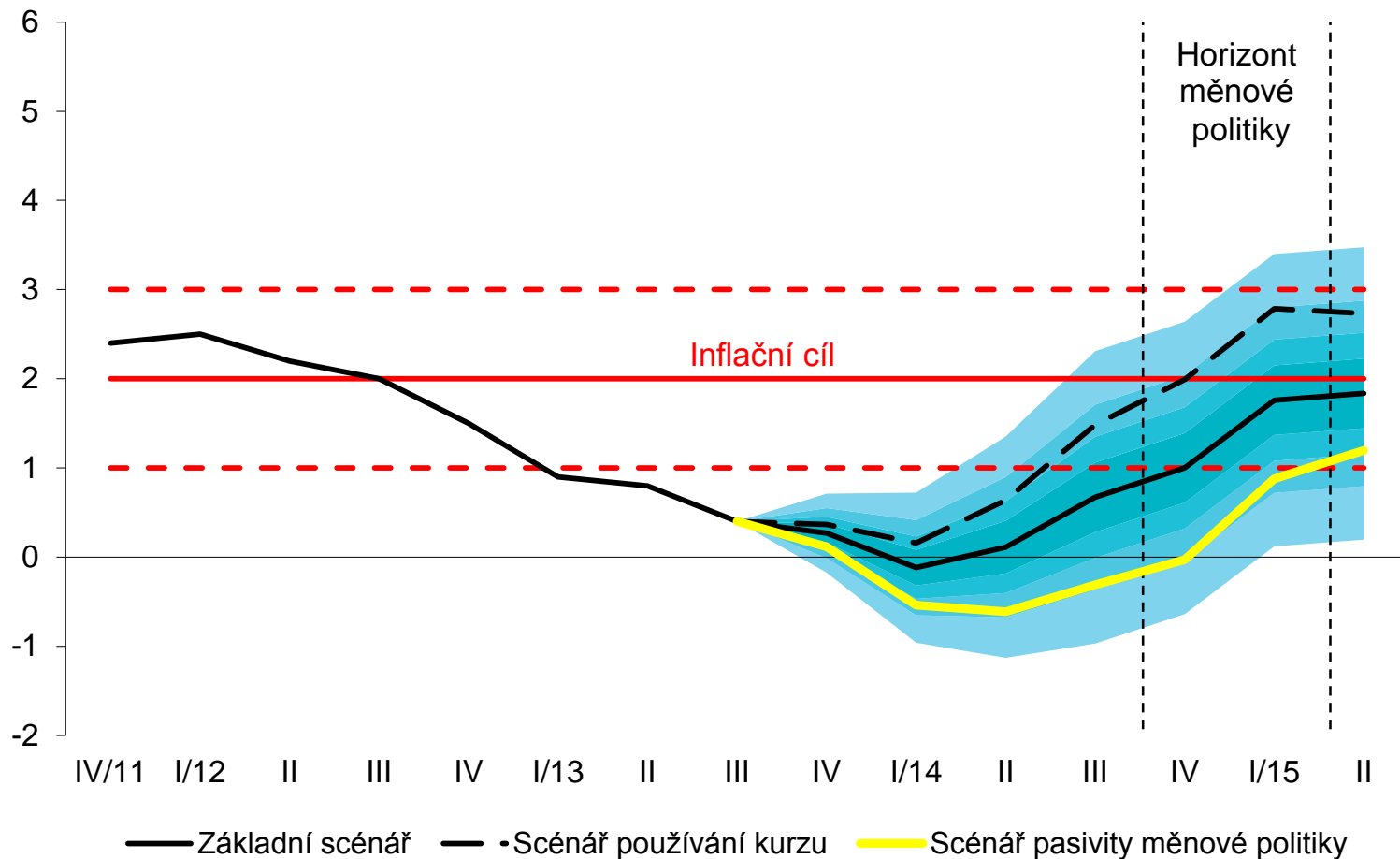
Scénář pasivity měnové politiky co by se stalo, kdyby ČNB neintervenovala



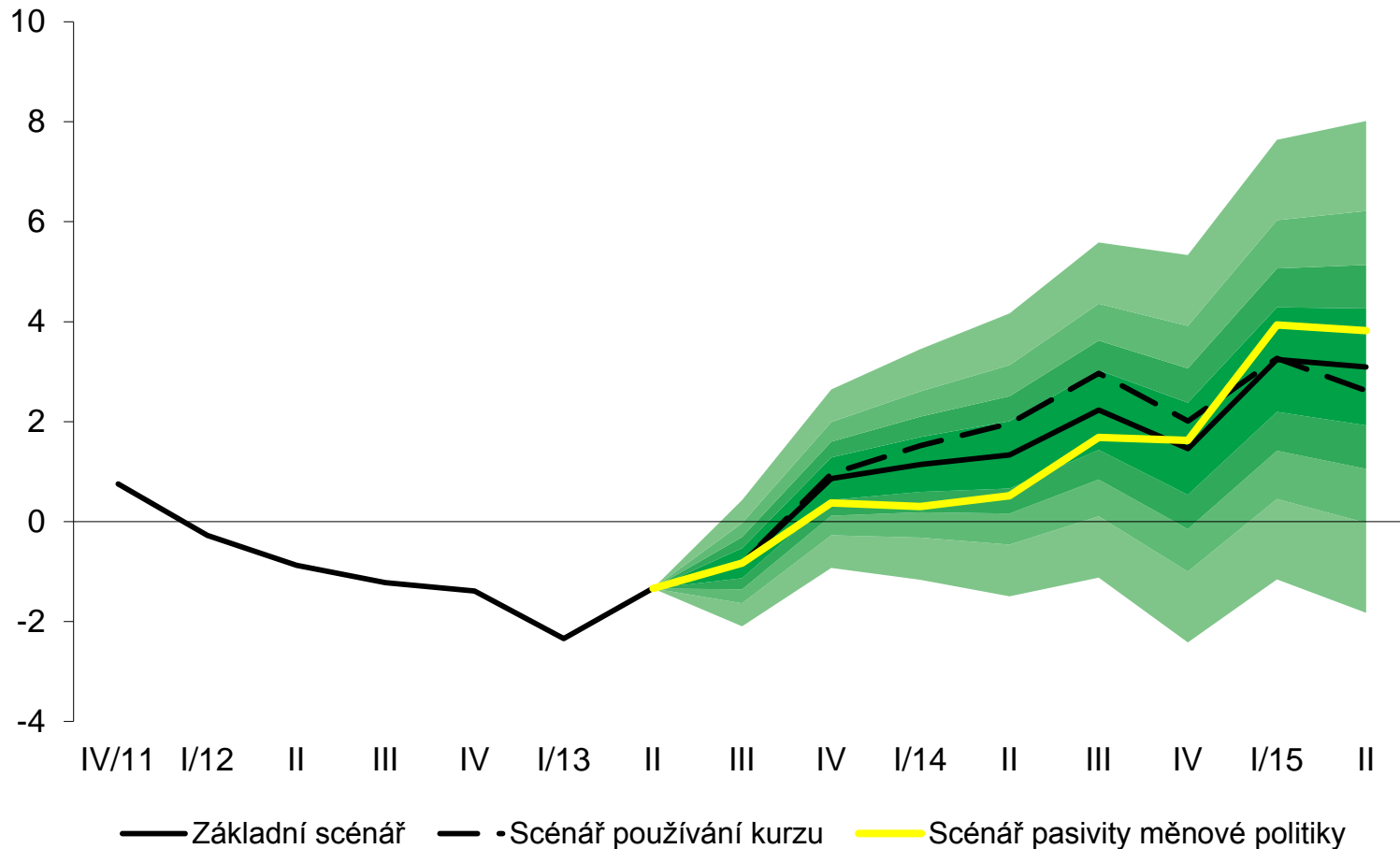
Prognóza celkové inflace scénář pasivity měnové politiky



Prognóza měnověpolitické inflace scénář pasivity měnové politiky

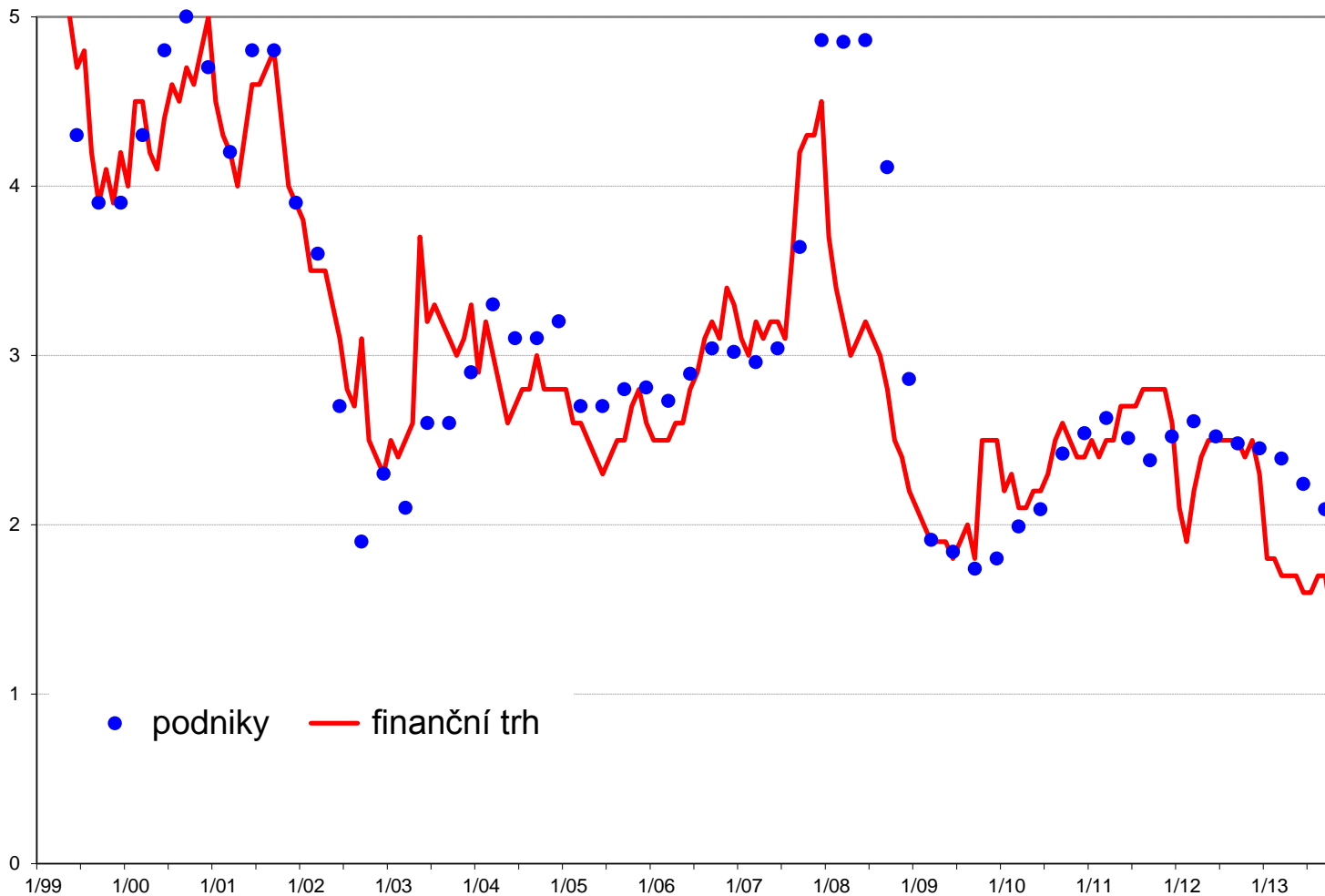


Prognóza hospodářského růstu scénář pasivity měnové politiky

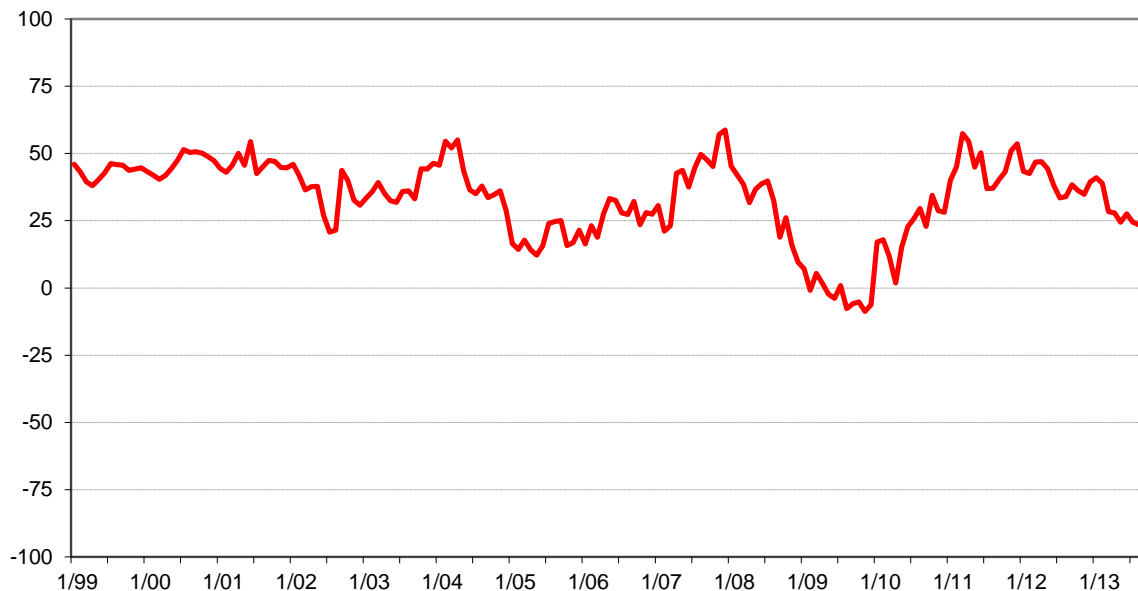


Hrozba deflace

Inflační očekávání jsou na historicky nejnižších hodnotách nebo blízko nich



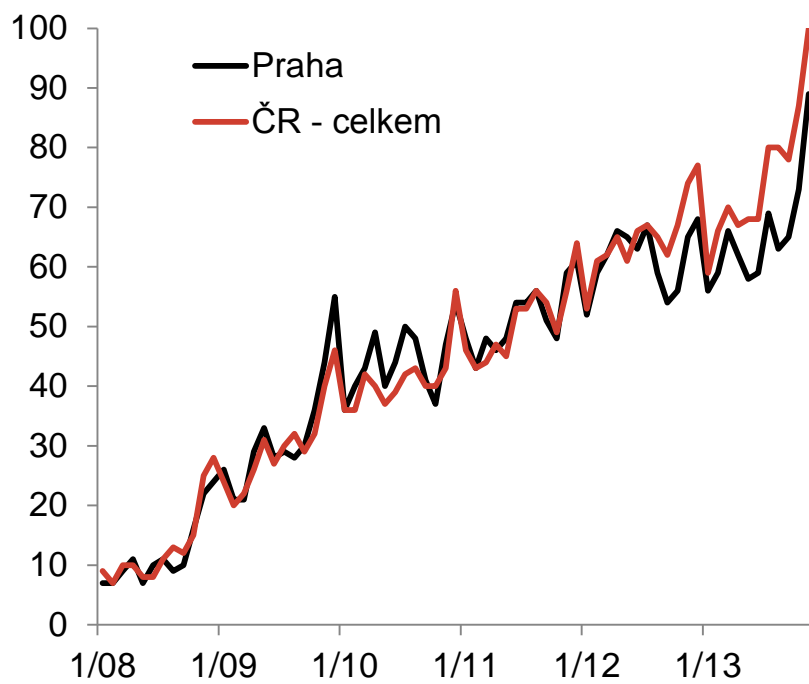
Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících (Evropská komise)



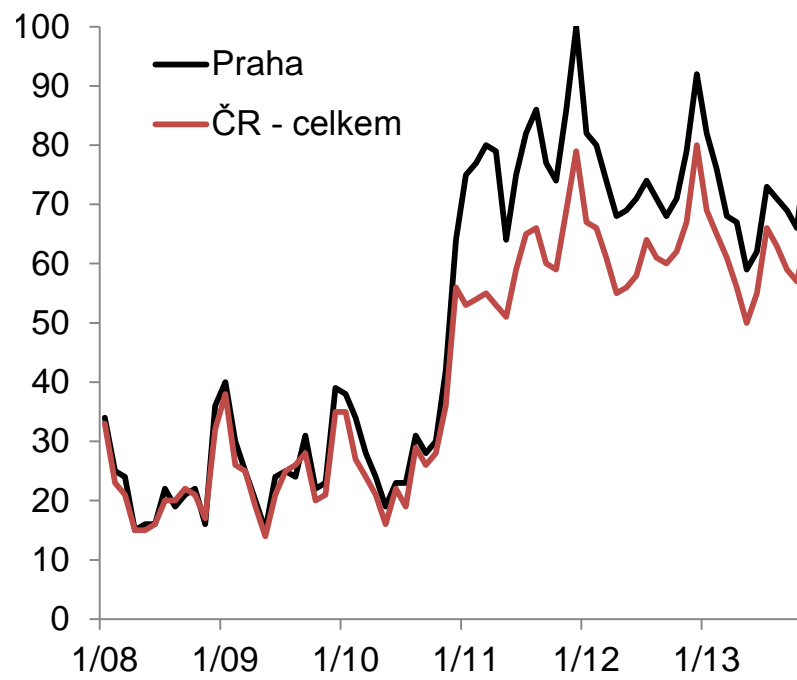
Jak se podle Vás budou vyvíjet spotřebitelské ceny v následujících 12 měsících ve srovnání s předcházejícími 12 měsíci?		
PP	prudce se zvýší	$B = (PP + \frac{1}{2}P) - (\frac{1}{2}M + MM)$
P	porostou stejně jako dosud	
O	porostou méně než dosud	
M	zůstanou zhruba stejné	
MM	sníží se	
N	nevím	

Četnost vyhledávání slov na Googlu

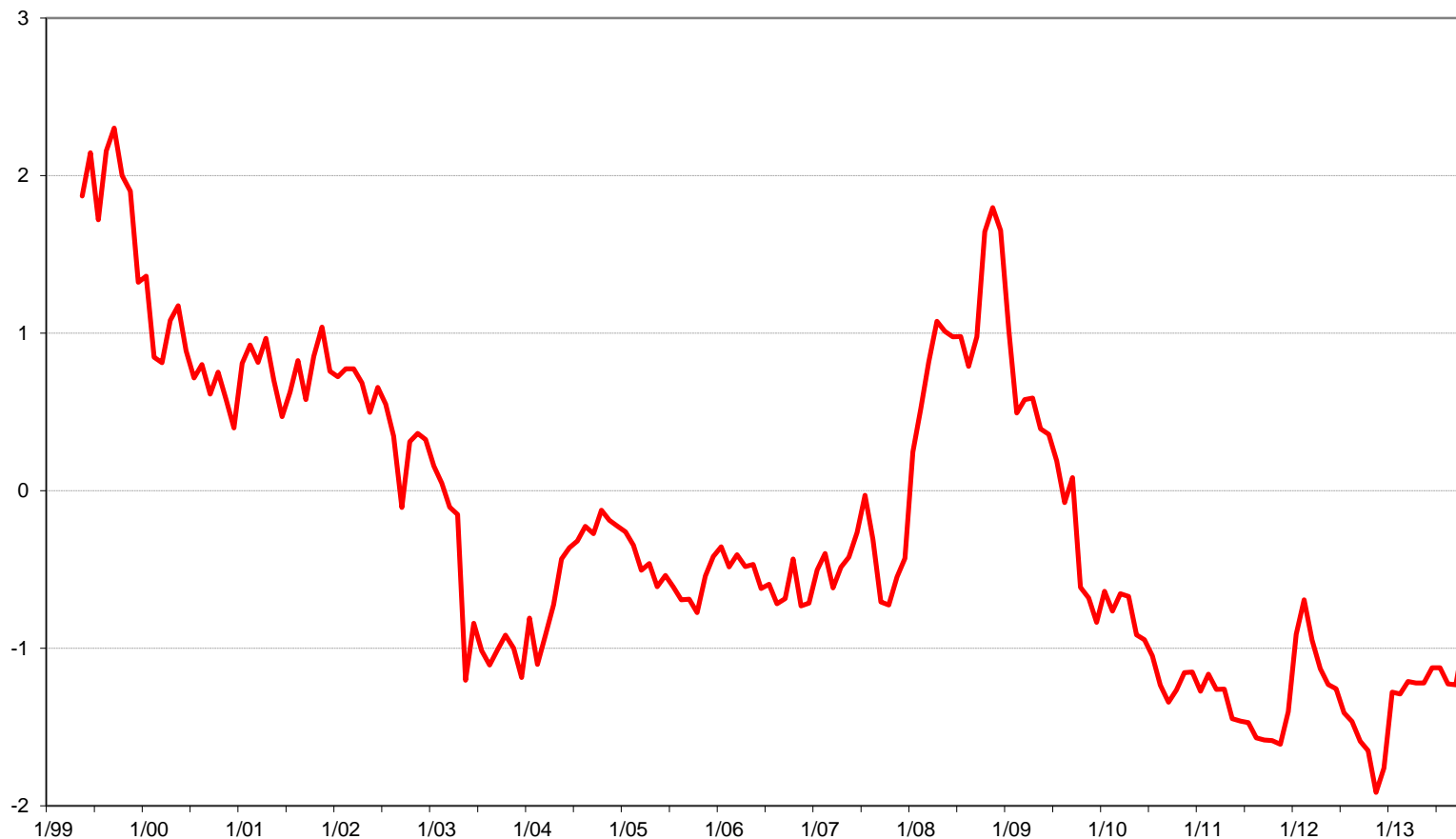
Letáky



Slevy



3M PRIBOR v reálném vyjádření (úroková složka MP se zpřísňuje)



(deflováno indexem CPI, který je očekáván účastníky finančního trhu na 1R dopředu)

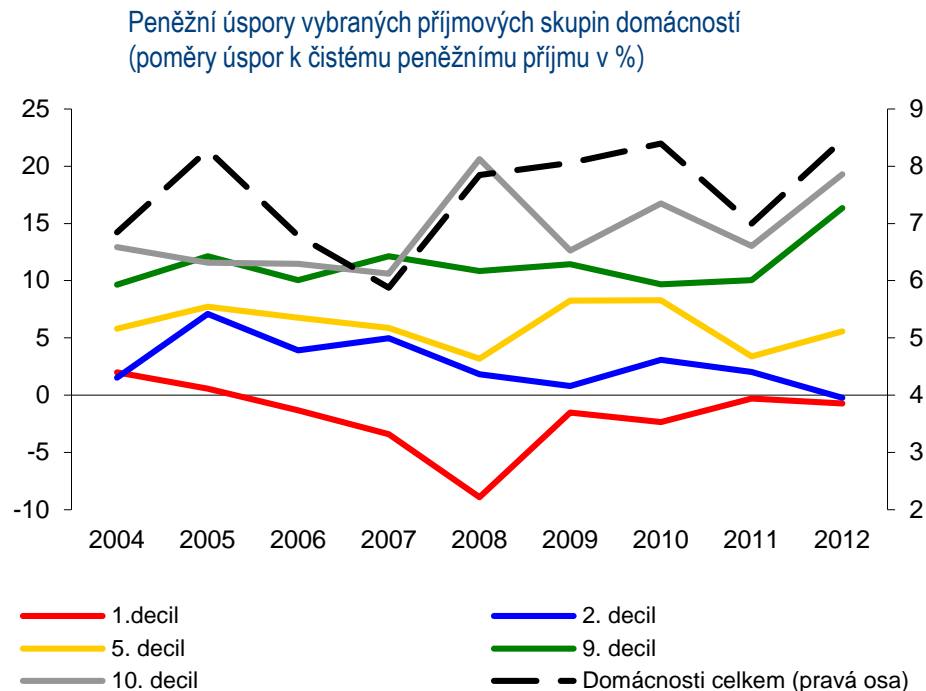
Proč je deflace nežádoucí?

Rizika deflace: příklady z historie

- Velká recese v 30. letech
- Dvě dekády deflačního vývoje v Japonsku
- Švýcarsko, země jižního křídla eurozóny

K čemu vede deflace: spotřebitel/střadatel vs. výrobce, zaměstnanec, dlužník, majitel nemovitosti?

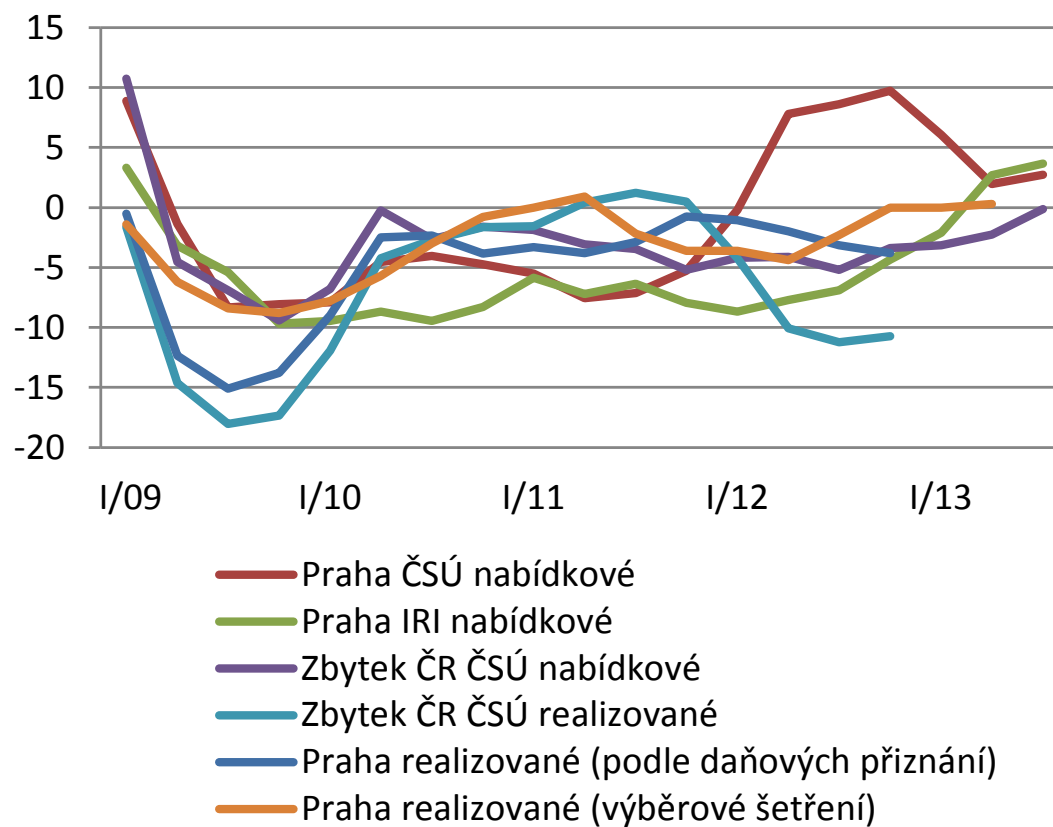
- Odkládání spotřeby a investic (zejména v případě větších položek)
 - kvůli očekávání nižších cen v budoucnosti
 - zejména výrazné pro střední a horní příjmové decily



Proč je deflace nebezpečná a tudíž nežádoucí?

- Dochází ke snižování mezd a propouštění
 - při méně pružných průměrných nominálních mzdách způsobuje záporná inflace růst reálných mzdových nákladů a nutnost dramaticky propouštět
- Pokles hodnoty úvěrového kolaterálu
 - hypotéky: domácnosti splácejí úvěry, jejichž hodnota se nominálně nesnižuje, které použili na koupi nemovitostí, jejichž cena se však snižuje, a to při klesajících mzdách a celkových svých příjmech
 - možné problémy pro finanční stabilitu – hrozba nárůstu problémových úvěrů

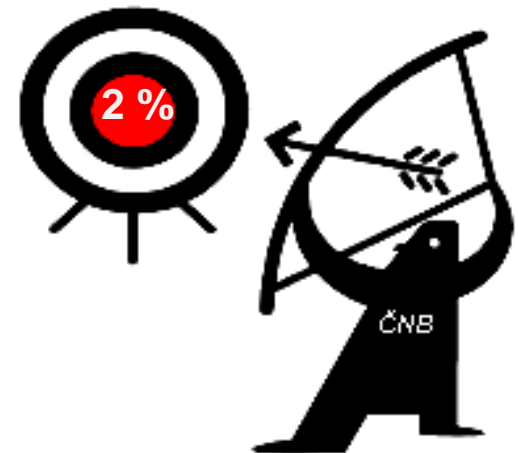
Pokles cen nemovitostí



(meziroční změny v %, zdroj: ČSÚ, Institut regionálních informací)

Cenová stabilita = nízká, ale kladná inflace

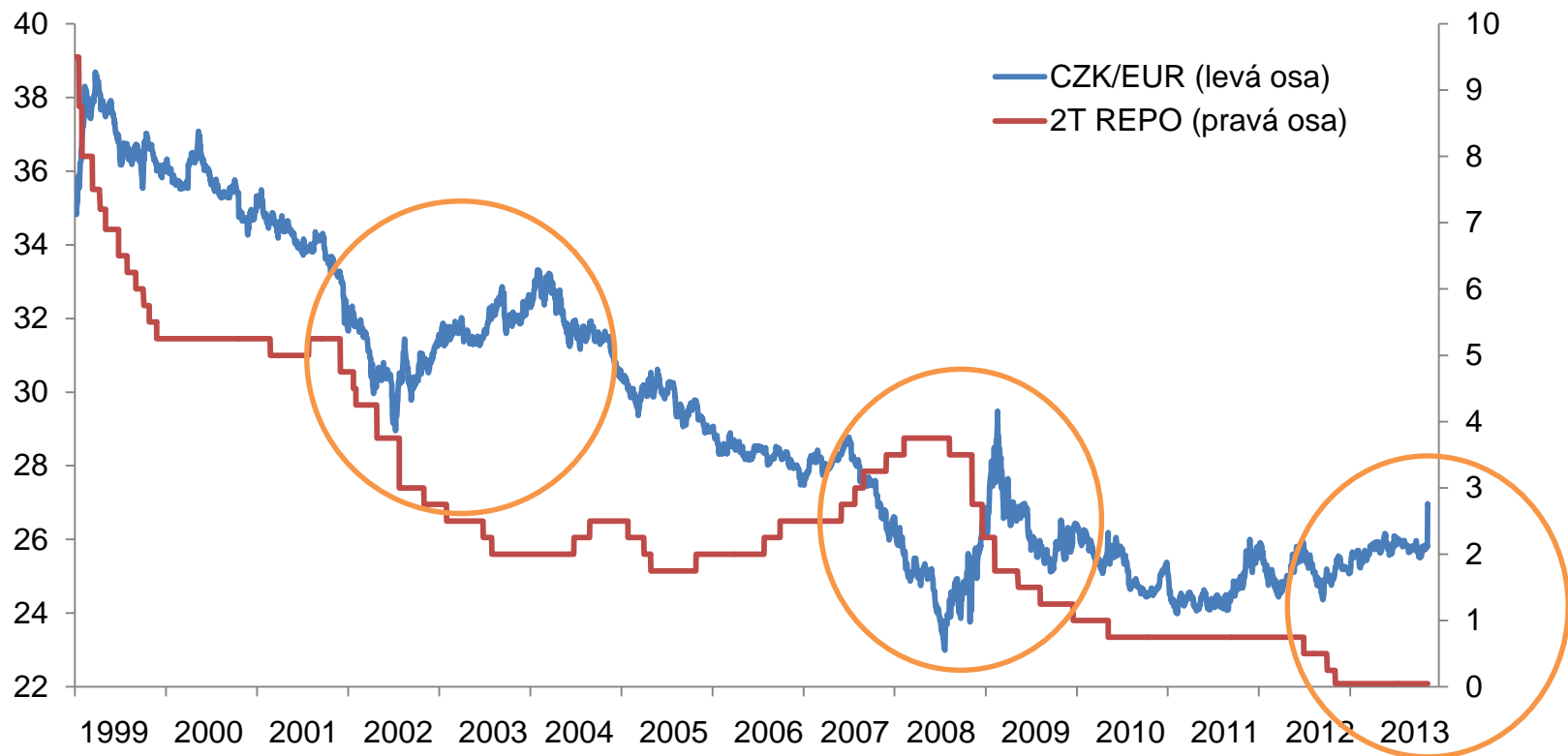
- Jedním z důvodů kladného inflačního cíle je statistické nahodnocení
 - V realitě substituce dražšího zboží za levnější – není zohledněno
 - Zohledněn není ani růst kvality (ne každý růst ceny je zdražením)
 - Zásadní revize spotřebního koše jen jednou za 5 let (naposledy leden 2012)
- Cílovat nulovou inflaci by znamenalo riziko časté deflace a rychlejšího vyčerpání prostoru pro pokles sazeb: ty by při inflačními cíli 0 % dlouhodobě byly 1 % nikoliv 3 %
- Cílem ČNB je proto **2% meziroční růst CPI**
- Podobně tak činí i všechny ostatní centrální banky ve vyspělých zemích



Měnový kurz jako nástroj uvolnění měnových podmínek

Úroková sazba a měnový kurz

- Měnový kurz historicky absorboval ekonomické šoky



Úroková sazba a měnový kurz

- Historicky výrazné pohyby kurzu (oslabení kurzu v 1997, 2002 – 2003, 2008 - 2009 až k 30 CZK/EUR).
- Měnový kurz jako substitut MP - kurzové oslabení nahrazuje nemožnost poklesu úrokových sazeb do výrazně záporných hodnot.
- ČNB by v případě dostatečného prostoru snížila MP sazby o 0,75 p.b až 1 p.b, což by zřejmě vedlo k oslabení kurzu v podobném rozsahu (více rozloženého v čase), jako způsobily nyní intervence.

Devizové intervence České republiky doporučovaly i mezinárodní instituce

Article IV Mission MMF (jaro 2013):

- *„If a persistent and large undershooting of the inflation target is in prospect, the CNB should employ additional tools. The CNB’s statement that additional monetary easing within the context of inflation targeting framework would come from foreign exchange (FX) interventions is welcome and has been clearly communicated. The mission agrees that FX interventions would be an effective and appropriate tool to address deflationary risks.“*

OECD (jaro 2013)

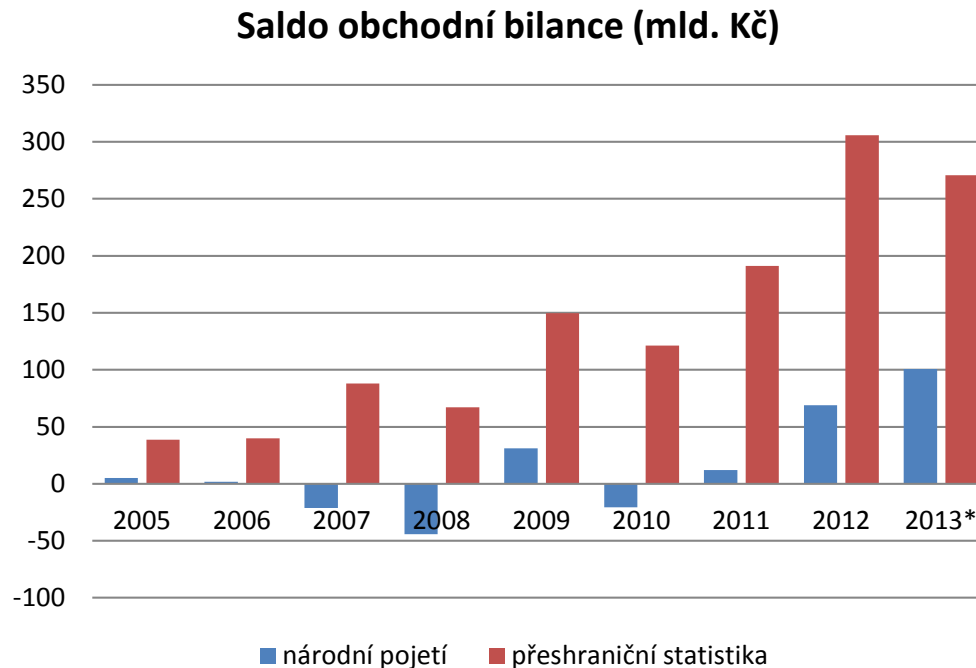
- *„Growth is projected to be too low to prevent a further widening of the output gap, implying continued weak inflation... monetary policy should become more accommodative.“*

Zajištění exportérů vůči kurzovému riziku („hedging“)

- Dle dotazníkového průzkumu se proti kurzovému riziku zajišťovalo 60 % exportně orientovaných firem, zajištěných bylo zhruba 88 % exportu.
- Většina z toho (něco přes polovinu) zajištěna přes přirozené zajištění (sladění plateb v cizí měně tak, aby zahraniční měny z vývozu produktů byly použity na nákup výrobních vstupů bez nutnosti konverze měn).
- Ve druhém čtvrtletí 2013 bylo zajištěno 37 % exportu vyvezeného v daném čtvrtletí a 35 % očekávaného exportu v příštích dvanácti měsících.
- Uvedená čísla jsou založena na šetření mezi velkými podniky, lze tedy předpokládat, že jsou nadhodnocena

Obchodní bilance pozor na interpretaci statistik

- Na obchodní bilanci je nutno pohlížet v národním pojetí
- Přeshraniční statistika obsahuje i tzv. branding a zkresluje tak OB



*suma prvních třech kvartálů 2013



Děkuji za pozornost

Informace naleznete také na webu ČNB

<http://www.cnb.cz>