

Kurzový závazek a jeho vliv na ekonomiku

Lubomír Lízal, Ph.D.

Čapí hnízdo, Olbramovice,
10. 10. 2015

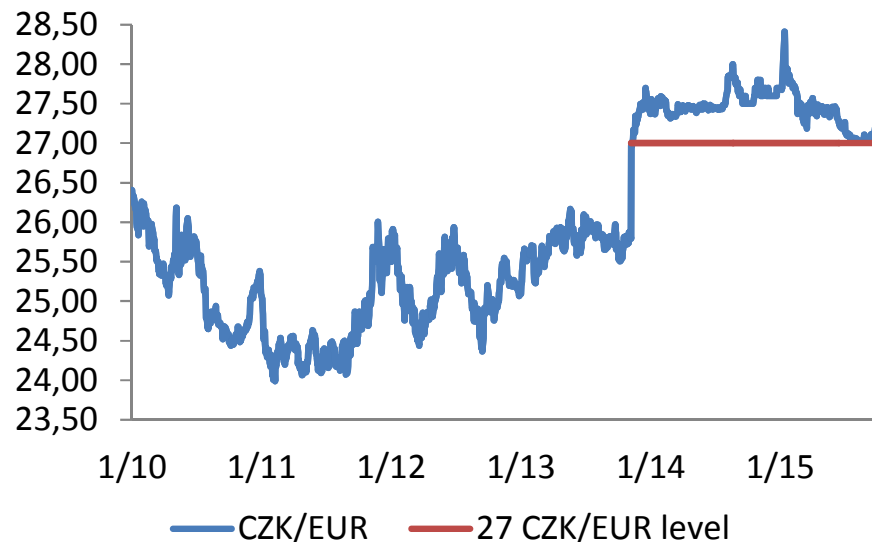
Např. **ČMKOS**: „Je velkou otázkou, zda se v delším časovém odstupu dostaví slibované přínosy. Tyto národohospodářské efekty jsou centrální bankou očekávány v důsledku měnové podpory exportně orientovaných průmyslových oborů.“ (11.11.2013)

VS.

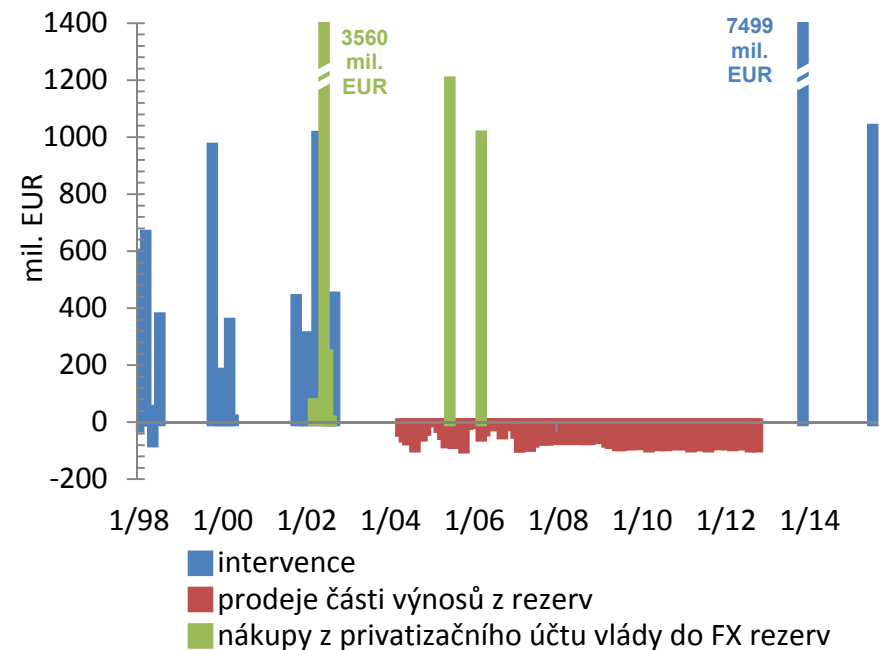
ČNB: Oslabením kurzu budou uvolněny měnové podmínky tak, aby mohl být dosažen inflační cíl. Pozitivním *vedlejším efektem* bude vliv na export.

- Bankovní rada 7. listopadu 2013 rozhodla začít používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek.
- BR rozhodla, že ČNB bude – v případě potřeby – intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR.
- Kurzový závazek ČNB je jednostranný. Znamená to, že se ČNB zavázala bránit přílišnému posílení kurzu koruny pod úroveň 27 korun za euro. Na silnější straně hladiny 27 CZK/EUR brání ČNB svými intervencemi, tj. prodejem korun a nákupy cizích měn, koruně v dalším posilování. Na slabší straně hladiny 27 CZK/EUR nechává ČNB kurz koruny pohybovat dle vývoje nabídky a poptávky na devizovém trhu.

Kurz koruny a závazek ČNB



Devizové operace ČNB od roku 1998



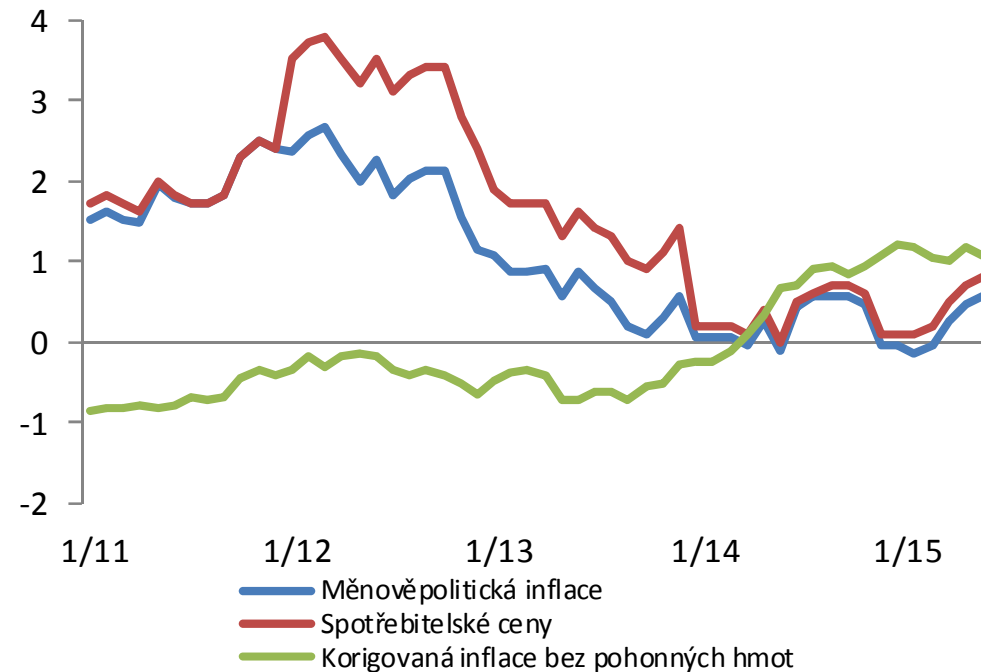
- Kurz rychle oslabil k hranici 27 CZK/EUR, následně se stabilizoval mírně nad ní, přičemž k hranici se přiblížil až v 7/2015.
- Intervenční nákup probíhal v prvních dnech a následně až v 7/2015.
- V mezidobí ČNB do vývoje kurzu v souladu s jednostranným charakterem svého kurzového závazku přímo nezasahovala.

	meziročně v %				
	Dostupné k 7.11.2013		Dostupné k 2.10.2015		
Hrubý domácí produkt (s.o.)	II/13	-1,3	II/15	4,6	↑
Index spotřebitelských cen	9/13	1,0	8/15	0,3	↓
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let (s.o.)	9/13	7,1	8/15	5,1	↓
Průměrná nominální mzda v podnikatelském sektoru (v Kč) (s.o.)	II/13	25 199	II/15	26 260	↑
Průměrná nominální mzda	II/13	1,2	II/15	3,4	↑
Počet volných pracovních míst	9/13	39 040	8/15	103 800	↑
Hrubý provozní přebytek nefinančních podniků	II/13	1,3	2014	13,3	↑
Význam nedostatečné poptávky jako bariéry růstu (v %)	IV/13	52,0	7/15	45,0	↓
Souhrnný indikátor důvěry (index)	10/13	88,9	9/15	95,9	↑

- Téměř všechny klíčové makroekonomické ukazatele se viditelně změnil v příznivém směru – tedy v souladu s tím, co ČNB avizovala.
- Inflace je oproti podzimu 2013 nižší, ale „jádrová“ inflace se v roce 2014 po mnoha letech vrátila do kladných hodnot a nyní roste meziročně o 1,1 %.

Inflace

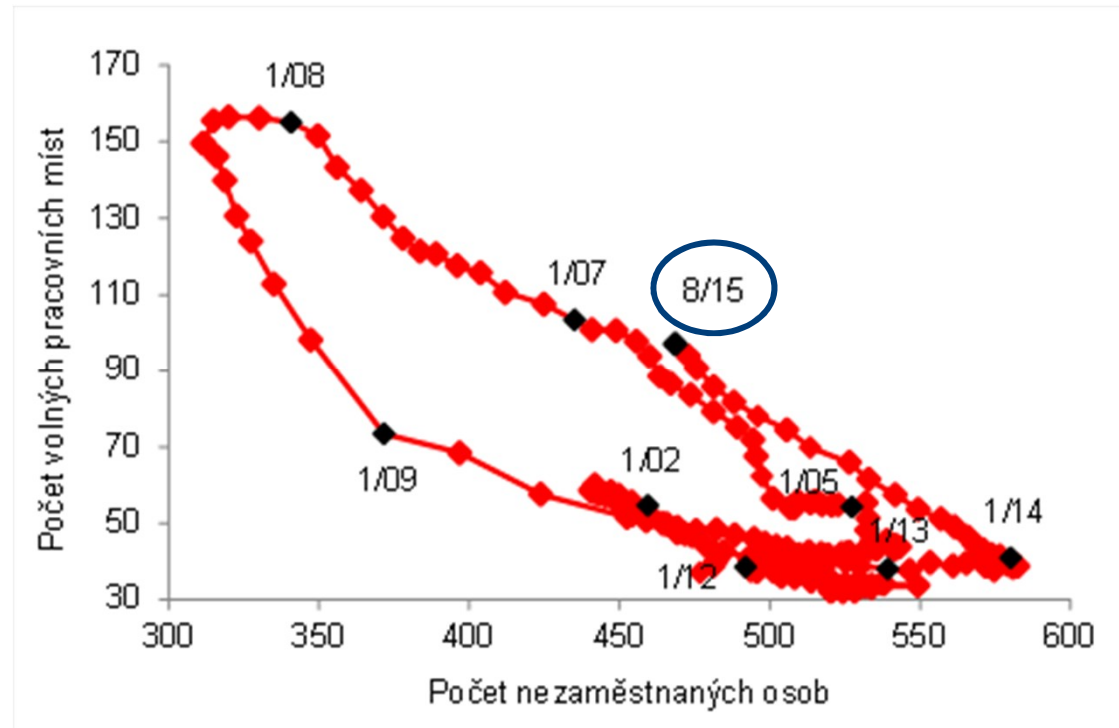
Meziroční inflace ve druhém čtvrtletí 2015 zhatně zrychlila (meziročně v %)



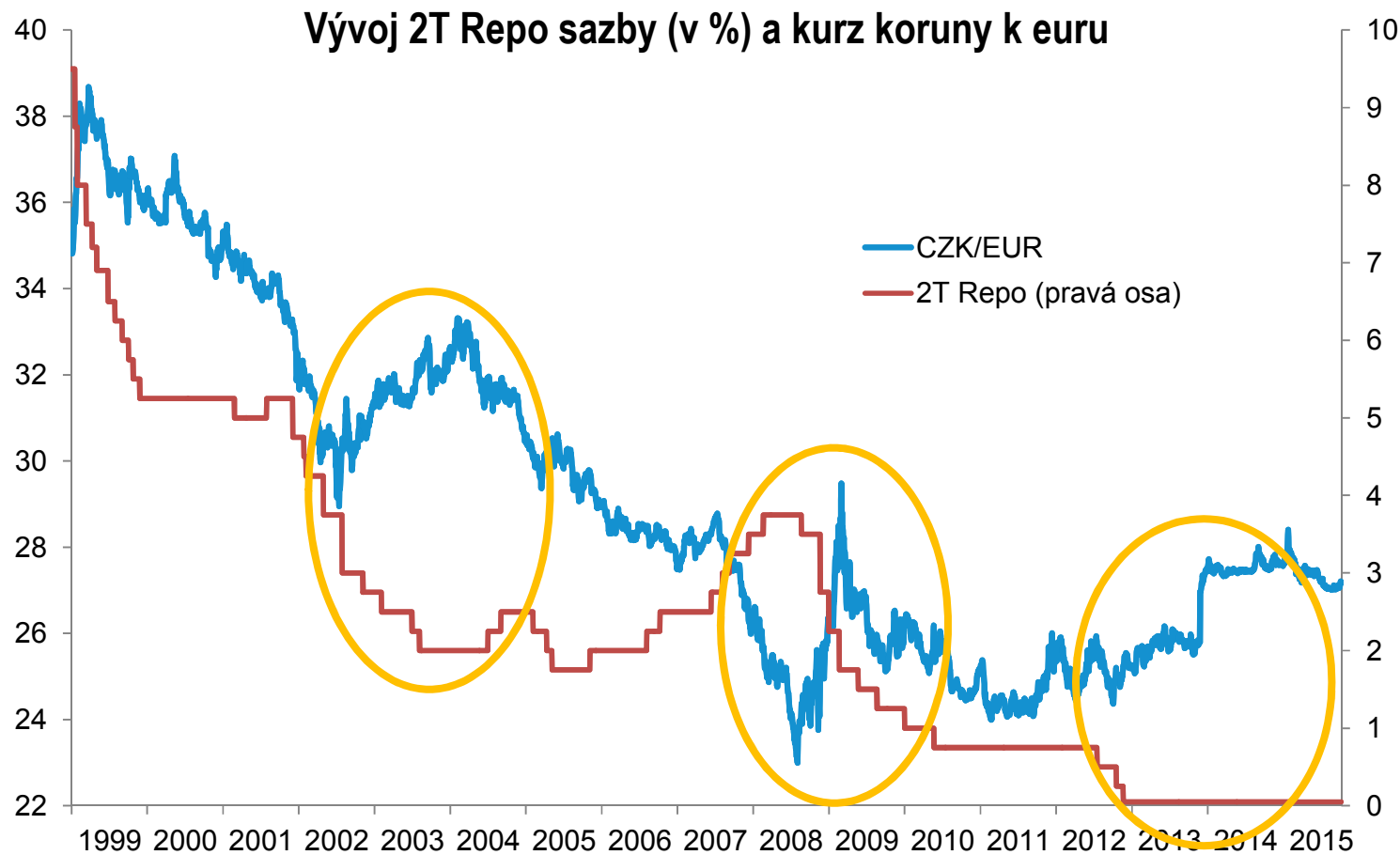
- V srpnu však růst celkové a měnověpolitické inflace, tedy inflace očištěné o primární dopady změn nepřímých daní, zpomalil a dosáhl hodnot jen 0,3 % a 0,1 %.
- Růst „jádrové“ inflace však zůstává na 1,1 %.

Beveridgova křivka

(sezonně očištěné počty v tis., zdroj: MPSV)

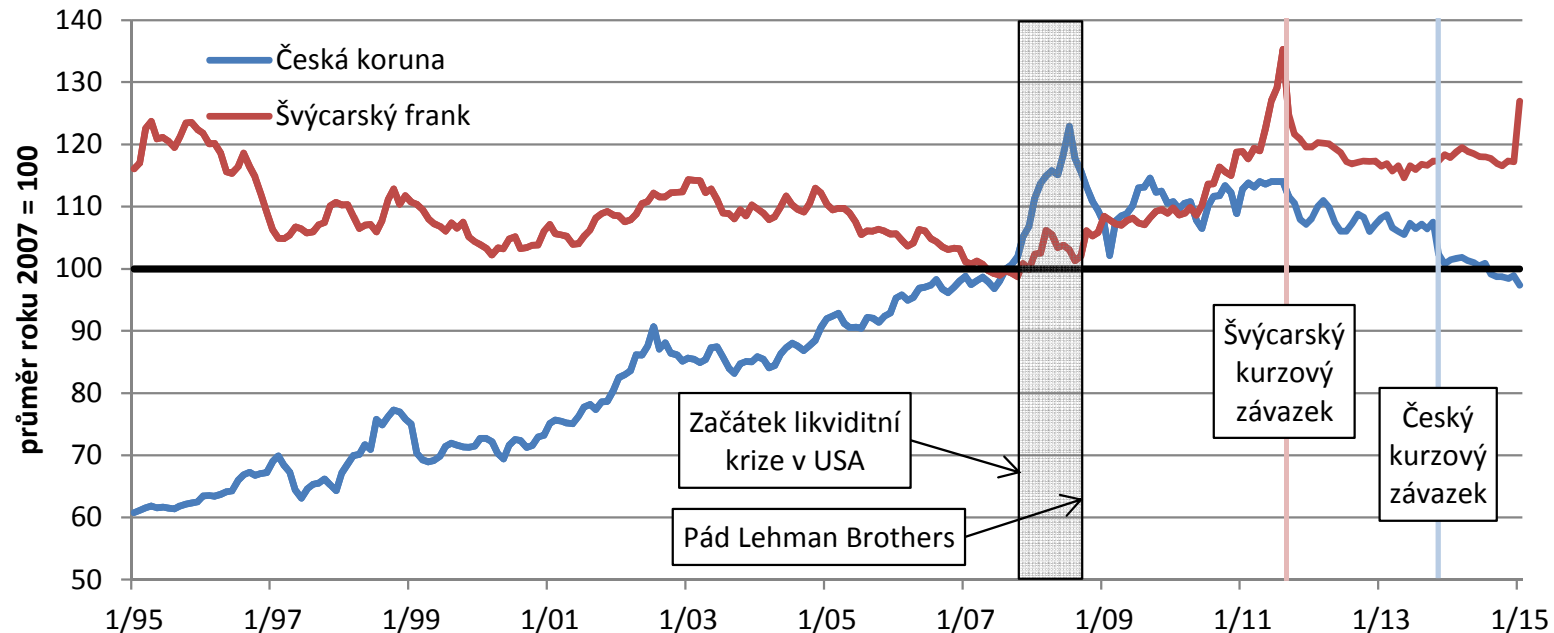


- Od počátku roku 2014 plynule roste počet volných pracovních míst a klesá počet nezaměstnaných.
- Ve srovnání s loňským srpnem se počet volných pracovních míst takřka zdvojnásobil a dosáhl 103,8 tis.



- Uvolňování měnových podmínek je vždy spojeno s oslabením kurzu.
- Projev existence tzv. nedosažitelné trojice: nelze mít současně nezávislou měnovou politiku, stabilní kurz a volný pohyb kapitálu!

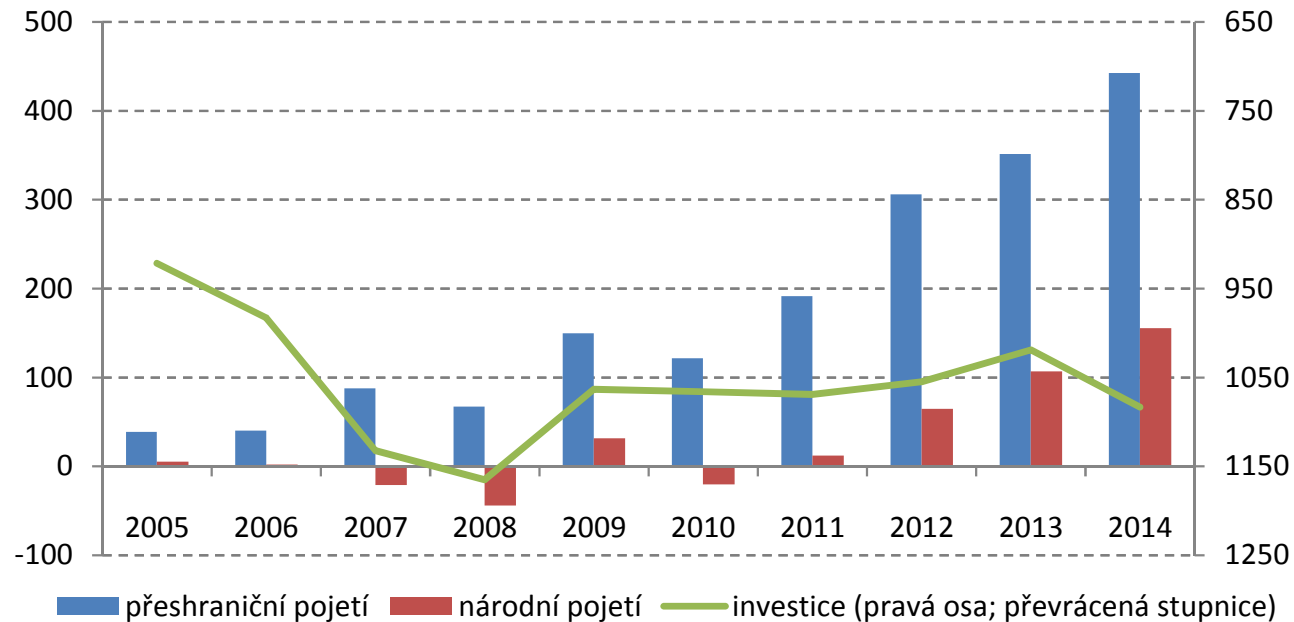
Reálný efektivní směnný kurz (2007 = 100 %)



Zdroj: BIS

- Snaha SNB omezit silné posilování franku po krizi roku 2008.
- Reálný efektivní směnný kurz koruny posílil během krizového období cca o 10 %, což je obdoba permanentního utažení měnové politiky.
 - Vyvažováno nejprve snižováním úrokových sazeb.
 - Slovní intervence mají pouze omezený vliv po omezenou dobu.
- Avšak Švýcaři měli jiný důvod pro kurzový závazek a intervence...

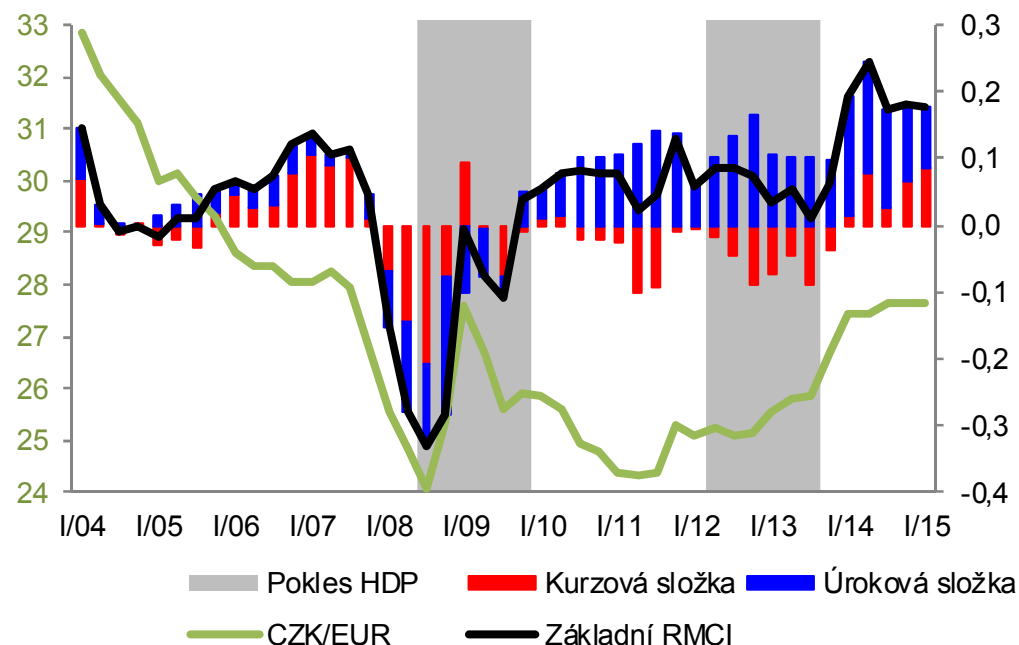
Saldo obchodní bilance a investice (mld. Kč)



- Cca 60-80 % objemu investic je importováno. Roční nominální objem investic mezi 2008 a 2013 poklesl o 170 mld. Kč. Čistý vývoz se tak čistě statisticky musel zlepšit o cca 100-135 mld. Kč ($= 170 \cdot 0,6 - 170 \cdot 0,85$).
- Celkové saldo obchodní bilance v roce 2013 bylo 107 mld. Kč.
- **Zdánlivě příznivé výsledky zahraničního obchodu tlačily na další posílení koruny.**
- Již v prvním pololetí 2014 byl oproti prvnímu pololetí 2013 přebytek obchodní bilance o 27 mld. Kč a investice o 30 mld. Kč větší → vzorec odkladů investic narušen!

Základní verze RMCI

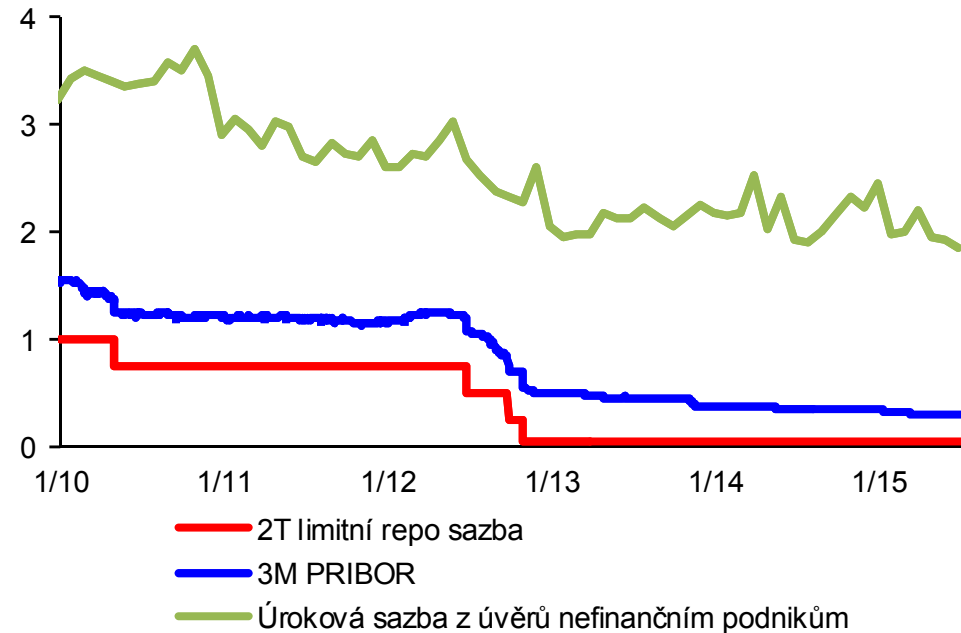
(kladné hodnoty odpovídají uvolněným měnovým podmínkám a naopak, zdroj: ČNB, vlastní výpočty)



- Index reálných měnových podmínek = tržní úroková sazba 3M PRIBOR upravená o inflační očekávání + kurzová složka
- Popisuje souhrnné nastavení měnové politiky.
- Měnové podmínky jsou od závěru roku 2013 výrazně uvolněné, nicméně jejich uvolnění se v poslední době poněkud zmírnilo vlivem poklesu inflačních očekávání.

Úrokové sazby v české ekonomice

(v %)



- Úroková sazba 3M PRIBOR (0,3 %) se udržuje na historicky nejnižších hodnotách, čímž odráží nastavení základních sazeb ČNB na tzv. technicky nulové úrovni.
- Klientské úrokové sazby se v druhém čtvrtletí 2015 u korunových úvěrů nefinančním podnikům pohybují v blízkosti 2 %.

- Investiční rozhodování: Kritériem výnosnosti projektu je jeho čistá současná hodnota.
 - Ta bere v úvahu budoucí peněžní toky a diskontuje je úrokovou mírou příležitosti, tj. očekávanou výnosností projektů stejné rizikovosti.
 - Očekávaná reálná úroková míra má následující složky:
 1. Očekávaný nominální úrok
 2. Očekávanou inflaci (se znaménkem mínus)
1. Jak ovlivnit (očekávaný) nominální úrok?
- Snížením (nominálních) úrokových sazeb
- Jednoduché, když jsou kladné a nenulové.
 - Pokud jsou již na nule, lze vyhlásit úrokový závazek a slíbit, že sazby zůstanou na dané nízké úrovni po určitou dobu (tzv. forward guidance, např. americký Fed).

2. Jak ovlivnit očekávanou inflaci?

➤ Politika inflačního cílování

- V běžných dobách lze změnami nominálních sazeb ovlivnit očekávanou inflaci, problém nastává při dosažení nulové hranice sazeb.

• Alternativní nástroje:

➤ Pomocí nestandardních nástrojů jako je kvantitativní uvolňování

- Změnou struktury finančních aktiv v ekonomice lze ovlivnit dlouhodobé úrokové sazby a nepřímo i očekávanou inflaci v budoucnu (Fed, BoE, ECB).

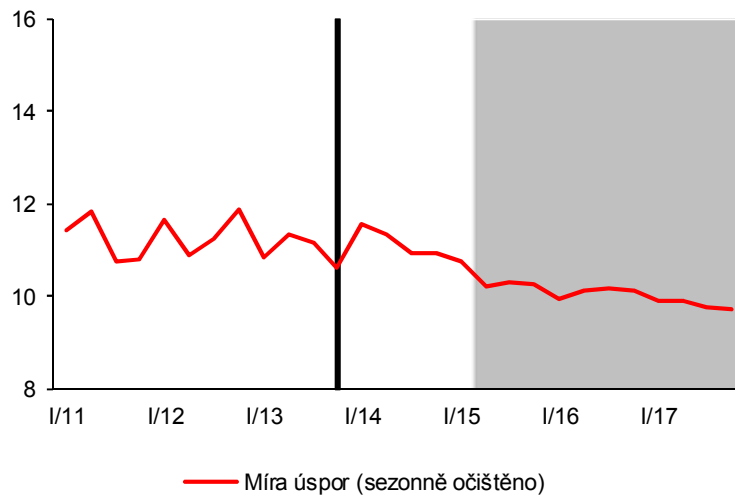
➤ Přímým oslabením měny

- Kurzovou složku lze využít kdykoliv, proti vlastní měně může centrální banka intervenovat neomezeně.
- Lze vyhlásit kurzový závazek, tedy slib nepovolit posílení měny nad určitou úroveň po určitou dobu (ČNB).
- Kurzový závazek ČNB zvyšuje inflační očekávání, tím snižuje reálné úrokové sazby, uvolňuje reálné měnové podmínky, podporuje spotřebu dlouhodobého charakteru a zvyšuje investiční aktivitu.

Míra úspor domácností

Míra úspor domácností se bude zvolna snižovat až lehce pod 10 % na konci roku 2017

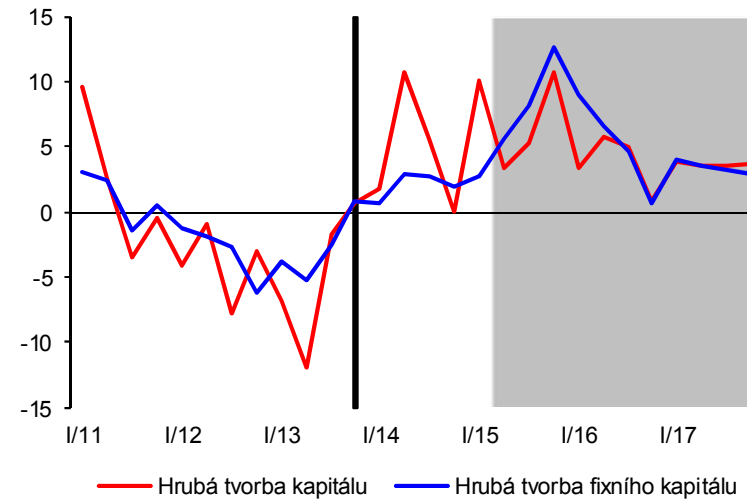
(v %)



Hrubá tvorba kapitálu

Hrubá tvorba kapitálu v letošním roce poroste s přispěním čerpání EU fondů, poté její dynamika zvolní

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



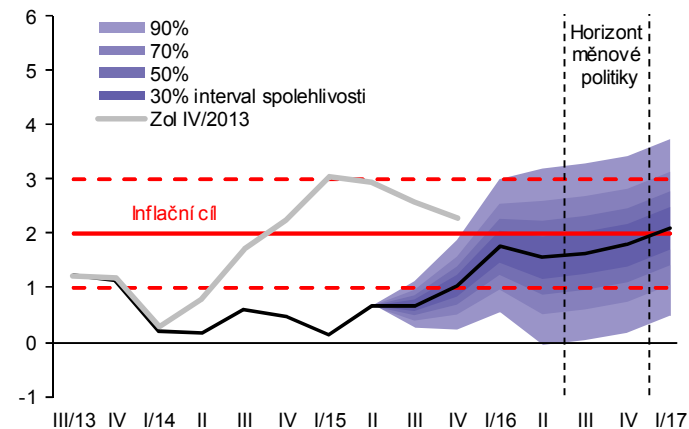
- Míra úspor se v čase konstantně snižovala z 12,5 % v roce 2010 na cca stabilních 11,5 % v letech 2011-13 a následně na cca 10,5 % v letošním roce.
- Od vyhlášení kurzového závazku obnovení růstu investic, který se po odeznění vlivu čerpání EU fondů vrátí na hodnoty okolo 4 %.

Výhledy inflace, sazeb a HDP: Tehdy (Zol IV/2013) a nyní (Zol III/2015)

Prognóza celkové inflace

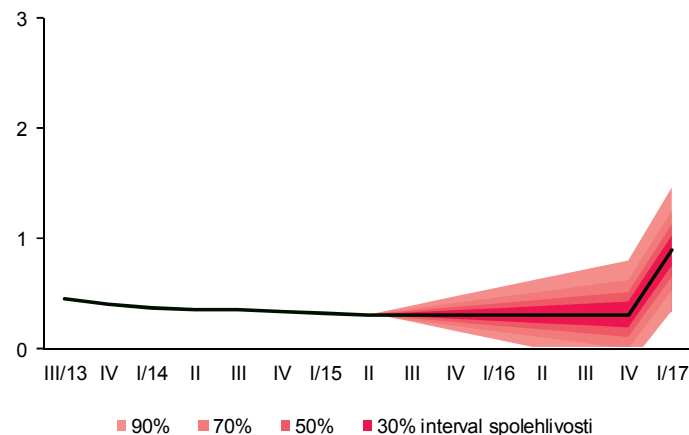
Celková inflace se zvýší, avšak 2% cíle dosáhne až v roce 2017

(meziročně v %)



Prognóza úrokových sazeb

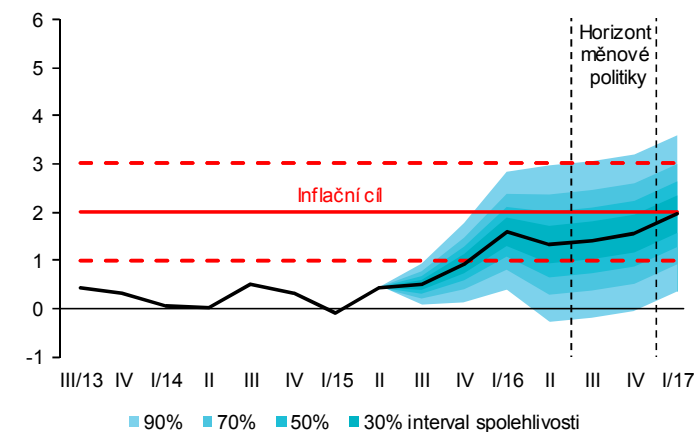
Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do konce roku 2016, v roce 2017 je s ní konzistentní nárůst sazeb (3M PRIBOR v %)



Prognóza měnověpolitické inflace

Měnověpolitická inflace se na horizontu měnové politiky bude nacházet pod 2% cílem

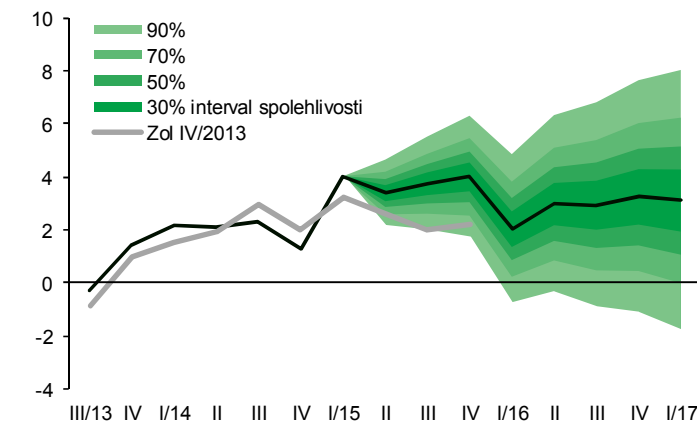
(meziročně v %)



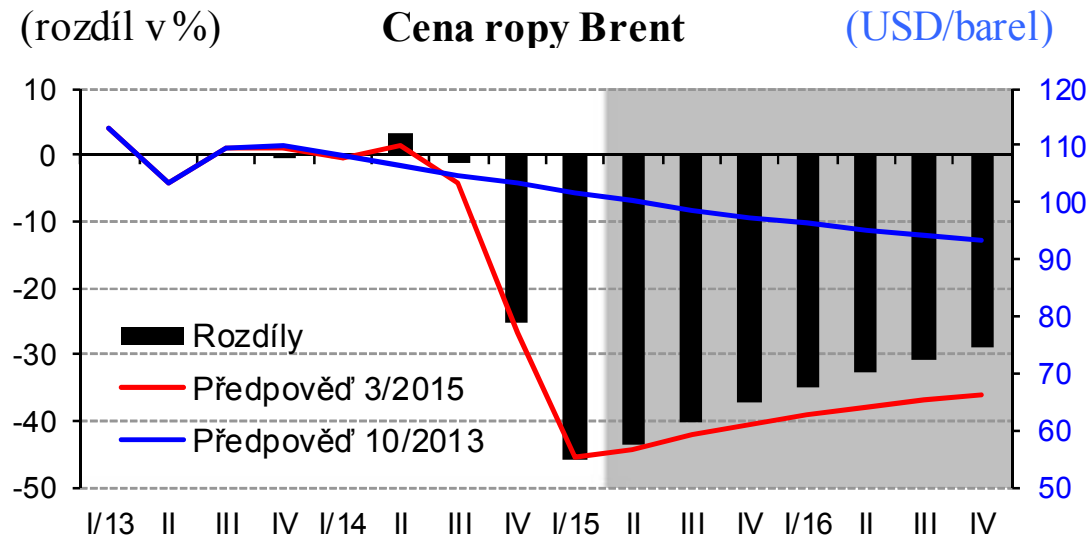
Prognóza růstu HDP

V letošním roce HDP rychle poroste, v dalších dvou letech tempo růstu mírně zvolní

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

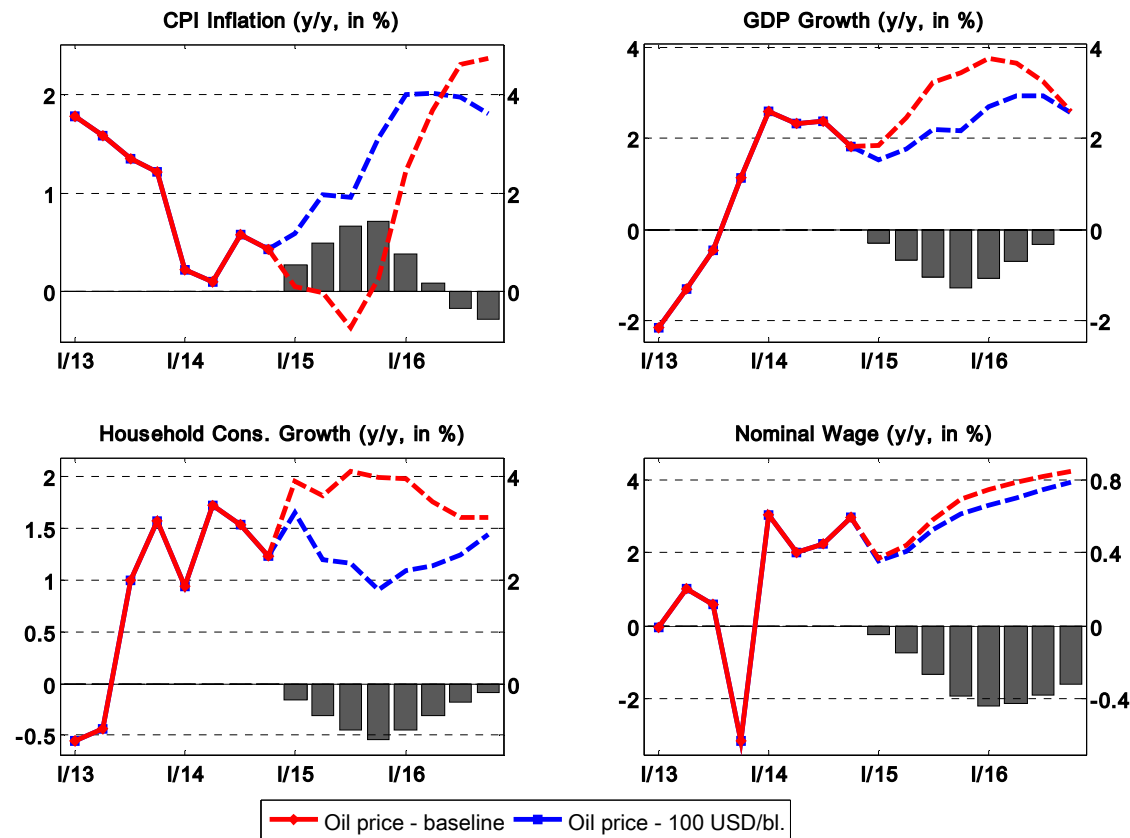


- Nízké ceny ropy představují pro českou ekonomiku pozitivní nákladový šok – i přes jejich protiinflační působení.
- Jak velký šok? ČR je čistým dovozcem ropných produktů.
 - V letech 2012 a 2013, kdy se průměrná cena barelu ropy pohybovala nad 100 dolary, byl deficit zahraničního obchodu s ropnými produkty mezi 120–130 miliardami korun.
 - Pokud bude cena ropy dlouhodobě poloviční, očekávám obdobný pokles tohoto deficitu, tedy na polovinu, cca o **60 miliard** (v souladu s prognózou ČNB).
- To znamená cca **třetinový nárůst přebytku obchodní bilance** (v roce 2013 107 mld. Kč, v roce 2014 150 mld. Kč).
- Skoro stejně velký stimul pro českou ekonomiku, jako loňský deficit státního rozpočtu (**78 mld. Kč**).



- Cena ropy Brent se očekávala okolo 100 dolarů/barel, namísto toho ale začátkem roku 2015 spadla k 60 dolarům/barel.
- Pro potřeby analýzy dopadu na českou ekonomiku ČNB zkonstruovala na bázi únorové prognózy citlivostní scénář s cenou ropy zafixovanou na 100 dolarech/barel.

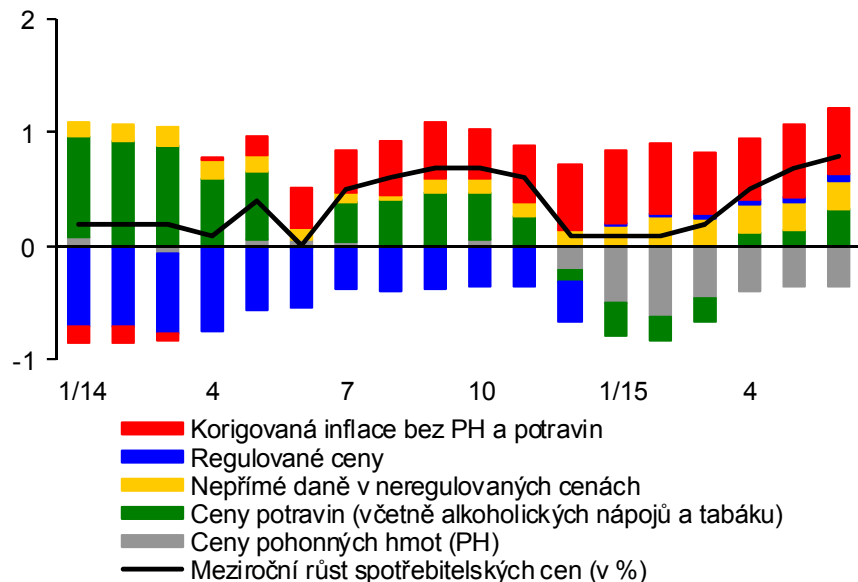
Citlivostní scénář únorové prognózy: vyšší cena ropy Brent



- S cenou 100 dolarů/barel by v roce 2015 byla inflace v průměru o 1 procentní bod výše, růst HDP a spotřeby domácností by však byly výrazně nižší.
- Analýzy České národní banky potvrdily, že propad cen ropy je pozitivním nabídkovým šokem, který urychlí růst české ekonomiky v roce 2015. Na primární dopady tohoto šoku do cenové hladiny přitom Česká národní banka v souladu se svou předchozí komunikací nebude reagovat.

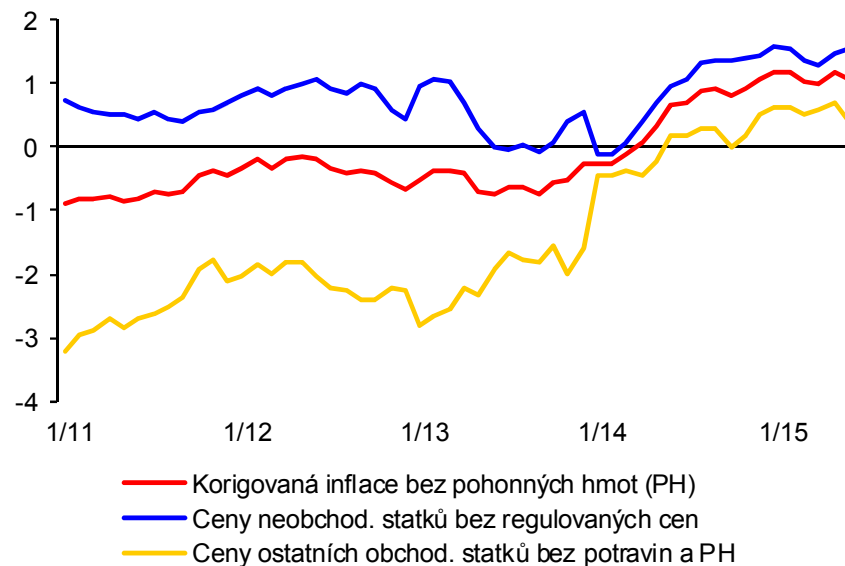
Struktura inflace

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Korigovaná inflace bez pohonných hmot

(meziroční změny v %)



- Pokles cen pohonných hmot byl převážen růstem ostatních tržních cen a změnami daní.
- „Jádrová“ inflace se v roce 2014 po mnoha letech vrátila do kladných hodnot, kladná tempa navíc vykazují obě její složky.
- Vliv oslabení kurzu tak působí v souladu s předpoklady.

- Bankovní rada také rozhodla nadále používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek a potvrdila závazek České národní banky intervenovat v případě potřeby na devizovém trhu na oslabení kurzu tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 korun za euro.
- Česká národní banka je stále v souladu s tím připravena automaticky, tedy bez nutnosti dalšího rozhodnutí bankovní rady, provádět časově i objemově neomezené intervence.
- Asymetrický charakter tohoto kurzového závazku, tedy ochota zasáhnout pouze vůči posilování kurzu pod vyhlášenou hladinu, se nemění.
- Návrat do standardního režimu měnové politiky přitom nebude na horizontu prognózy znamenat posílení kurzu na mírně nadhodnocenou úroveň před vstupem do intervenčního režimu mimo jiné kvůli tomu, že v mezidobí dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do domácích cen i dalších nominálních veličin.

- Lze konstatovat, že rizika stávající prognózy jsou pro nejbližších několik čtvrtletí protiinflační zejména v důsledku nižších cen potravin, pohonných hmot a regulovaných cen energií.
- Tato rizika souvisejí s poklesem světových cen ropy i dalších komodit. Ten vede k očekávání utlumenějšího cenového vývoje v globální ekonomice a zároveň způsobuje, že uvolněná měnová politika ve světě bude zřejmě pokračovat delší dobu, než se původně předpokládalo.
- Na horizontu měnové politiky jsou uvedena protiinflační rizika vyvažována oproti prognóze příznivějšími údaji z domácí ekonomiky, tedy rychlejším růstem hrubého domácího produktu a mezd.
- Bankovní rada v této situaci opět konstatovala, že Česká národní banka neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém pololetí roku 2016.

Děkuji za pozornost

www.cnb.cz

Lubomír Lízal, Ph.D.
člen bankovní rady ČNB
lubomir.lizal@cnb.cz