

Aktuální vývoj v české ekonomice a měnová politika ČNB

Miroslav Singer
guvernér, Česká národní banka

Právnická fakulta Univerzity Palackého
Olomouc, 20. listopadu 2013

Obsah

- Nedávný vývoj v EU/eurozóně
- Aktuální makroekonomický vývoj v ČR
- Měnová politika, nejnovější prognóza ČNB a tři scénáře budoucího vývoje
- Je deflace hrozbou?

Nedávný vývoj v EU/eurozóně

Příznivé faktory

- politiky EK a ECB snížily napětí na finančních trzích
- zlepšují se indikátory očekávání
- určitý pokrok ve strukturálních reformách v periferních zemích
- většina ekonomik EU zaznamenala ve 2Q2013 mezičtvrtletní růst HDP

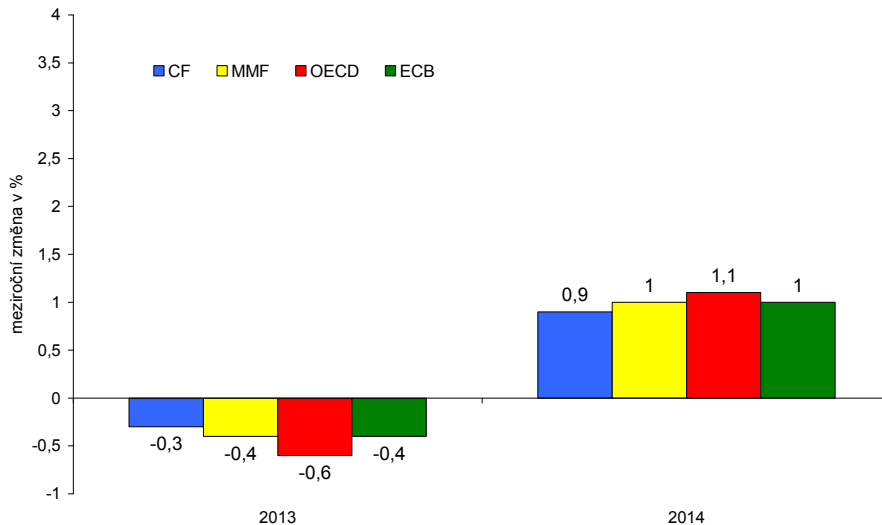
Nepříznivé faktory a rizika

- strukturální nesourodost EMU
- finanční fragmentace
- vysoká úroveň dluhu
- nejistoty o zdraví a odolnosti bankovního sektoru
- pomalý růst úvěrů a nízké investice
- vysoká nezaměstnanost a nízká tvorba nových pracovních míst
- zpomalení mzč. růstu v EMU z 0,3% v 2Q na 0,1% v 3Q
- inflace v EMU: 0,7% v říjnu

Rizika rozpadu eurozóny se snížila, ale nadále přetrvávají rizika pro hospodářský růst a finanční stabilitu v prostřední vysokého zadlužení

Nejnovější prognózy pro eurozónu

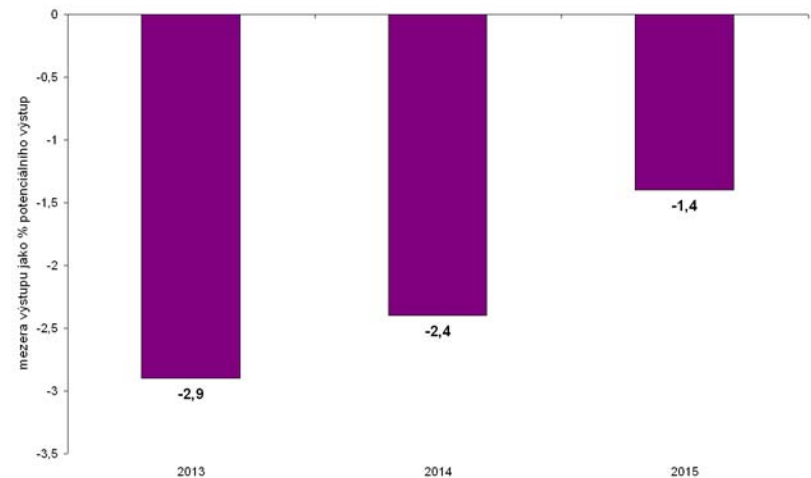
HDP



Pramen: Consensus Forecasts, MMF, OECD, ECB

Po poklesu eurozóny v roce 2013 by mělo v roce 2014 dojít k mírnému oživení

Mezera výstupu

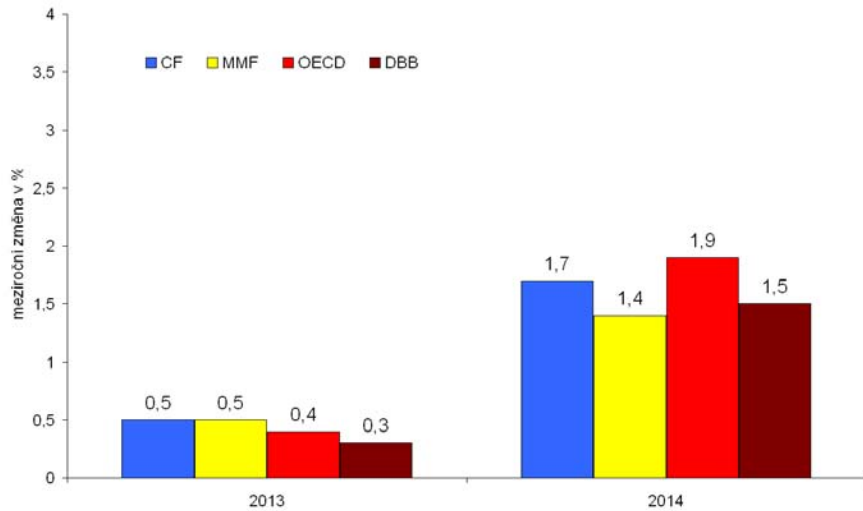


Pramen: Evropská komise, European Economic Forecast, Autumn 2013

Oproti roku 2013 bude mezera výstupu v roce 2015 poloviční, ale stále poměrně vysoká

Nejnovější prognózy pro Německo

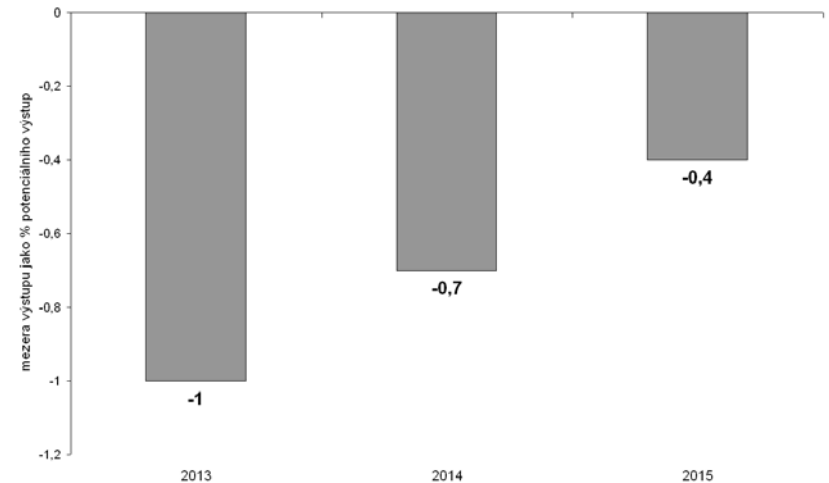
HDP



Pramen: Consensus Forecasts, MMF, OECD, DBB

Růst v roce 2013 by měl v roce 2014 zůstat na poměrně nízkých tempech

Mezera výstupu



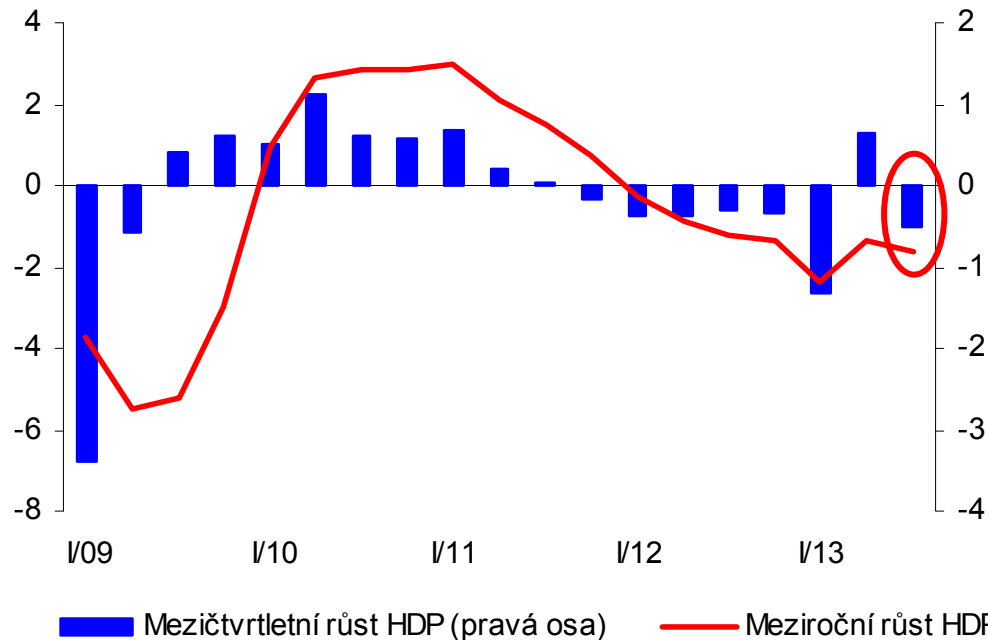
Pramen: Evropská komise, European Economic Forecast, Autumn 2013

Mezera výstupu bude přetrvávat ještě i v roce 2015

Aktuální makroekonomický vývoj v ČR

Hrubý domácí produkt

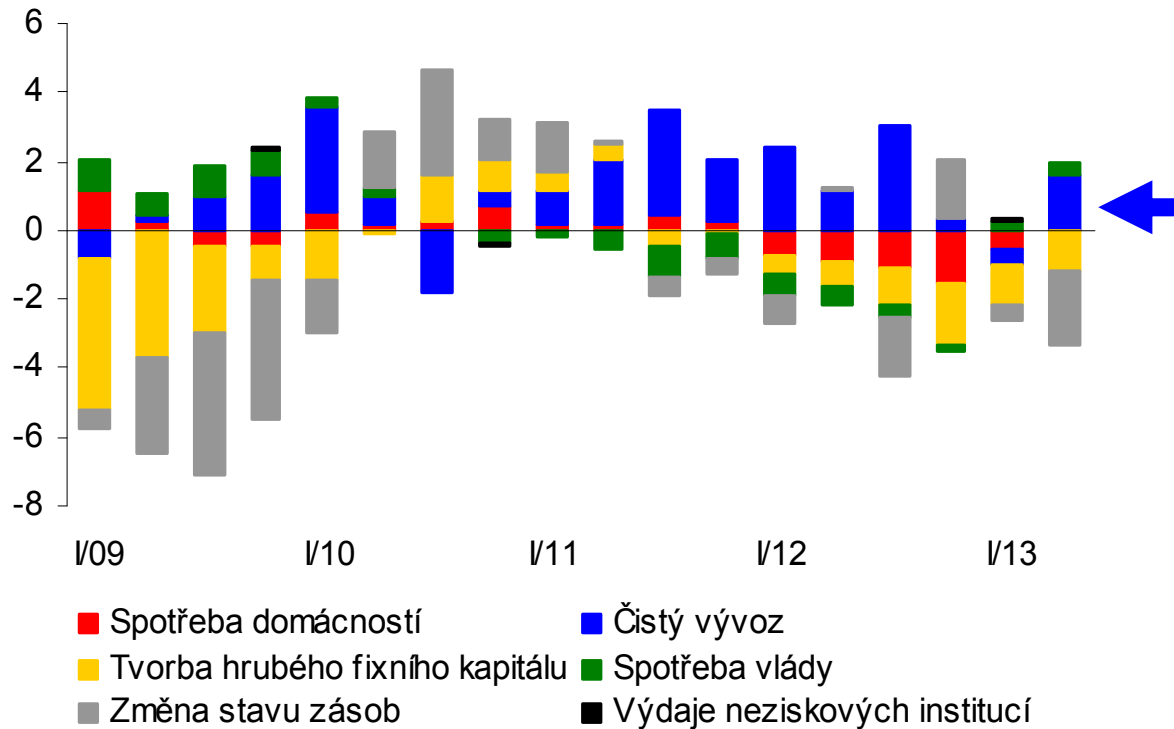
(2009Q1-2013Q3; meziroční a mezičtvrtletní změny v %
ve stálých cenách; sezónně očištěné údaje)



Pramen: ČSÚ

Optimismus druhého čtvrtletí (mezičtvrtletní růst o 0,6%) nepotvrzuje předběžný odhad za třetí čtvrtletí (mezičtvrtletní pokles o 0,5%)

Struktura HDP v ČR (2009Q1-2013Q2; sezónně očištěno)

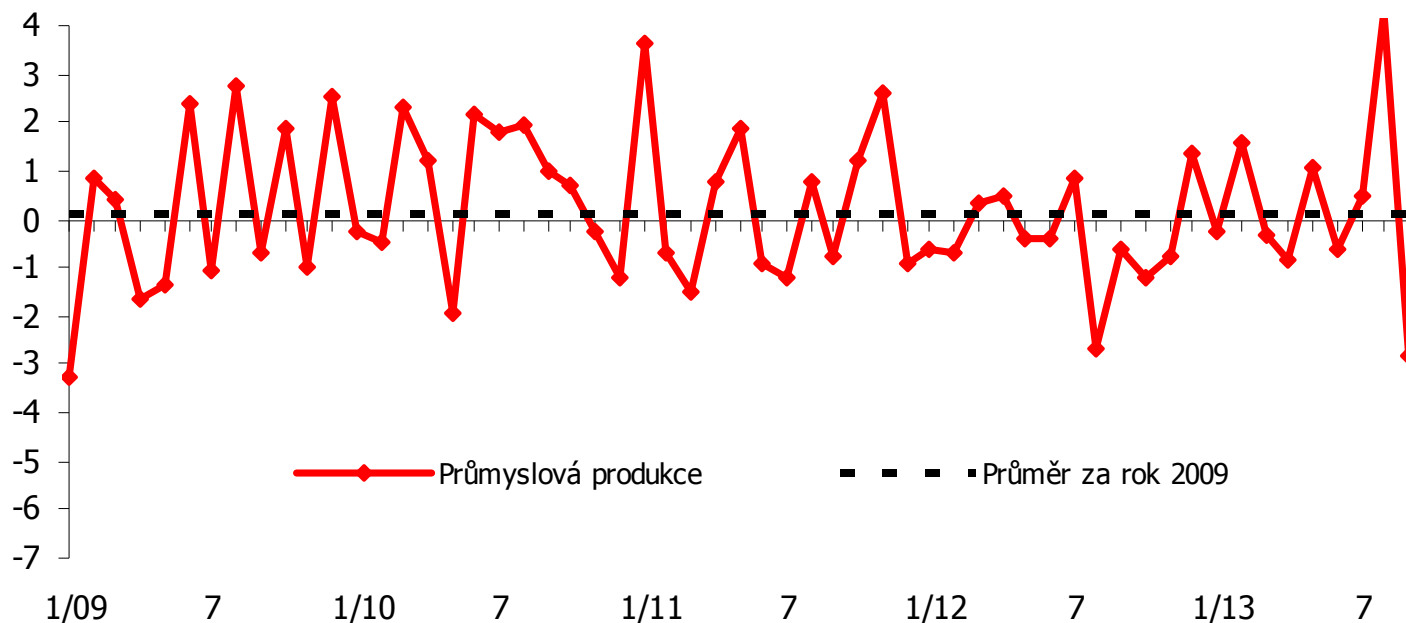


Pramen: ČSÚ

Kladný příspěvek spotřeby vlády a čistého vývozu k vývoji HDP byl ve 2013Q2 převážen poklesem zásob a fixních investic; hlavním růstovým faktorem byl vývoz

Průmyslová produkce

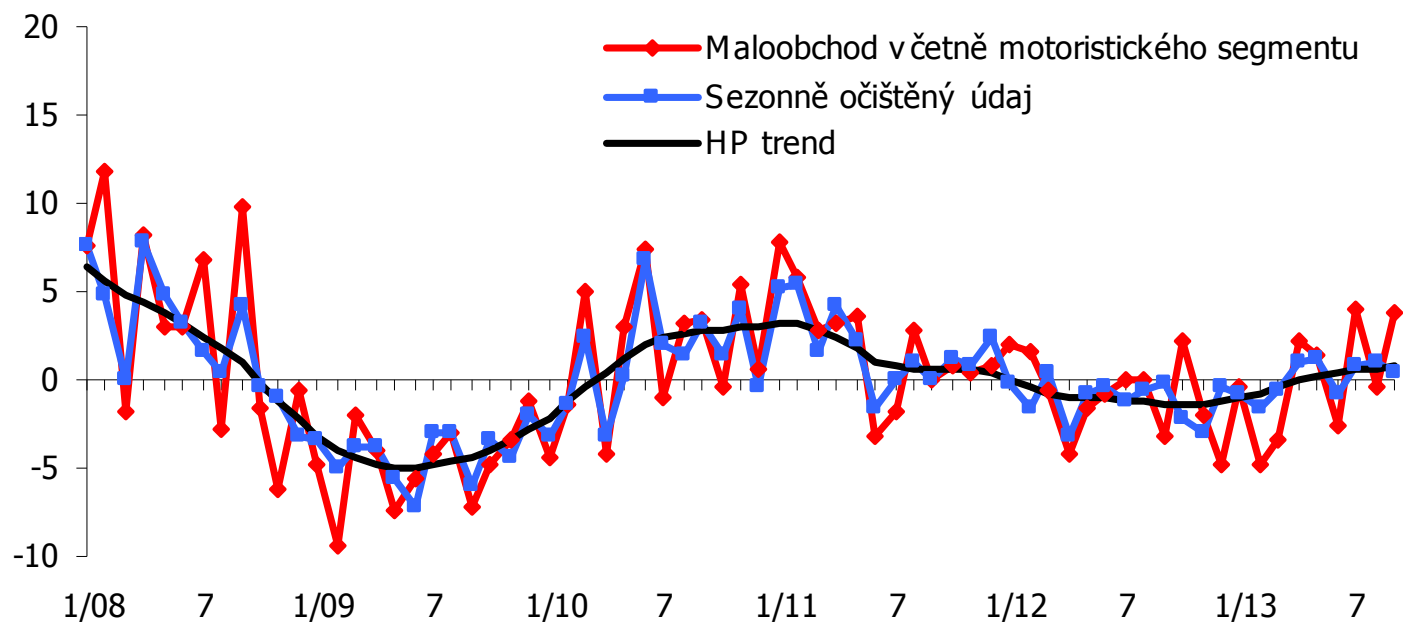
(meziměsíční změny v %, stálé ceny, sez. oč.)



Pramen: ČSÚ, vlastní propočít

Sezónně očištěná průmyslová produkce v posledních měsících výrazně oscilovala: červenec 0,5%, srpen 4,3%, září -2,8%; v září byla výrazně pod průměrem za rok 2009 (první rok krize)

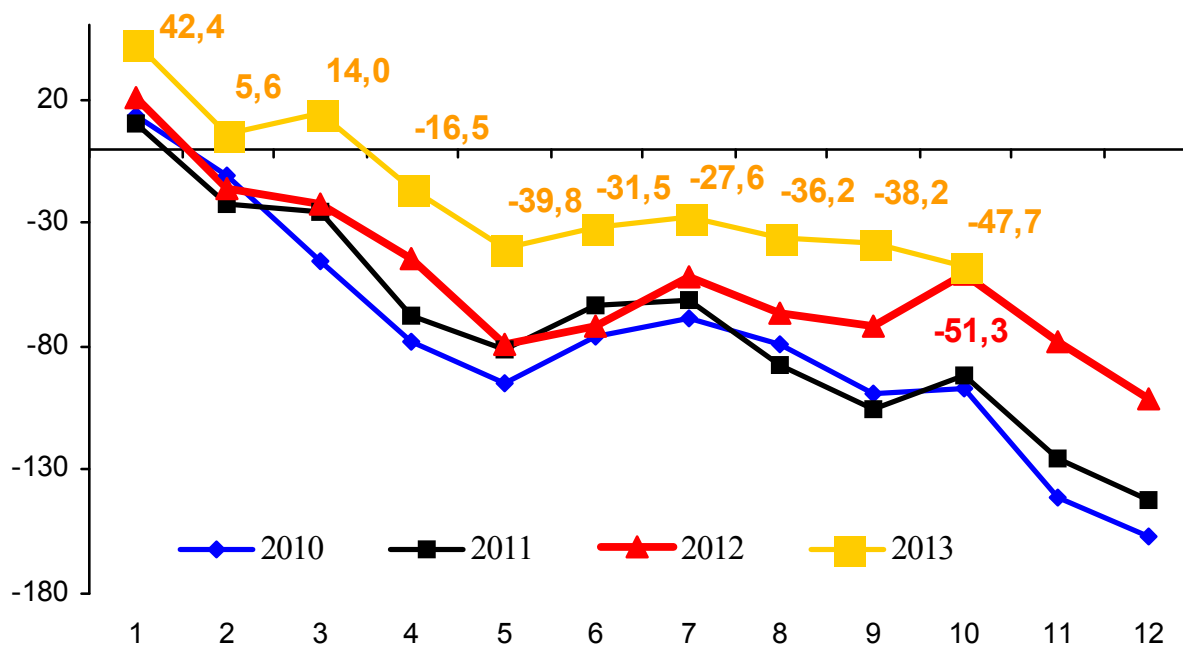
Tržby v maloobchodě (meziroční změny v %; stálé ceny)



Pramen: ČSÚ

Tržby v maloobchodě rostou jen pozvolna (sezónně očištěné: červenec 0,8%, srpen 1%, září 0,3%); rychlejšímu růstu brání pomalý růst nominálních mezd, nezaměstnanost a nejistoty

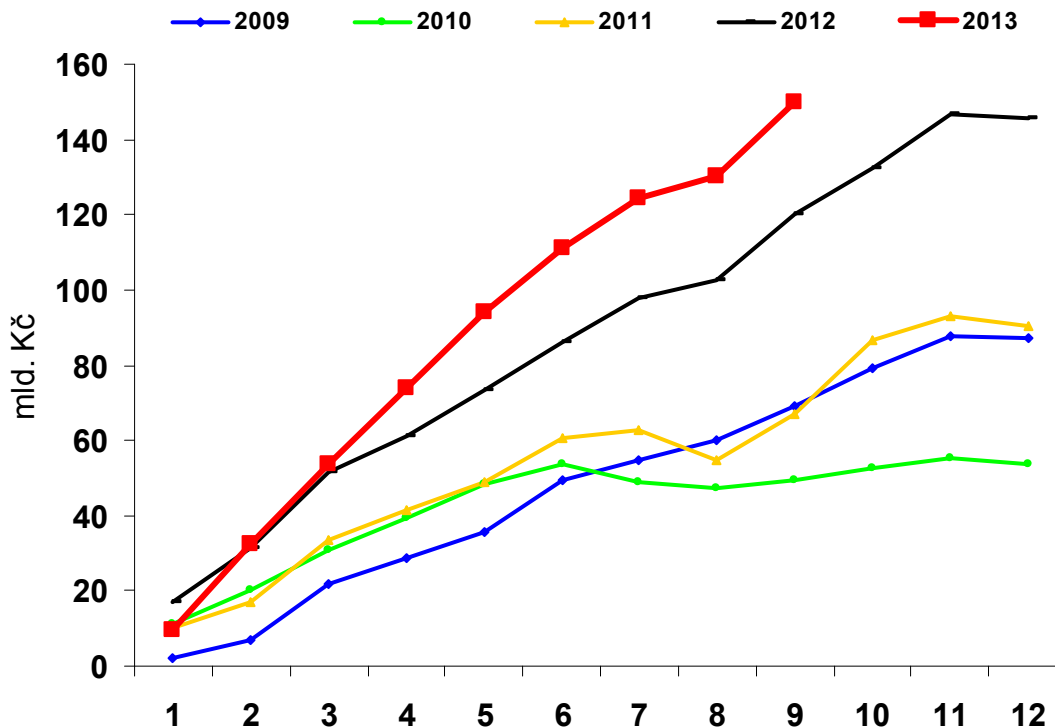
Pokladní plnění státního rozpočtu (v mld. Kč – metodika GFS 1986)



Pramen: Ministerstvo financí

S výjimkou října se státní rozpočet v roce 2013 vyvíjel výrazně lépe, než v předešlých letech

Obchodní bilance – roční kumulativy (v mld. Kč; metodika platební bilance)

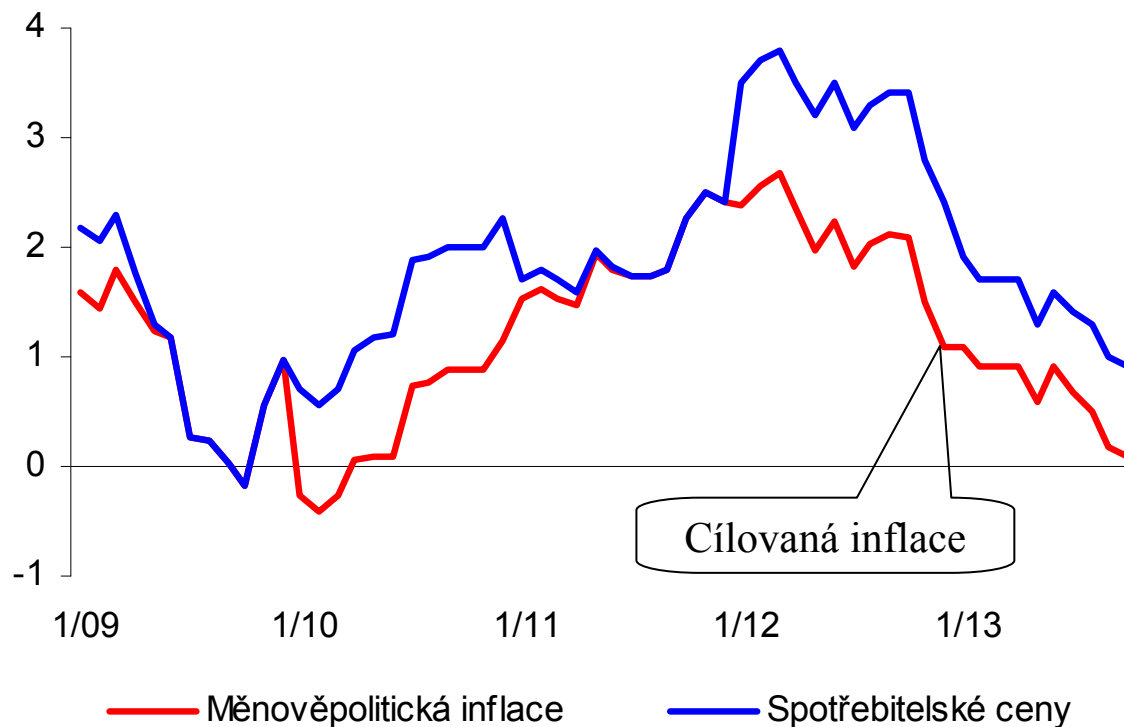


Pramen: ČNB

Pozitivní výkon zahraničního obchodu zůstává „konstantou“ české ekonomiky, byť předběžné údaje naznačují pokles exportní výkonnosti

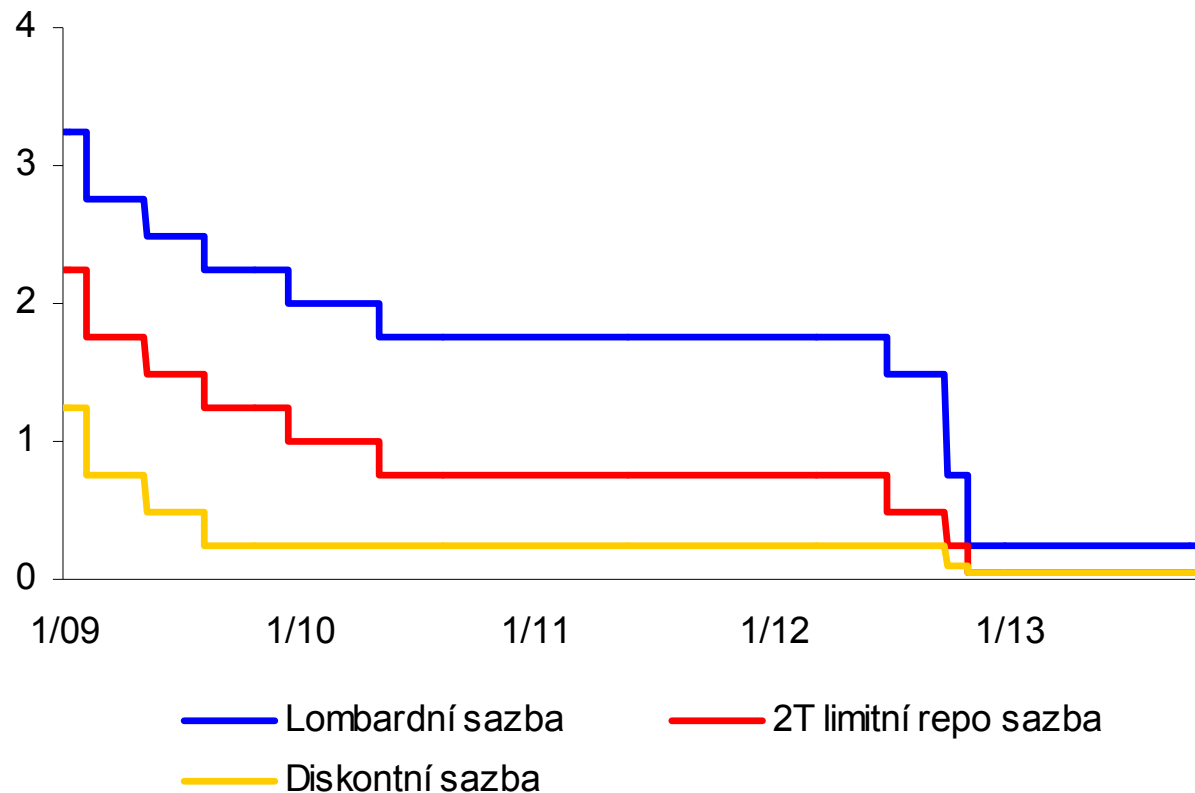
Inflace

(meziroční změny v %)



Celková inflace i měnověpolitická inflace v posledních měsících setrvale klesají; celková inflace: 1,4% v červenci, 1,3% v srpnu, 1% v září, 0,9% v říjnu

Základní sazby ČNB (v %)



Pramen: ČNB

ČNB v listopadu 2012 snížila základní úrokové sazby na „technicky nulovou“ úroveň

Měnová politika, nová prognóza ČNB a tři scénáře budoucího vývoje

O čem rozhodla Bankovní rada 7. listopadu?

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

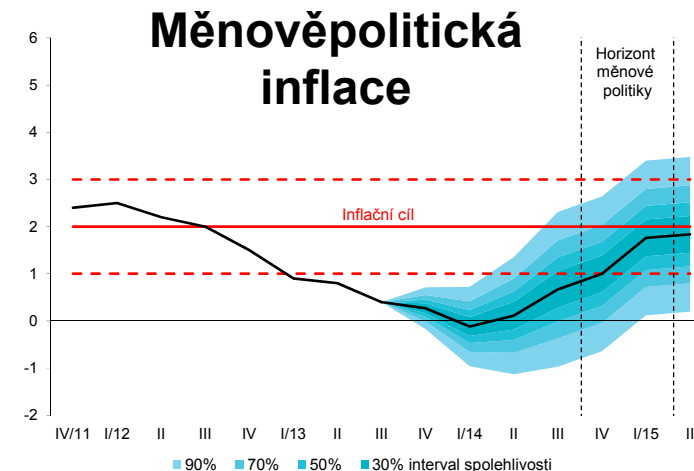
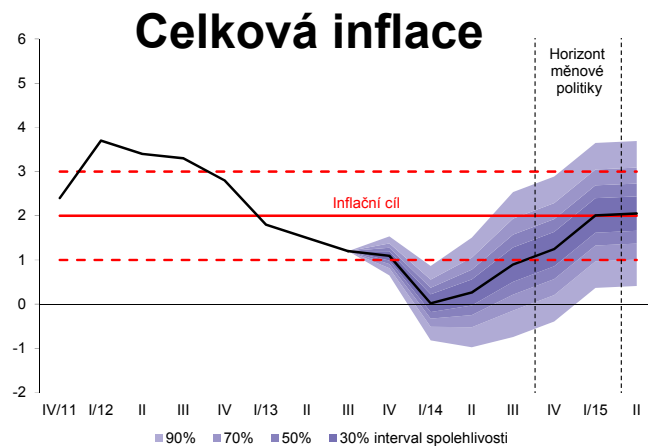
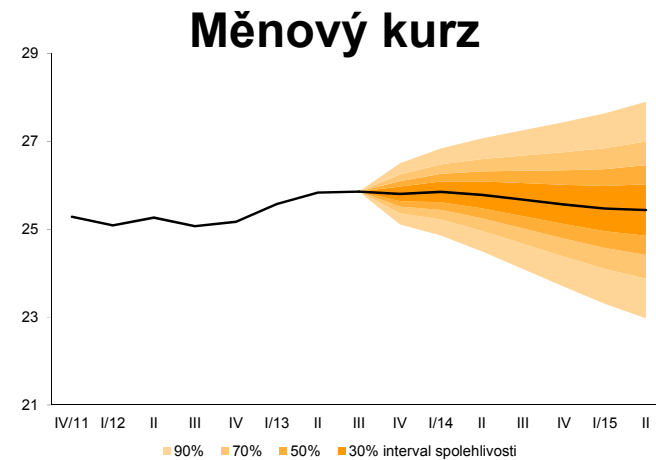
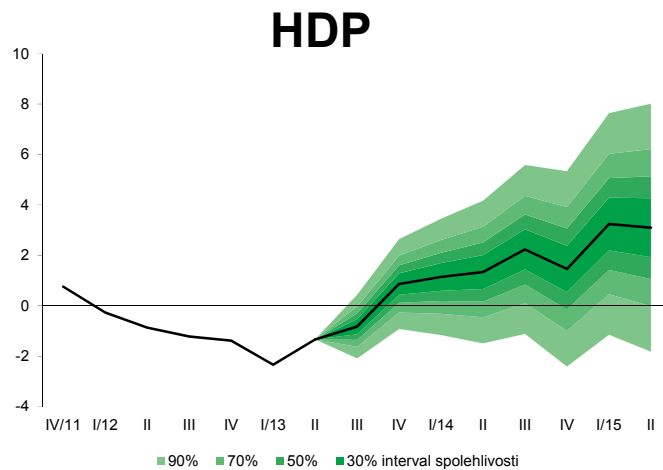
Devizové intervence se staly, jak ČNB již déle než rok upozorňovala, nově používaným nástrojem v režimu cílování inflace

3 scénáře budoucího vývoje

1. Základní scénář se zápornými sazbami – hypotetický scénář, který ukazuje, co by se stalo, kdyby tržní úrokové sazby mohly být záporné
2. Scénář pasivity měnové politiky – scénář který ukazuje, co by se stalo, kdyby ČNB devizové intervence nezahájila; scénář implikuje posilování kurzu
3. Alternativní scénář používání měnového kurzu – scénář, který ukazuje, co se pravděpodobně stane poté, co ČNB zahájila devizové intervence

Počínaje 7. listopadem 2013 se naplňuje alternativní scénář používání měnového kurzu

Základní scénář se zápornými sazbami

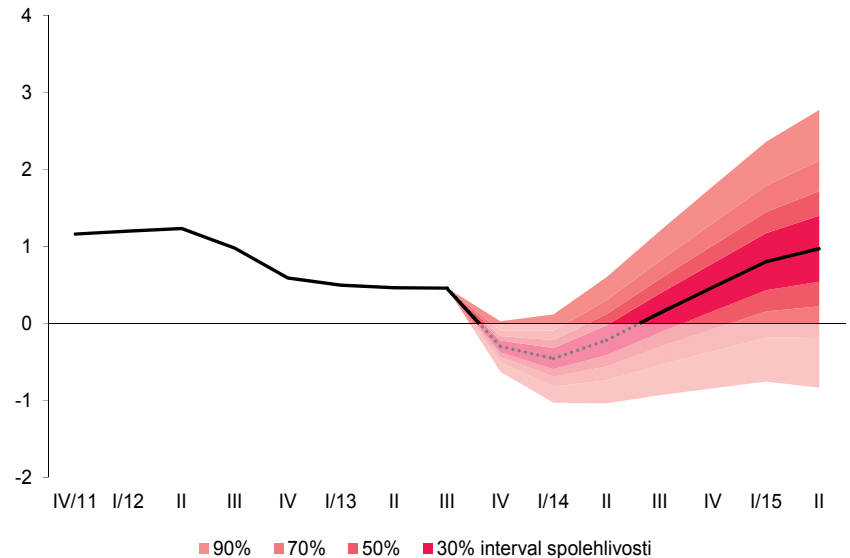
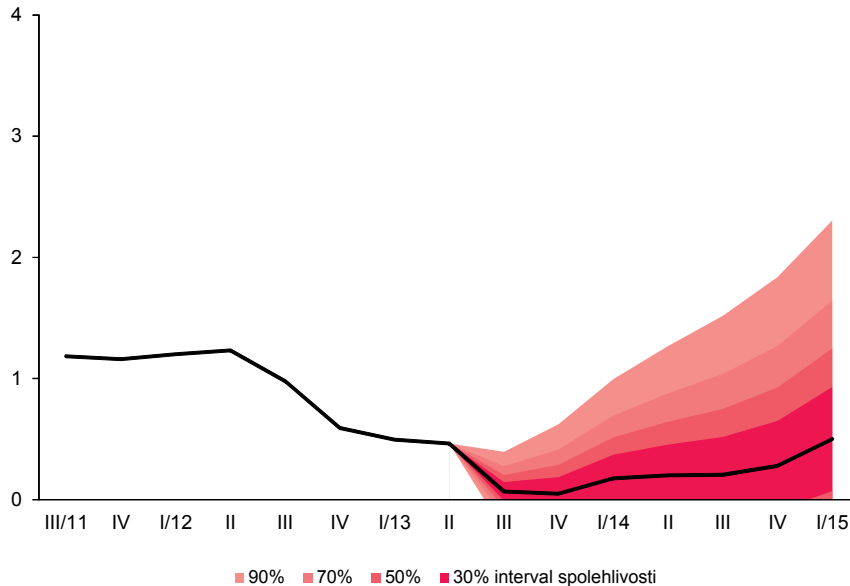


Celková inflace se počátkem roku 2014 sníží až k nule a měnově politická inflace krátkodobě překmitne do lehce záporných hodnot

Prognóza úrokových sazeb (3M PRIBOR)

Základní scénář prognózy: 1.8.2013

Základní scénář prognózy: 7.11.2013



Pramen: ČNB

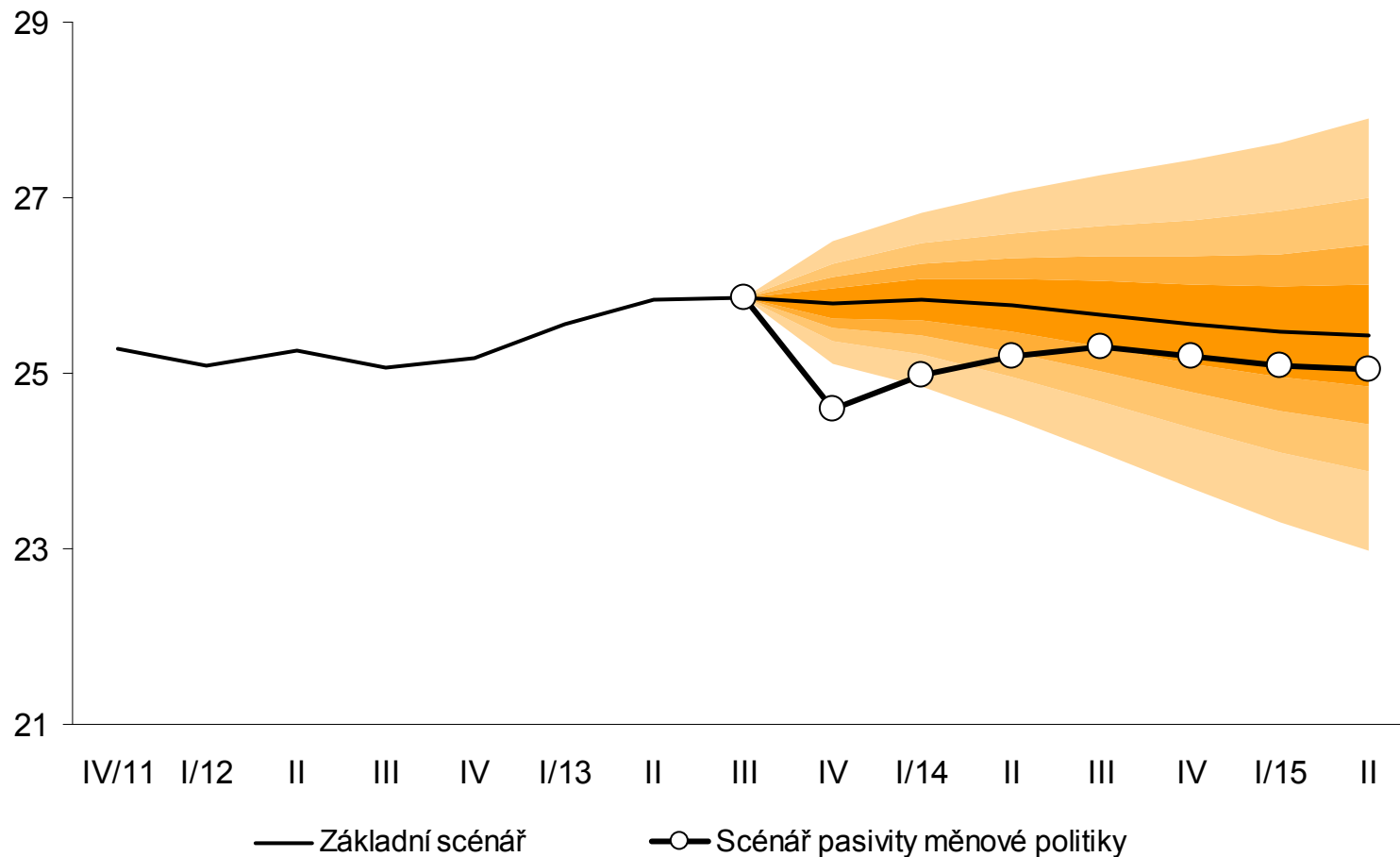
Tržní sazby v prognóze z 7.11. poprvé klesají do záporných hodnot; to však v praxi nemůže nastat; scénář tak ukazuje na potřebu použití jiného nástroje měnové politiky

Základní scénář prognózy záporné sazby centrální banky

- Základní scénář prognózy je hypotetickou situací, která si vynucuje snížení měnověpolitické sazby (repo) na úroveň -0,85% (tedy o 0,9 p.b.), což jsou čtyři snížení o 0,25 p.b.
- Repo sazba však nemůže klesnout pod 0%

Rozhodnutím BR zahájit používání kurzu se nejpravděpodobnějším popisem očekávaného budoucího ekonomického vývoje stává alternativní scénář používání měnového kurzu

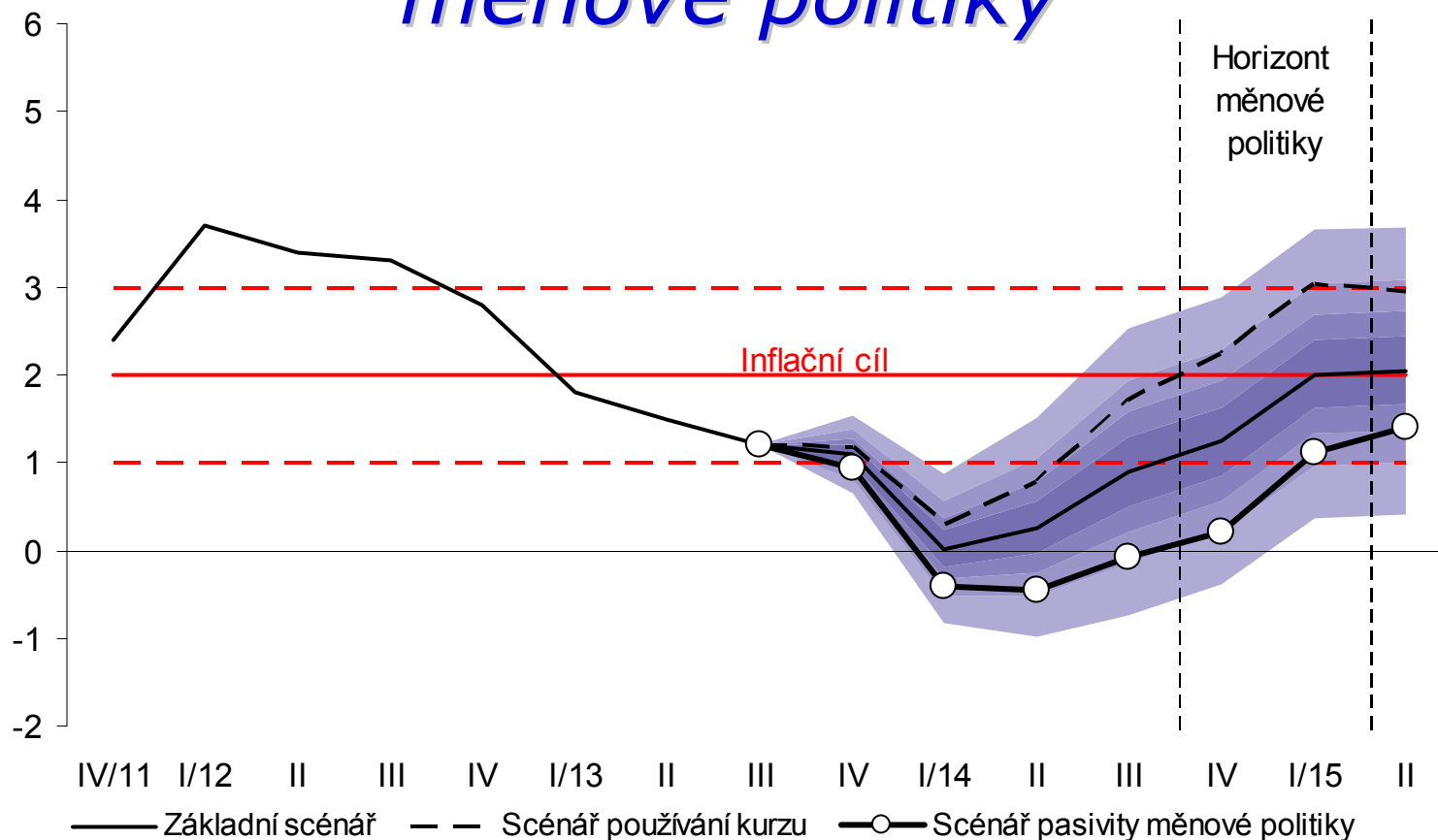
Kurz: scénář pasivity měnové politiky



Pramen:
ČNB

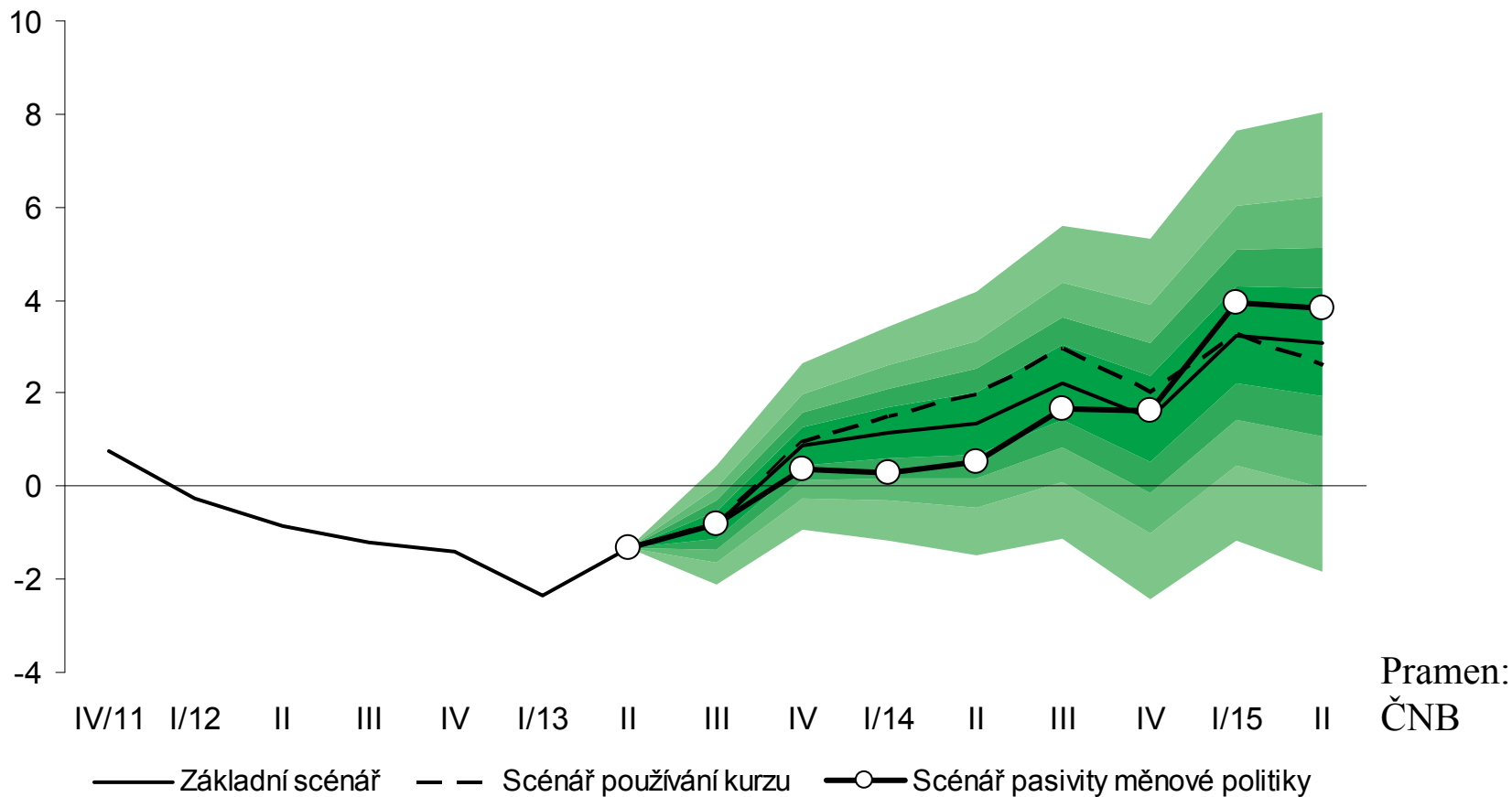
Pokud by ČNB neintervenovala, kurz by ve 4Q13 posílil a na celém horizontu prognózy by byl silnější než v základním scénáři

Celková inflace: scénář pasivity měnové politiky



Pokud by ČNB neintervenovala, první tři čtvrtletí 2014 by celková inflace byla záporná; návrat ke kladným hodnotám je však tažen v modelu napevno zabudovanou vírou ekonomických agentů, že inflační cíl bude nakonec dosažen

HDP: scénář pasivity měnové politiky



Pokud by ČNB neintervenovala, hospodářský růst v roce 2014 by byl nižší než v základním scénáři

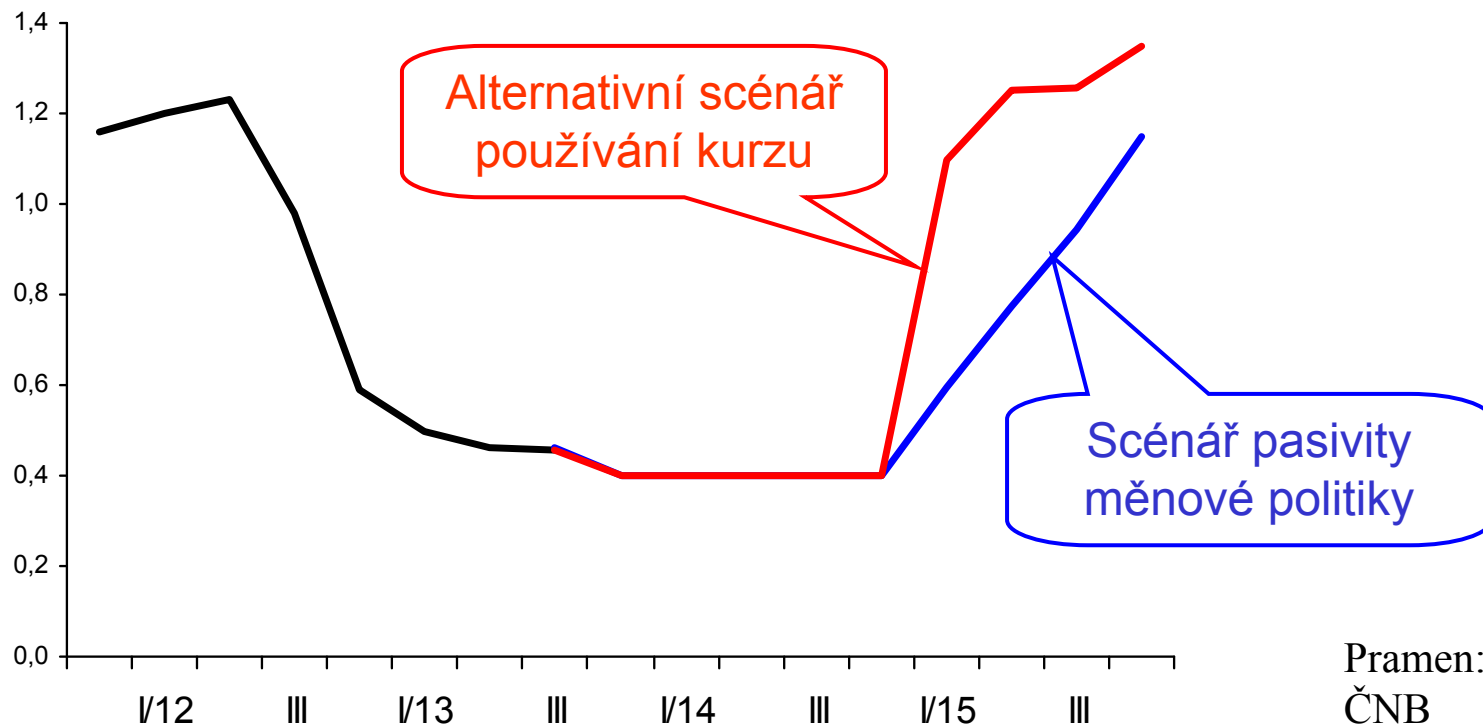
Alternativní scénář používání kurzu: kurs jako nástroj měnové politiky

- Alternativní scénář vychází ze skutečnosti, že prostor pro snižování měnově politických úrokových sazeb byl vyčerpán
- Stabilizační úlohu měnové politiky v alternativním scénáři přebírá kurz koruny

V alternativním scénáři dochází k:

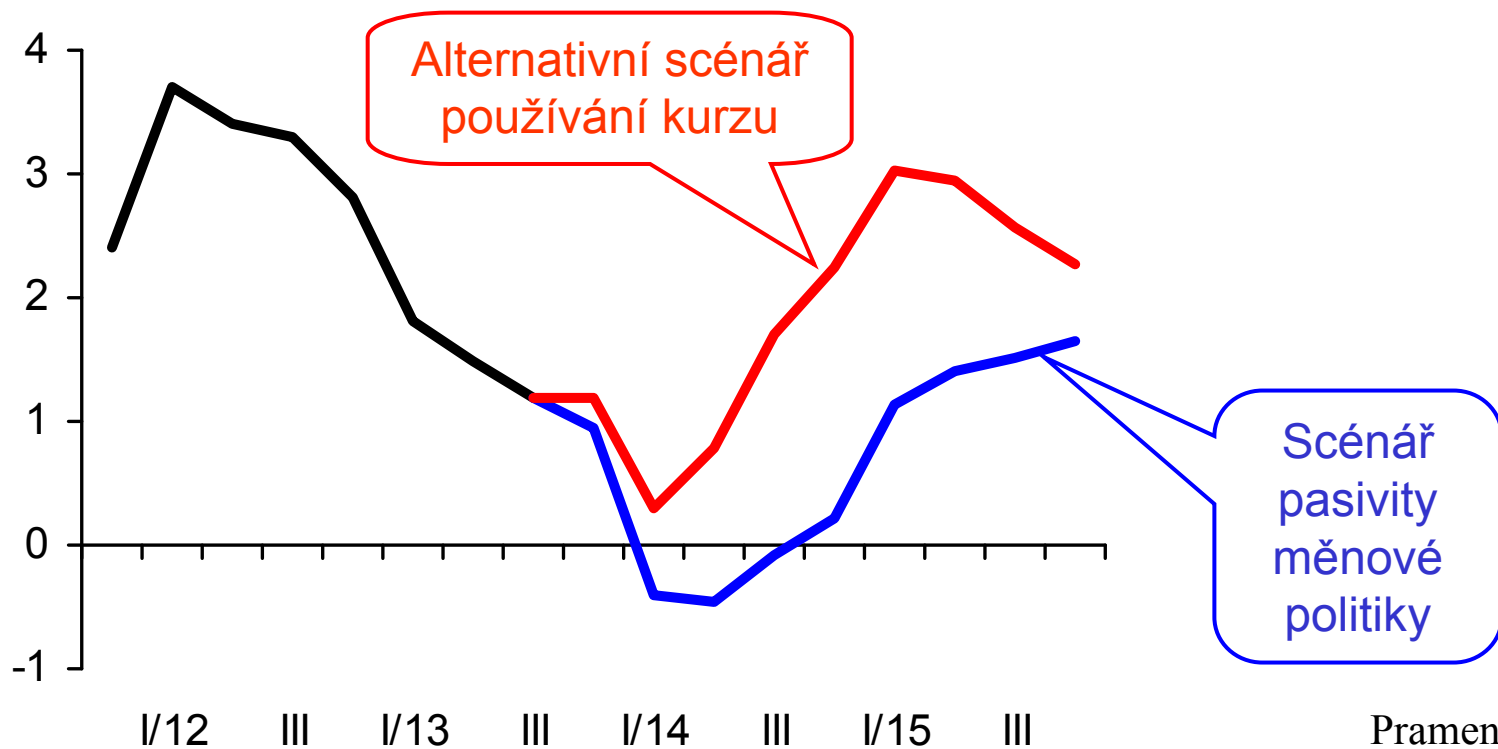
- 1) dřívějšímu dosažení inflačního cíle*
- 2) rychlejšímu oživení ekonomiky*
- 3) dřívějšímu opuštění hladiny nulových úrokových sazeb*

3M PRIBOR: porovnání scénáře pasivity MP a alternativního scénáře používání kurzu



Alternativní scénář používání kurzu pomocí oslabení kurzu vede k rychlejšímu zvyšování úrokových sazeb

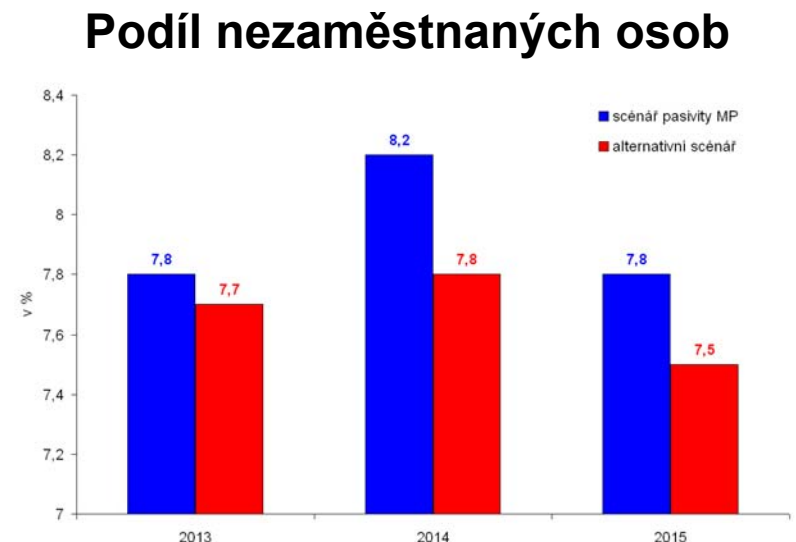
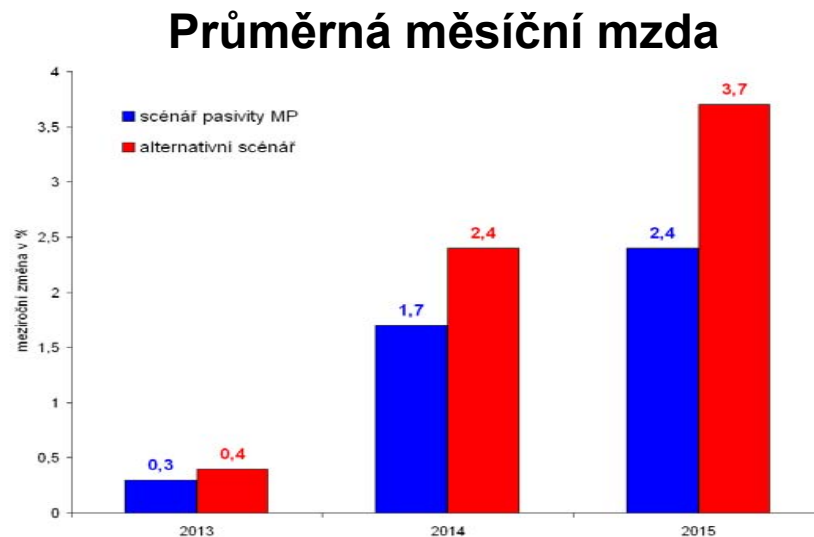
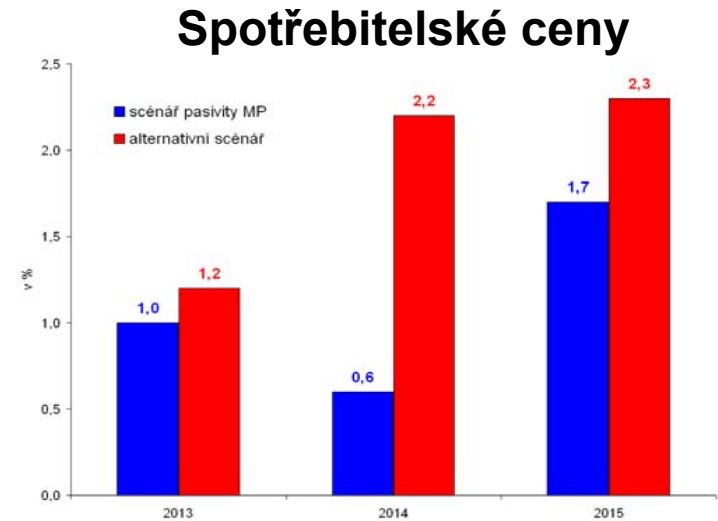
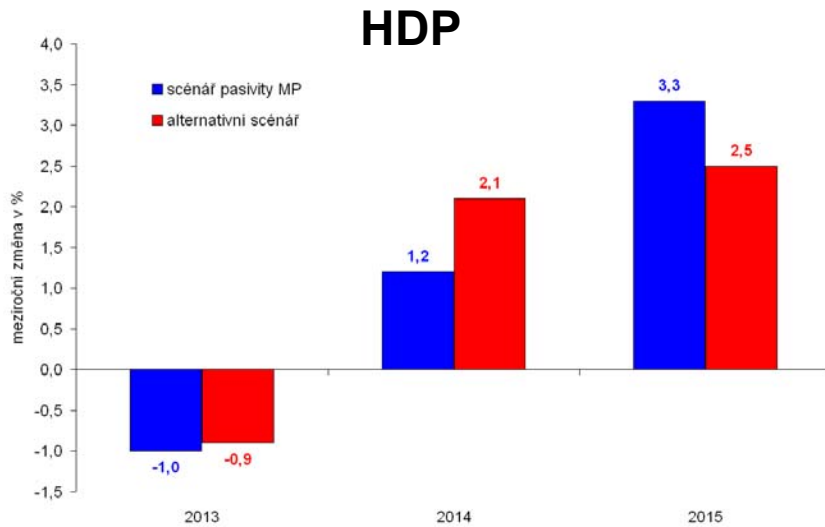
Celková inflace: porovnání scénáře pasivity MP a alternativního scénáře používání kurzu



Pramen:
ČNB

Využití kurzu jako nástroje měnové politiky urychluje návrat inflace k cíli ČNB

Scénář pasivity MP a alternativní scénář



Co je a není cílem ČNB?

- Za „normálních okolností“:
 - ◆ Zabezpečovat cenovou stabilitu – plnit inflační cíl
 - ◆ Inflační cíl 2% znamená udržení hodnoty příjmů po zahrnutí faktorů, které statistické úřady neumějí měřit (setrvalý růst kvality vyráběné produkce; substituce)
 - ◆ Stabilizovat ekonomiku (tlumit hospodářský cyklus)
- V roce 2013 a zejména v roce 2014:
 - ◆ Zabránit vzniku deflace (prevence deflace je snazší a méně nákladná než boj proti již existující deflaci)
 - ◆ Urychlit návrat inflace k inflačnímu cíli ČNB
 - ◆ Ovlivnit inflační očekávání
- Cílem centrální banky není měnit trendy

Měnová politika ČNB by i tak měla přinést druhou nejnižší hodnotu inflace za poslední desetiletí

Je deflace hrozbou?

Škodlivost deflace

- Odkládání spotřeby a investic (kvůli očekávání nižších cen v budoucnosti)
- Snižování mezd a růst nezaměstnanosti (málo pružné nominální mzdy + záporná inflace \Rightarrow růst reálných mzdových nákladů \Rightarrow rostoucí tlaky na propouštění)
- Pokles hodnoty úvěrového kolaterálu (domácnosti splácejí úvěry, jejichž hodnota se nesnižuje; domácnostem se ale snižuje schopnost úvěry splácet \Rightarrow pokles spotřeby domácností + rizika pro finanční stabilitu)

Škodlivost deflace spočívá v zacyklení hospodářského a cenového poklesu se sebenaplňujícími se očekáváním

Spotřeba, poptávka a ceny

- Spotřebuje se jen to, na co si agenti v ekonomice vydělají
- Deflace nejvíce škodí těm nejchudším: a) mají dluhy, které se nemění, b) snižují se jim platy, c) přicházejí o práci
- Pokud by efekt růstu poptávky převážil nad efektem růstu cen, měla by centrální banka reagovat asi tak, že zvýší úrokové sazby a zaintervenuje na posílení kurzu

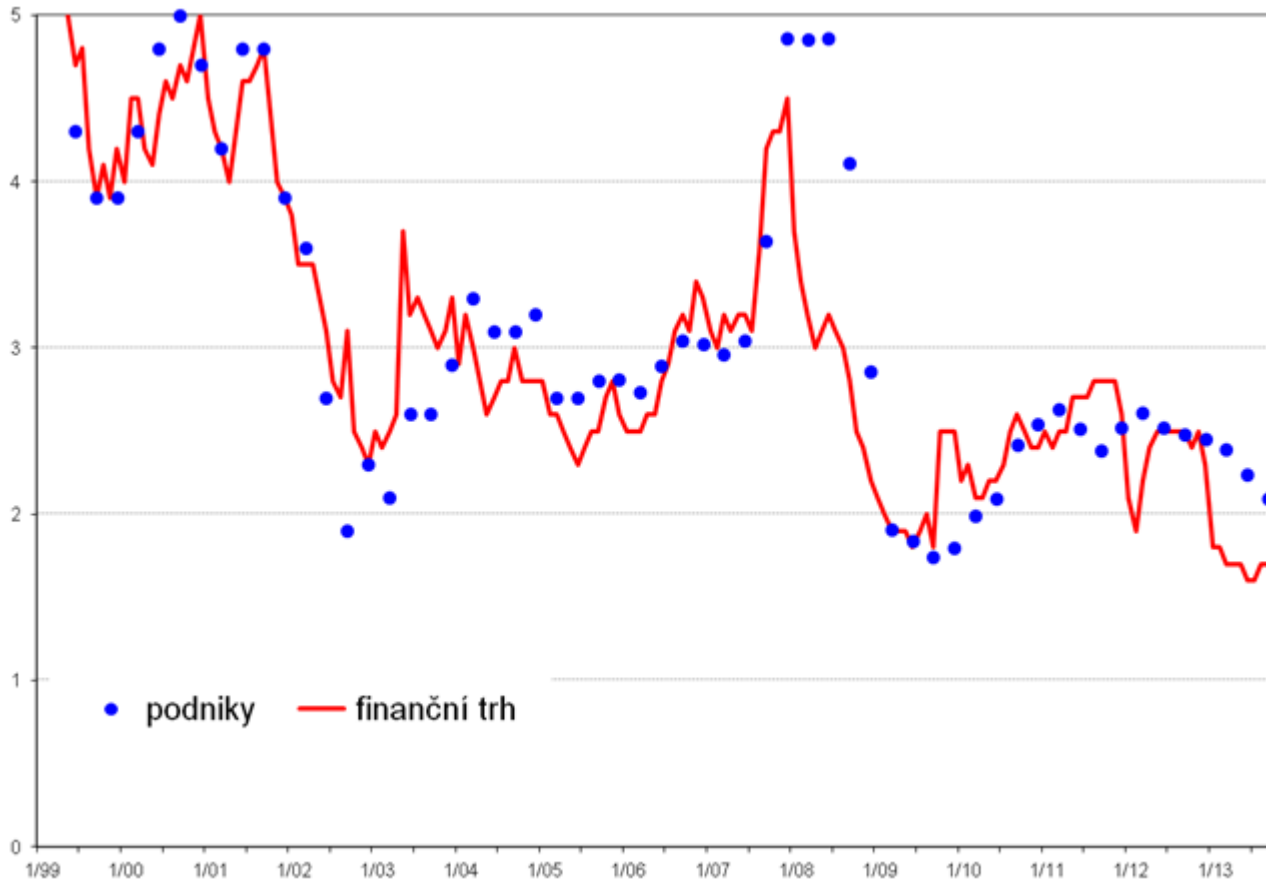
Podobné hospodářské politiky byly po 1. světové válce dlouhodobě skutečně vyzkoušeny (např. ve Velké Británii) se zcela katastrofálními důsledky

Rizika vzniku deflace v ČR

- Pokles inflace v zahraničí (v EU z 1,3% v září na 0,9% v říjnu; v eurozóně z 1,1% v září na 0,7% v říjnu) ⇒ snížení sazeb ECB
- Jádrová inflace je záporná řadu let
- Mezera výstupu je nyní větší než v roce 2009
- Růst mezd v soukromých firmách je nejnižší v historii
- Ceny služeb prohlubují pokles
- Pokles cen nemovitostí (s výjimkou Prahy) trvá již řadu let
- Výrazné snížení cen elektřiny; ani po vyjmutí cen energií by se celkový cenový index nepohyboval v kladných hodnotách
- Nejnovější statistické údaje:
 - ◆ Předběžný odhad HDP za 3Q2013: predikce ČNB -0,8% meziročně vs -1,6% skutečnost
 - ◆ Index cen průmyslových výrobců v říjnu: mizr 0% (prognóza 0,4%)

Rizika vzniku deflace vzrostla natolik, že ČNB se rozhodla proti ní preventivně zakročit

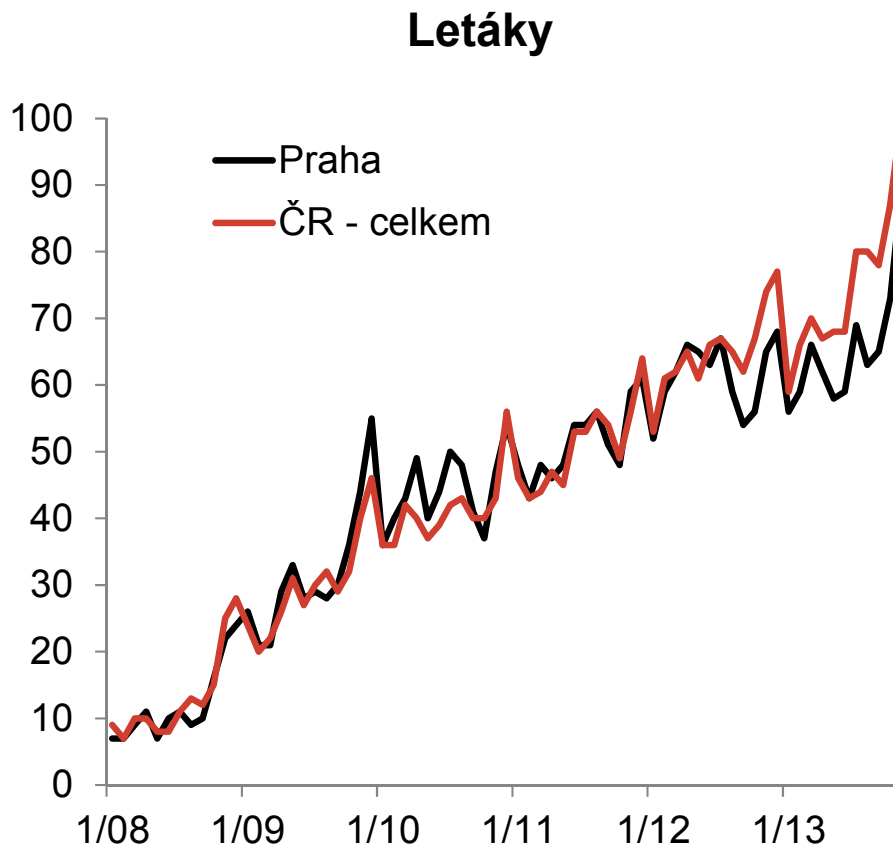
Inflační očekávání



Pramen:
ČNB

Inflační očekávání jsou na historicky nejnižších hodnotách nebo blízko nich

Četnost vyhledávání slov na Googlu



Vyhledávání cen pomocí letáků v posledních měsících akcelerovalo

Shrnutí

- V EU dochází k pozvolnému ožívování, přetrvává však mnoho rizik
- Česká ekonomika se sice v 2Q 2013 vymanila z recese, ale předběžné údaje za 3Q naznačují možné opětovné zpomalení
- Nová prognóza ČNB naznačuje silný souběh poptávkových a nákladových dezinflačních tlaků zvyšujících riziko deflace v roce 2014
- Po vyčerpání možnosti stabilizovat cenový vývoj pomocí úrokových sazeb, zahájila ČNB 7. 11. devizové intervence s cílem oslabit korunu
- Smyslem intervencí je zrychlit hospodářský růst, urychlit návrat inflace k cíli a ovlivnit inflační očekávání
- Kurz koruny bude udržován poblíž úrovně 27 Kč/euro tak dlouho, jak bude zapotřebí; kurz není cílem měnové politiky ale jejím nástrojem

Pokud by ČNB nepřikročila k devizovým intervencím, hrozilo české ekonomice po většinu roku 2014 nebezpečí deflace

Jak hodnotí krok ČNB některé autority

- Před zahájením využívání kurzu

Konzultace MMF podle čl. 4 (2.8.2013): „Pokud bude očekáváno dlouhodobější a výrazné podstřelení inflačního cíle, měly by být využity další nástroje. Devizové intervence by byly účinným a přiměřeným nástrojem pro řešení deflačních rizik v kontextu cílování inflace. Očekává se, že rychle zvýší cenovou hladinu a pomohou zvýšit inflační očekávání směrem k cíli.“

- Po zahájení devizových intervencí

OECD (19.11.2013): „...ČNB zahájila devizové intervence, aby předešla dlouhodobému podstřelení inflačního cíle. Devizové intervence by měly pokračovat, dokud inflace nevzroste zpět do tolerančního pásma kolem inflačního cíle a neobnoví se účinnost konvenčních nástrojů měnové politiky.“

- České autority k podstřelování inflačního cíle

„Podstřelení inflačního cíle rozhodně neznamená 'splnění povinností centrální banky na 110%'.“ Václav Klaus a Vladimír Tomšík, *Makroekonomická fakta české transformace*, NC Publishing, 2007

Děkuji za pozornost



Miroslav Singer
Česká národní banka
Na Příkopě 28
115 03 Praha 1

Miroslav.Singer@cnb.cz
Tel: 224 412 000