

Cílování inflace versus alternativní uspořádání měnové politiky

Ministerstvo financí ČR
červen 2018

Oldřich Dědek
Česká národní banka

➤ Roviny nezávislosti

- ❑ Personální: pevný časový mandát člena BR, odvolatelnost člena BR pouze ze zákonem stanovených důvodů
- ❑ Operační: zákaz vyžadovat a přijímat pokyny od vlády a parlamentu při plnění zákonem stanovených úkolů (cenová stabilita, finanční stabilita, peněžní oběh, platební styk)
- ❑ Finanční: zákaz měnového financování vlády, schvalování vlastního rozpočtu

➤ Odpovědnost (accountability)

- ❑ Projednávání zprávy o měnovém vývoji parlamentem (parlament nemůže vyslovit nedůvěru centrální bance formou odmítnutí zprávy)
- ❑ Kontrola hospodaření (pouze v rovině nákladů na provoz a pořízování majetku)
- ❑ Rozsáhlé informování veřejnosti (zprávy o měnovém vývoji, finanční stabilitě, peněžním oběhu)
- ❑ Srozumitelný a předvídatelný režim měnové politiky (přednosti a nedostatky jednotlivých režimů je nutné hodnotit se znalostí předností a nedostatků alternativních měnových uspořádání)

- **Mýtus: Inflace je koneckonců peněžní jev, takže centrální banka může řídit velikost inflace prostřednictvím usměrňování množství peněz v ekonomice**

- **Fisherova rovnice**

$$P \times Q = M \times V \quad \Leftrightarrow \quad G_P + G_Q = G_M + G_V$$

Příklad: inflační cíl (G_P) = 2 %, růst reálného HDP (G_Q) = 3 %, expertní odhad zpomalování obrátkovosti peněz (G_V) = -0,5 %

⇒ žádoucí růst peněžní zásoby (G_M) = 5,5 %

- **Měnová analýza ECB: referenční hodnota (upozaďovaná) pro růst peněžního agregátu M3 ve výši 4,5 %**

- **Praktické problémy**

- ❑ Různé definice peněz podle své „plativosti“ (M1, M2, M3)
- ❑ Souvislost mezi množstvím peněz a inflací se prosazuje pouze za dlouhé období (nevhodný koncept pro operativní řízení měnové politiky)
- ❑ Nefunkční peněžní multiplikátor (viz další snímek)
- ❑ CB má sice monopol na emisi oběživa, množství a strukturu bankovek a mincí si však určuje reálná ekonomika

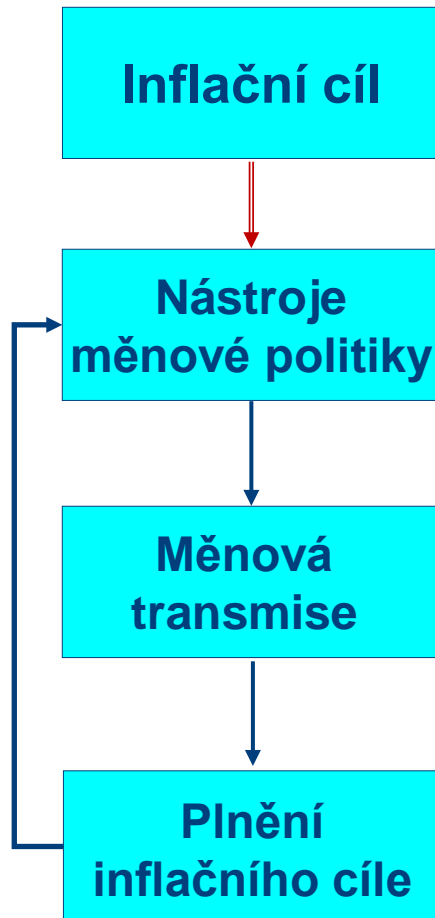
- Drtivá většina peněz má bezhotovostní povahu v podobě zůstatků na bankovních účtech a vzniká i zaniká úvěrovou činností obchodních bank bez přičinění centrální banky

Rozvaha banky	
Poskytnutí úvěru +100	+100 Připsání peněz na účet dlužníka

- Peněžní multiplikátor

Centrální banka		
Domácí aktiva	Oběživo	} Měnová báze
Devizové rezervy	Rezervy (vklady) bank	
Bankovní sektor		
Rezervy u centrální banky	Vklady (= peníze)	
Poskytnuté úvěry	Kapitál	

- ❑ Bankovní sektor potřebuje mít rezervy u CB (povinné minimální rezervy, bezhotovostní platební styk, nákupy oběživa)
- ❑ Teorie peněžního multiplikátoru tvrdí, že mezi velikostí měnové báze, kterou má CB do značné míry pod kontrolou, a množstvím peněz existuje stabilní vztah
- ❑ Striktní řízení měnové báze by v praxi způsobovalo značné rozkolísání krátkodobých úrokových sazeb a odtud i celého měnového prostředí



- Konkretizace zákonného mandátu cenové stability formou dosahování a udržování kvantitativně vymezeného inflačního cíle
- Číselná hodnota inflačního cíle usnadňuje hodnocení profesní zdatnosti centrální banky
- Hlavním nástrojem měnové politiky v režimu cílování inflace jsou úrokové sazby
- Odpovědností za plnění inflačního cíle lze obhajovat nezávislé provádění měnové politiky
- Důraz na analýzu všech dostupných informací relevantních pro vývoj inflace
- Důležité místo inflačního cíle při ukotvování inflačních očekávání
- Disciplinující a sjednocující prvek při rozhodování bankovní rady o měnové politice
- Vytyčování cíle pro inflaci praktikuje cca 60 centrálních bank, mezi nimiž jsou ale velké rozdíly v institucionálních a technických aspektech cílování inflace

(Pramen: Central Bank News, Inflation Targets Table for 2018, <http://www.centralbanknews.info/p/inflation-targets.html>)

➤ Ústřední role prognózy inflace

- ❑ Důraz na vpředhledící charakter měnověpolitického rozhodování (horizont měnové politiky odhadován na cca 12 až 18 měsíců)
- ❑ Podmíněná prognóza (za předpokladu stávající velikosti úrokových sazeb) versus nepodmíněná prognóza (její součástí je trajektorie úrokových sazeb konzistentní s dosažením inflačního cíle)

➤ Operacionalizace pojmu cenová stabilita

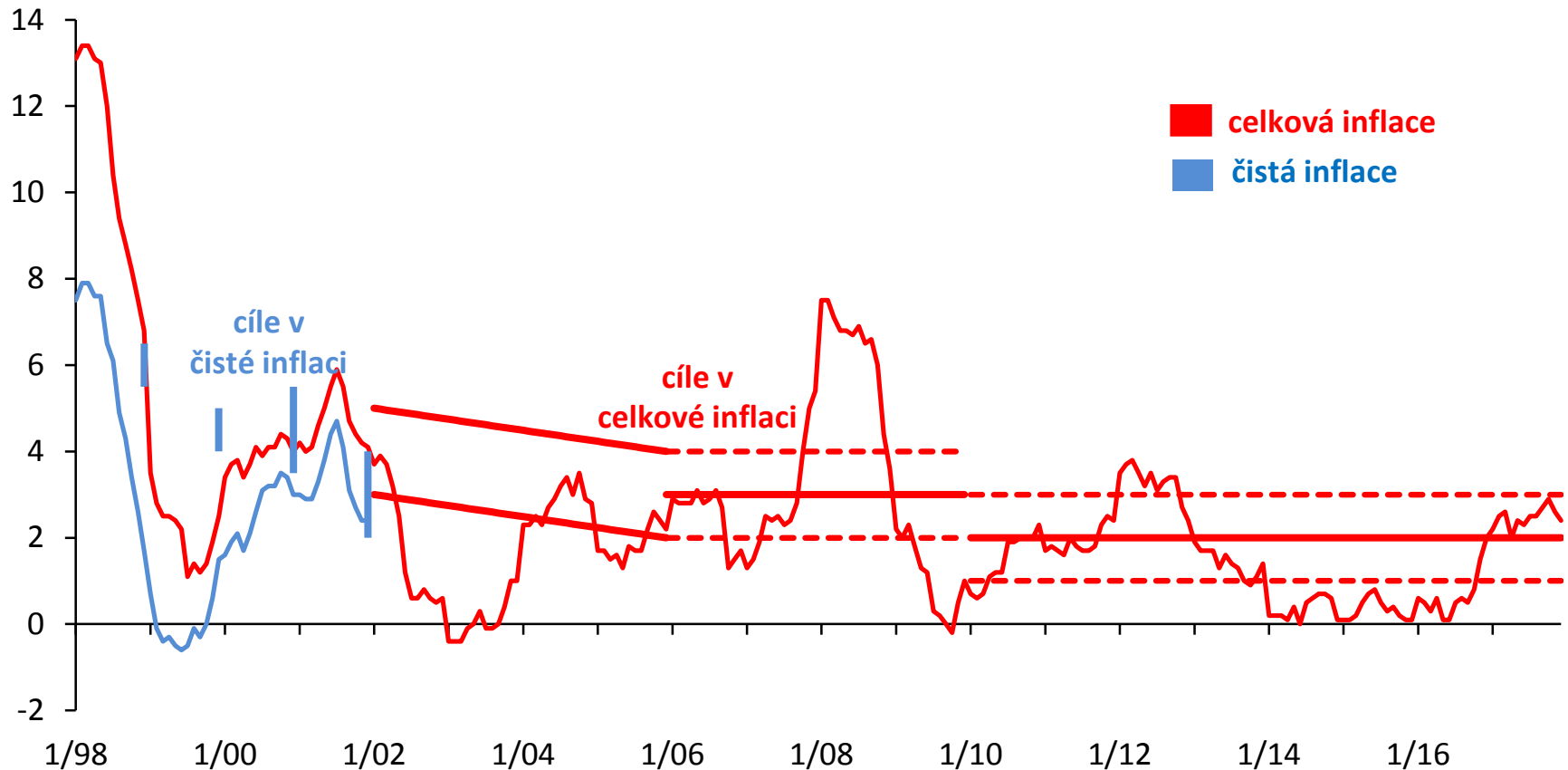
- ❑ Cenová stabilita je konzistentní s inflací cca 2 % (zohledňování růstu kvality)
- ❑ Cíl nulové inflace by zvyšoval riziko časté deflace
- ❑ Kdo má stanovovat inflační cíl? Centrální banka sama sobě, nebo vláda?

➤ Nezbytné náležitosti inflačního cíle

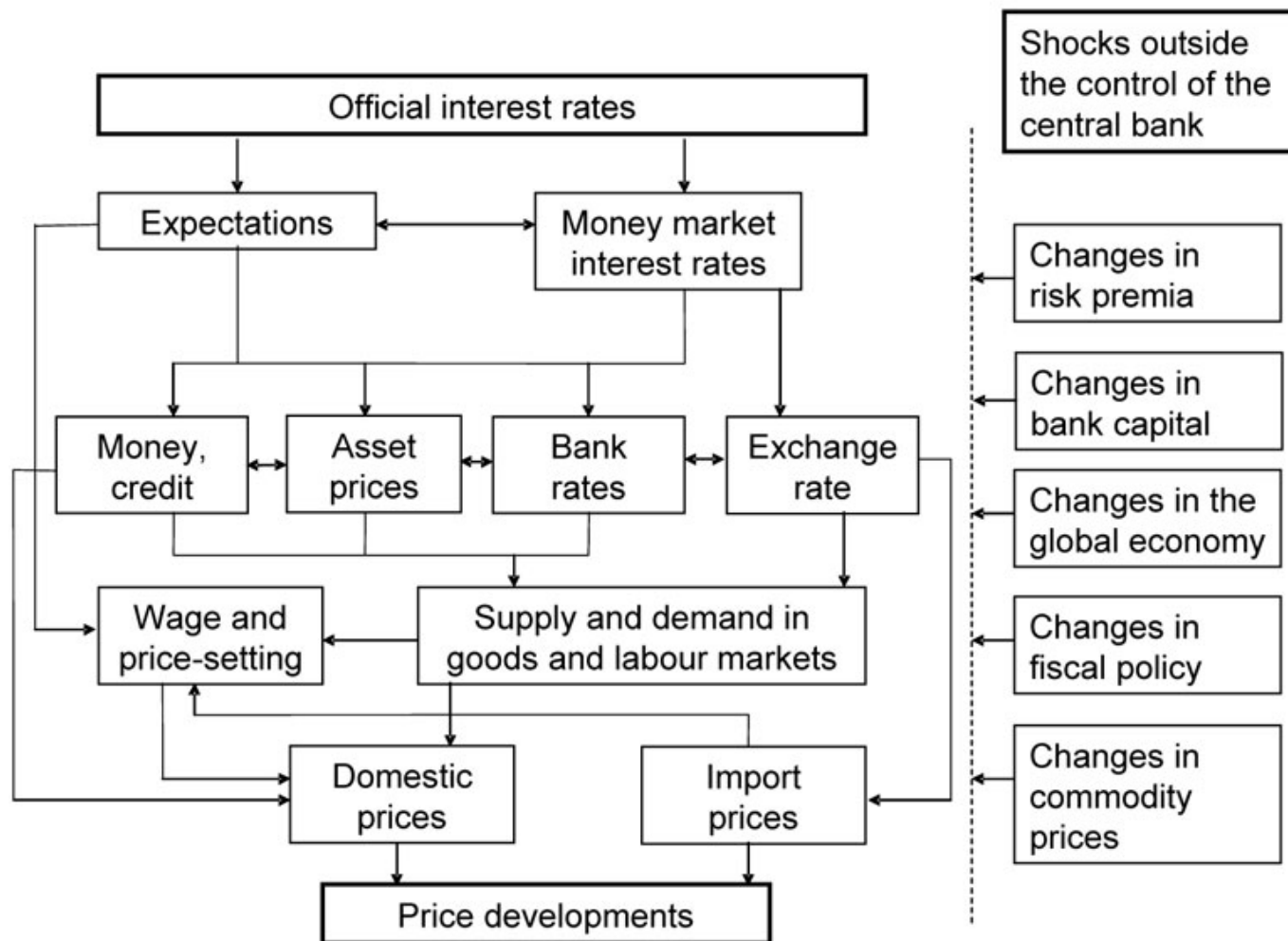
- ❑ Ukazatel inflace: celková spotřebitelská inflace (CPI), inflace očištěná o neměnové vlivy (regulované ceny, importované energetické suroviny, kolísavé ceny potravin), zahrnutí cen nemovitostí na sekundárním trhu
- ❑ Tvar cíle: bodový, střed s tolerančním pásmem, horizontální, sestupný aj.

➤ Výjimky z plnění inflačního cíle

- ❑ Seznam vlivů odůvodňujících nečinnost měnové politiky vůči dočasnému neplnění inflačního cíle
- ❑ Riziko nepodchycení sekundárních inflačních účinků neměnových vlivů



- Inflaci se podařilo rychle snížit na hodnoty, které v průměru odpovídají vyspělým zemím
- Krátkodobě docházelo k výrazným odchylkám od inflačního cíle



- **Využití kurzu pro ovlivňování inflace**
 - ❑ Kurzový kanál „rychlé inflace“ – kurzové změny relativně rychle a předvídatelně prosakují do inflace oproti úrokovému kanálu „pomalé inflace“
 - ❑ Kurzový průsak (pass-through) = procentní změna spotřebitelských cen / procentní změna kurzu (odhad ČNB je 5-7 % během 6 měsíců)
 - ❑ Teoretická možnost přímého ovlivňování kurzu devizovými intervencemi (neomezený intervenční potenciál na oslabení domácí měny)
 - ❑ Časté a systematické intervence povzbuzují kurzovou spekulaci
- **Zákonná omezení využívání kurzu**
 - ❑ Zákon o ČNB (§ 35): Česká národní banka stanoví, po projednání s vládou, režim kurzu české měny k cizím měnám
 - ❑ Smlouva o fungování EU (čl. 142): Každý členský stát, na který se vztahuje výjimka (pro přijetí eura), pokládá svou kurzovou politiku za věc společného zájmu
- **Historické okolnosti zavedení kurzového závazku (11/2013 – 4/2017)**
 - ❑ 2012–2013 období největšího útlumu ve srovnání s ostatními zeměmi regionu, měnověpolitická inflace hluboko pod dolní hranou tolerančního pásma, sazby na technické nule neumožňující další uvolňování měnové politiky
 - ❑ Krize ospravedlňuje aplikaci nestandardních měnových politik: kvantitativní uvolňování, záporné úrokové sazby, forward guidance
 - ❑ Kurzový závazek ČNB (11/2013 – 4/2017) byl aplikován jako nástroj nestandardní měnové politiky určený pro nestandardní časy

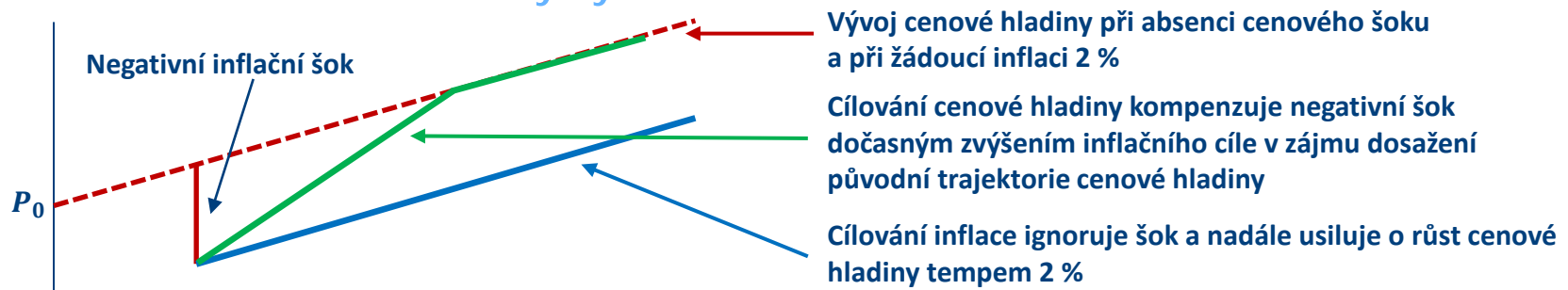
- Alternativa k cílování inflace se silnou akademickou podporou, v současnosti ale žádnou centrální bankou neaplikovaná

- **Srovnání měnových režimů**

- Vztah mezi inflací (π) a cenovou hladinou (P)

$$P_T = P_0 \times (1 + \pi_1) \times (1 + \pi_2) \times \dots \times (1 + \pi_T)$$
$$\doteq P_0 + \pi_1 + \pi_2 + \dots + \pi_T$$

- Oba dva režimy operují se žádoucí inflací (např. 2 %), odlišují se ale svojí reakcí na aktuální odchylky od žádoucí inflace



- **Přednosti a nedostatky cílování cenové hladiny**

- Uvolňování měnové politiky cestou vyšších očekávání inflace (očekávané reálné sazby klesají); atraktivní vlastnost při dosažení nulové hranice nominálních sazeb (platí jenom za předpokladu vysoce kredibilní CB!)
- Časté změny inflačního cíle oslabují jeho schopnost ukotvovat inflační očekávání a snižují celkovou srozumitelnost měnové politiky

➤ Domnělé výhody

- ❑ Zaměření na celkovou výkonnost ekonomiky (nominální HDP = součet hodnoty všeho vyrobeného zboží a služeb)
- ❑ Šetrnější reakce měnové politiky na negativní nabídkový šok díky protisměrnému působení vyšší inflace a nižšího ekonomického růstu na velikost cílované veličiny (cílování inflace může aplikovat výjimku z plnění inflačního cíle!)

➤ Nevýhody

- ❑ Datová nejistota v důsledku revize statistik nominálního HDP, obnášející riziko různého pohledu na nastavení měnové politiky před revizí a po revizi (míra inflace spotřebitelských cen revizím nepodléhá!)
- ❑ Veřejnosti málo srozumitelný ukazatel implicitního deflátoru HDP, odhadovaný z velkého počtu individuálních cenových indexů (index spotřebitelských cen je naopak srozumitelným ukazatelem inflace!)
- ❑ Měnová politika nemá pod kontrolou determinanty tempa růstu reálného HDP, takže snaha o vyšší růst nominálního HDP může skončit vyšší inflací bez adekvátní odezvy ve vyšším růstu a zaměstnanosti
- ❑ Akceptování různých velikostí inflace v reakci na růstové výkyvy ekonomiky komplikuje ukotvování inflačních očekávání

- **Fundamentalisticko-populistický návrh „suverénních peněz“ na reformu švýcarského měnového systému (odmítnutý v referendu 10. 6. 2018)**
- **100% krytí běžných vkladů v CHF rezervami u SNB**

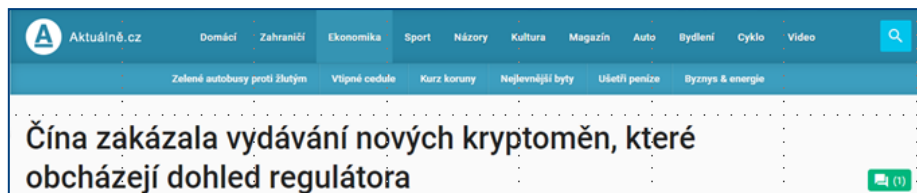
Bankovní sektor

Rezervy u centrální banky	100	←	100	Zůstatky na běžných účtech
Úvěry	230		270	Zůstatky na spořicíh účtech
Jiná aktiva	70		30	Kapitál

- ❑ Chicagský plán reagující na bankovní krizi v 30. letech minulého století (peníze jsou kryty rezervami u Fedu jako pojistka proti runům na banky)
- ❑ Banky nemohou „tisknout peníze“ poskytováním úvěrů bez adekvátního krytí rezervami (množství úzkých peněz M1 se rovná velikosti měnové báze)
- ❑ SNB získává přímou moc nad poskytováním úvěrů, které je odvislé od její aktivity při zvyšování měnové báze (půjčkami bankám, odkupem aktiv aj.)
- **Koncept nedluhových peněz**
 - ❑ SBS nemusí držet devizová aktiva a zlato za účelem krytí svých závazků z měnové báze, což je kvazi-dluh NBS, který nemusí být nikdy splacen
 - ❑ SNB by měla distribuovat měnovou bázi přímo vládě, kantonům a možná i občanům (idea helikoptérových peněz)

- **Paralelní měna v ekonomických úvahách italské vlády Hnutí pěti hvězd a Ligy Severu**
 - ❑ BOT (Buoni Ordinari de Tesoro) je označení pro dluhopisy italské vlády se splatností do jednoho roku
 - ❑ Mini-BOT je označení pro paralelní měnu na bázi vládního dluhopisu
 - ❑ Cíle: využití k fiskální expanzi, rozšíření jako platebního prostředku mezi privátními subjekty, příprava na odchod Itálie z eurozóny
- **Princip fungování**
 - ❑ Mini-BOT jsou emitovány v papírové podobě, v nízkých denominacích a s nulovým úrokem jako forma úhrady závazků vlády (penze, vládní nákupy aj.)
 - ❑ Mini-BOT nelze odprodat vládě za eura, lze je ale použít k placení daní a k nákupům zboží a služeb vládního sektoru (účty za elektřinu, jízdenky aj.)
- **Rizika**
 - ❑ Omezený prostředek směny nedisponující statusem zákonného platidla
 - ❑ Právní problém, pokud vláda umořuje své domácí závazky (např. penze) v jiné než zákonné měně (zde v mini-BOT euru)
 - ❑ Ztráta pro věřitele nucené přijímat méně hodnotou měnu, pakliže mini-BOT euro oslabí vůči faktickému euru
 - ❑ Vyslání signálu o kamuflovaných přípravách na opuštění eurozóny s dopadem na růst výnosů italských vládních dluhopisů

- Central Bank Digital Currency (digitální peníze centrální banky)
- **Neztratí se centrální banky v dnešním světě FinTech revolucí, nezavedou-li si vlastní digitální měny?**



➤ Technická realizace CBDC

- ❑ Obdoba bitcoinu (anonymita uživatelů, využívání internetové sítě, veřejně dostupná databáze transakcí, decentralizovaná síť těžařů k validování transakcí, vysoká spotřeba elektrické energie)
- ❑ Účet u centrální banky používaný k bezhotovostnímu placení (předplacené karty, bankovní převody)

➤ Okruh uživatelů

- ❑ Bankovní rezervy držené u CB jsou faktickou formou CBDC
- ❑ Právo na účet u CB poskytnout každému jednotlivci a podniku?

➤ Jak vážná jsou rizika?

- ❑ Soupeření CB s komerčními bankami o primární depozita (riziko runu na bankovní systém v dobách zvýšené nejistoty)
- ❑ CBDC jako náhrada za oběživo umožňující zamezovat úniku před zápornými sazbami (riziko útěku k oběživu jiných měn)
- ❑ Využívání vkladů veřejnosti k úvěrové činnosti (riziko suplování bank v jejich jedinečné funkci hodnotitele úvěruhodnosti klientů)