
Inflace, měnová politika a česká ekonomika

Tomáš Holub

ČSE debatuje: Inflace, měnová politika a česká ekonomika

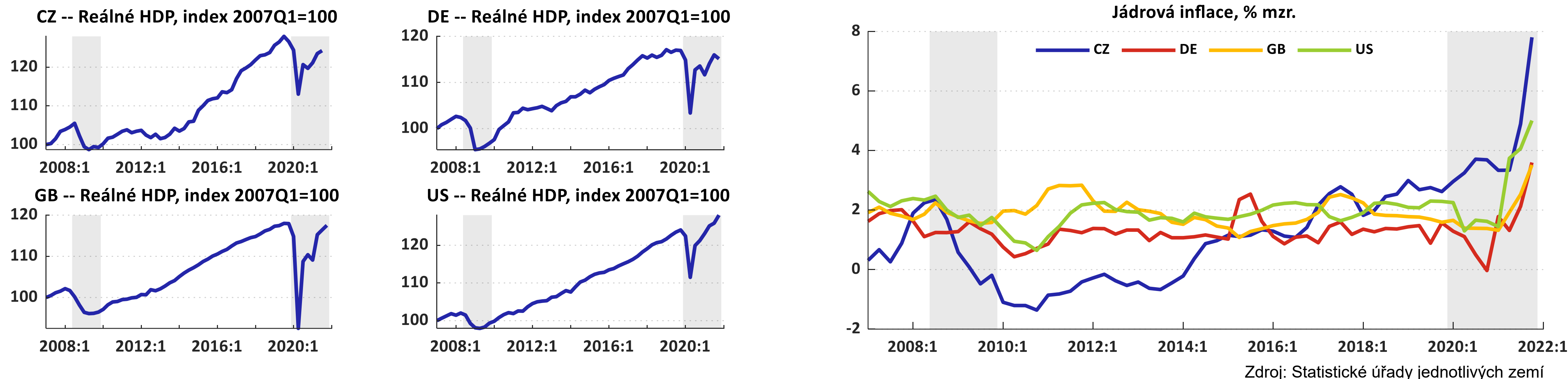
Praha, 21. března 2022



Jaký má fiskální politika dopad na inflaci a co může centrální banka dělat s rozsáhlou fiskální expanzí z hlediska inflace (a ekonomiky)?



Světová finanční krize versus covid

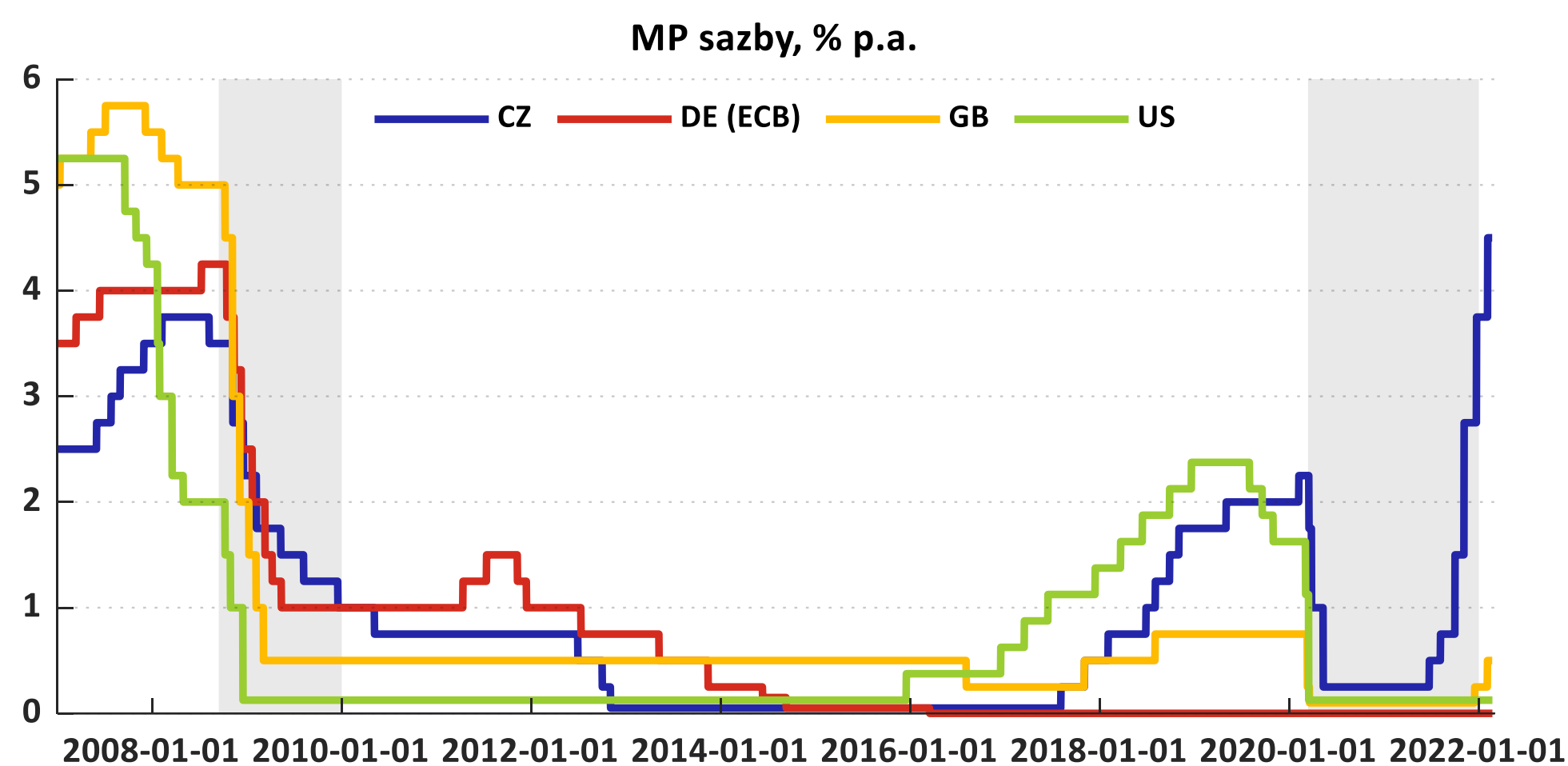


Světová finanční krize (WFC) vedla k recesi ve tvaru **L**, zatímco **covid šok** charakterizován **V** recesí s rychlým návratem reálného HDP do blízkosti úrovně před pademí.

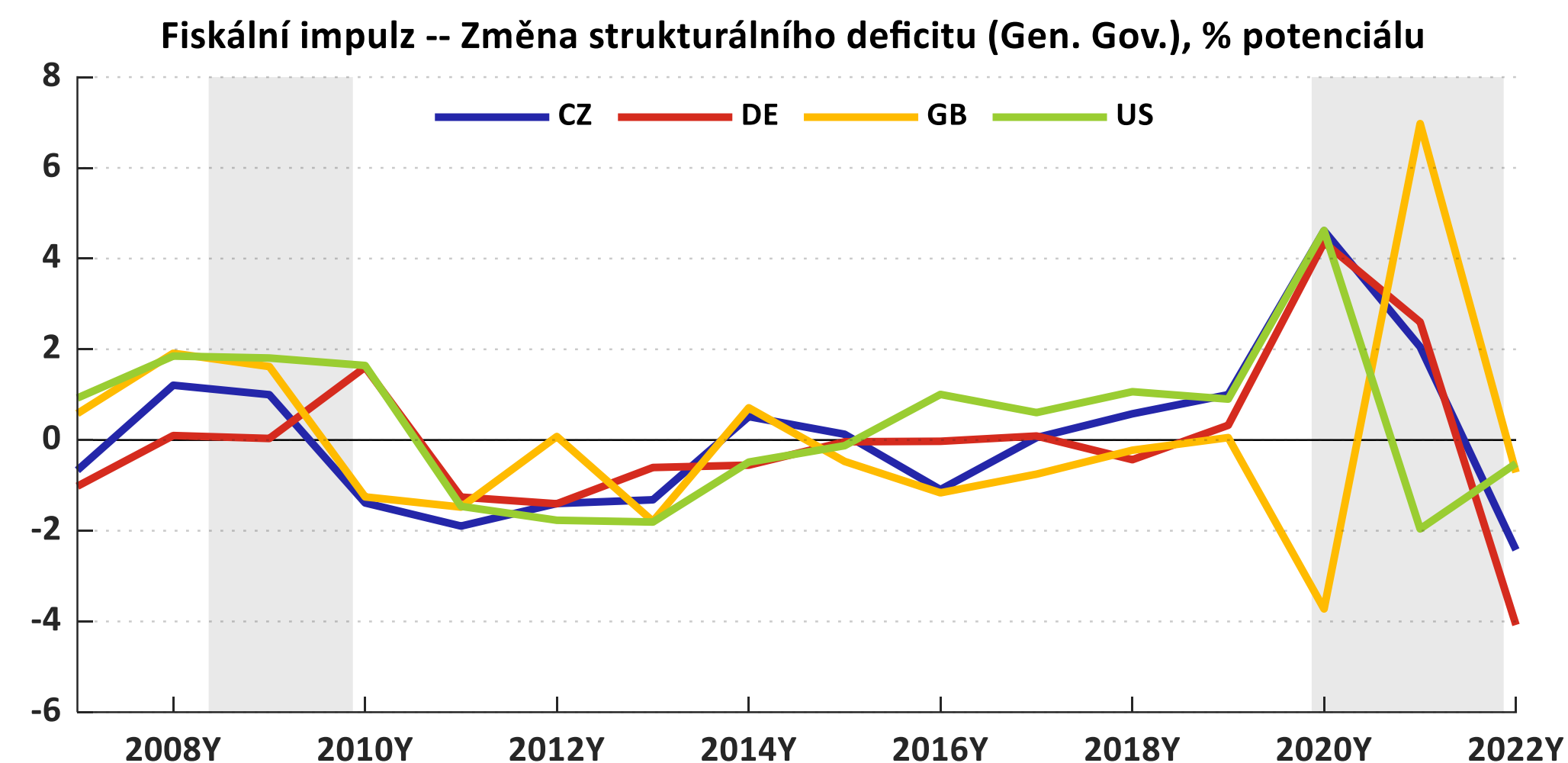
Vývoji reálné ekonomické aktivity odpovídá i **dynamika jádrové inflace** (determinovaná i dalšími faktory). **Pokles inflace v reakci na WFC a naopak růst** koncem **covidového šoku**.

Kromě jiného **typu šoku** stojí za rozdílnou dynamikou HDP a inflace také **rychlá reakce a souběh uvolnění měnové a fiskální politiky**.

Reakce na šoky – světová finanční krize versus covid



Zdroj: Centrální banky jednotlivých zemí



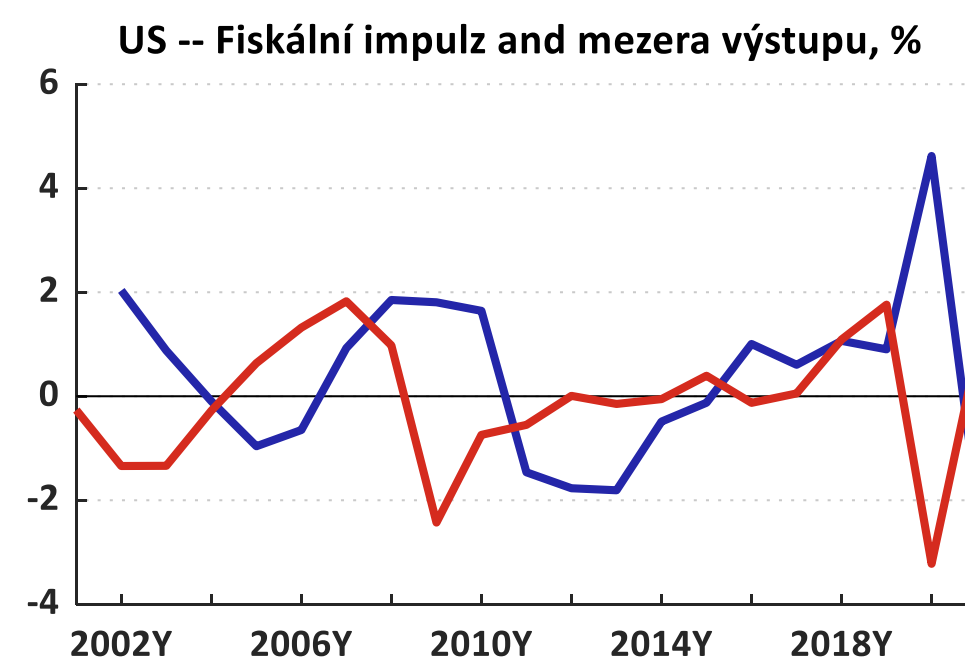
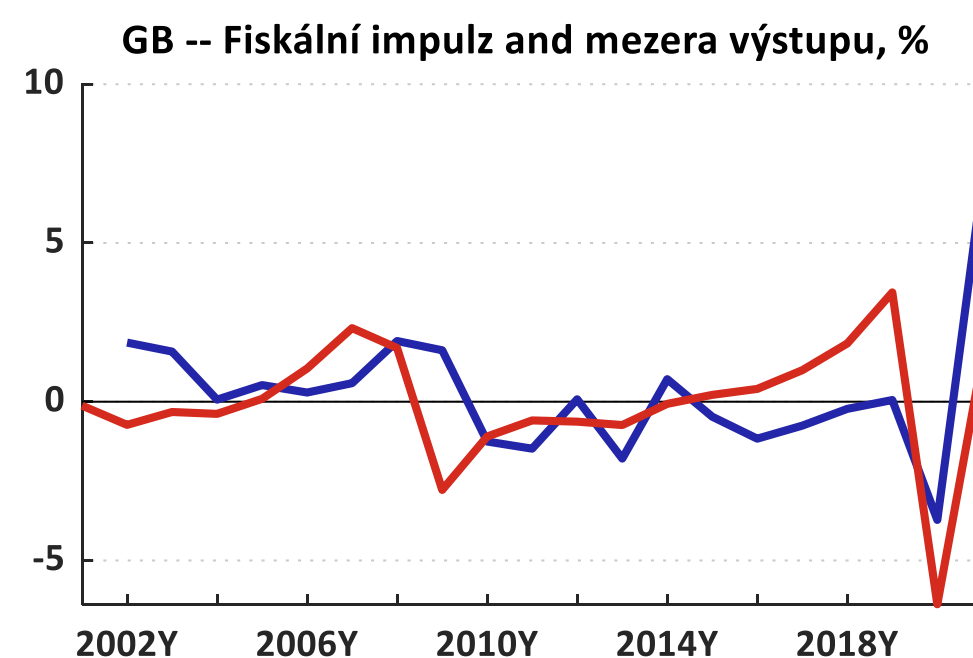
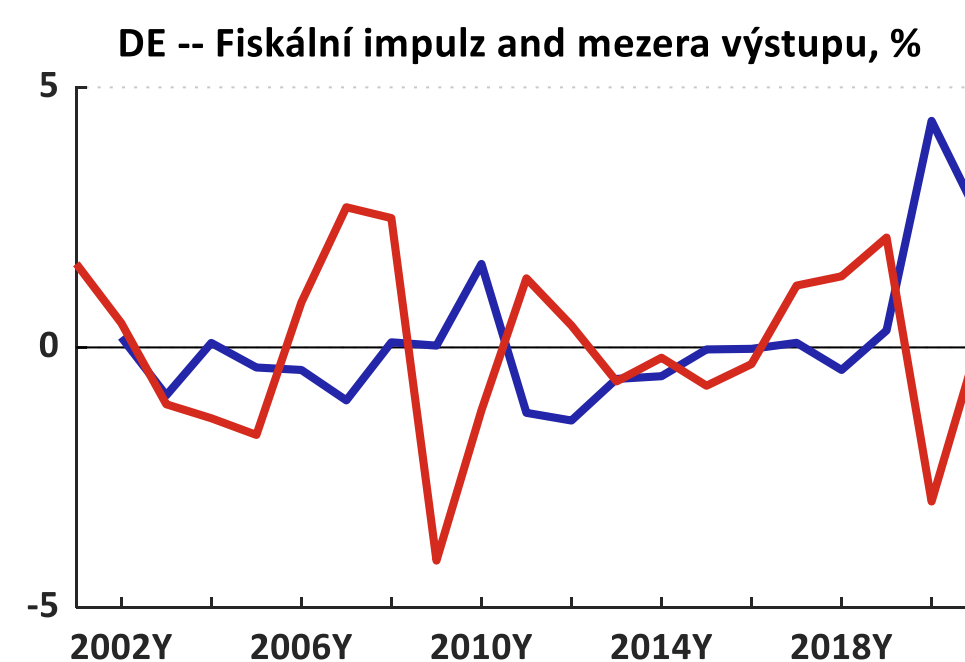
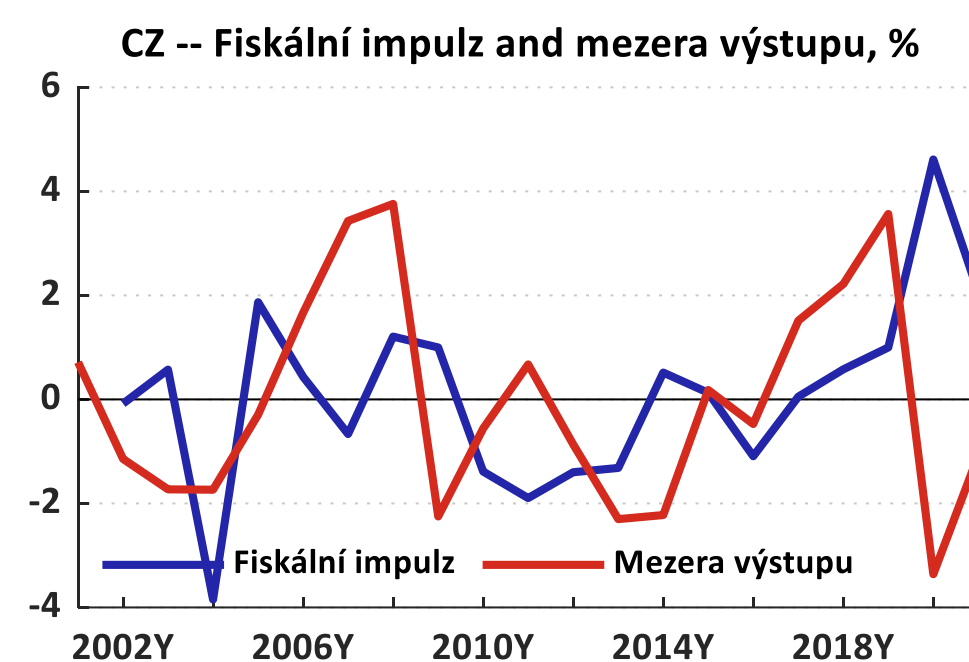
Zdroj: WEO a výpočet

Měnová politika – téměř okamžitý návrat k nulové úrovni sazeb v reakci na covid.

Fiskální politika – více promptní a silnější fiskální reakce oproti WFC.

Covidový šok ukazuje, že se obě politiky poučily z WFC a demonstruje **sílu synergie měnové a fiskální politiky**.

Koordinace měnové a fiskální politiky



Významné negativní šoky do reálné ekonomické aktivity vedou k souladu **měnové a fiskální politiky** a využití synergií – „přirozená“ koordinace.

Soulad během standardního hospodářského cyklu a v období normalizace politik při odeznívání šoků – **je fiskální politika vždy proticyklická?**

Primárním cílem měnové politiky je zajištění cenové stability

Měnová politika tak musí reagovat na inflační tlaky, včetně přehřívající se ekonomiky a silné poptávky.

Zdroj: Statistické úřady jednotlivých zemí, WEO, výpočet

Pozn: Fiskální impulz aproximován změnou strukturálního deficitu. Meze výstupu HP filtr.

Lze se bránit inflačním tlakům dovezeným
"zvenku"?



Lze se bránit inflačním tlakům dovezeným „zvenku“?

Ano, lze ...

... a dokonce musí, když ohrožují cenovou stabilitu.



Kurz a dovozní ceny

Česká ekonomika je velmi **otevřená s vysokým podílem importů a dovozní náročností spotřeby** => průsak dovozních cen do spotřebních cen.

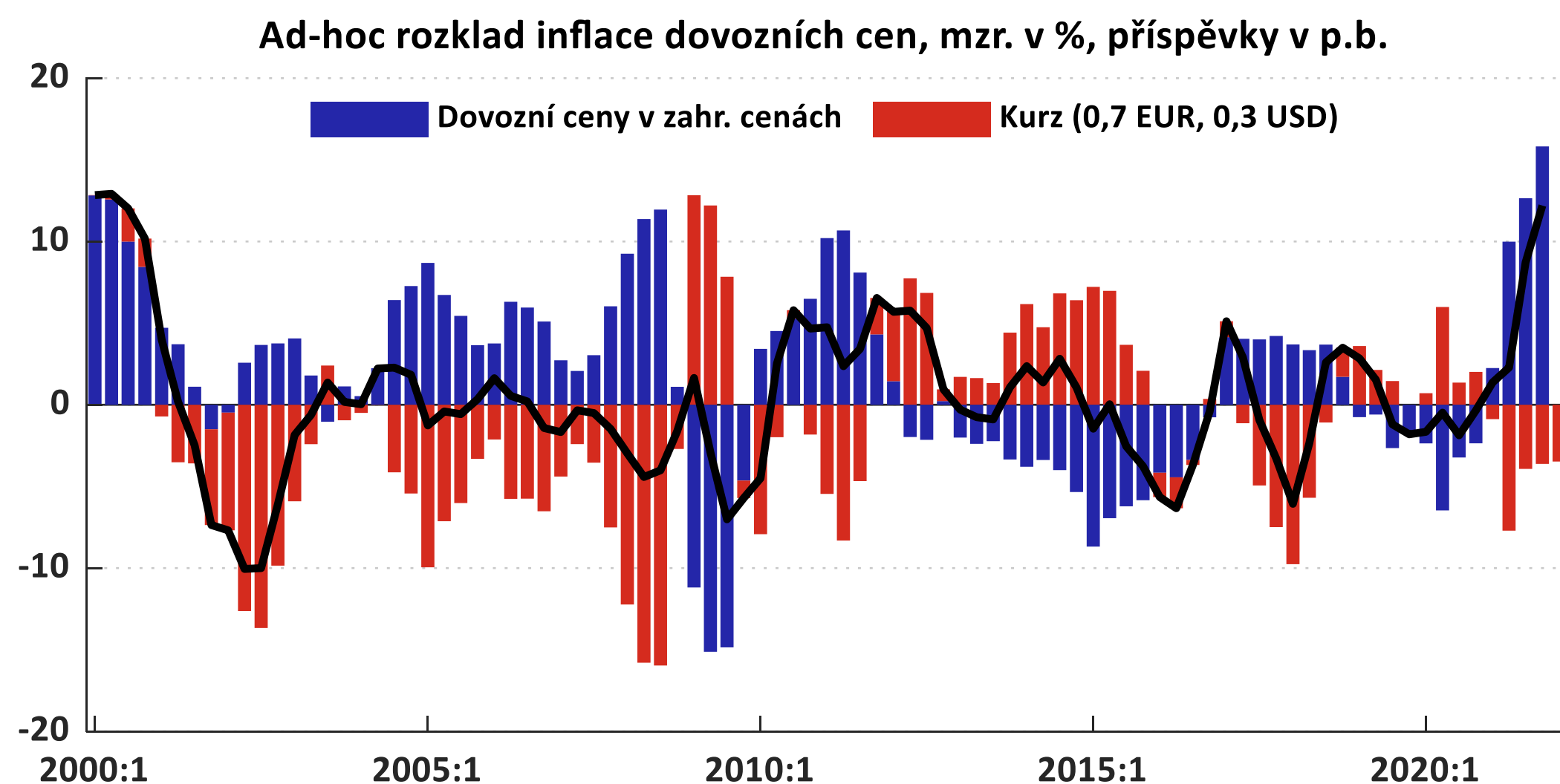
Importní ceny = zahraniční ceny a kurz

DOVOZNÍ NÁROČNOSTI PODLE INPUT-OUTPUT ANALÝZY

Spotřeba domácností je na ropu nejvíce dovozně náročná

	Dovozní náročnost celkem	Náročnost na dovoz ropy
Spotřeba domácností	38 %	3,8 %
Investice	43 %	0,9 %
Spotřeba vlády	17 %	0,2 %
Vývoz	48 %	1,9 %

Zdroj: Zol I/2015



Plovoucí (řízeně) kurz je v režimu cílování inflace první a rychlou linií obrany proti dovozeným inflačním tlakům.

Stabilizační role kurzu patrná v dovozních cenách – lze ji minimálně z části přisoudit kredibilní **měnové politice** stabilizující inflaci na cíli.

Dovozní ceny publikované ČSÚ jsou vykázané ceny dovozních obchodů přepočtené na CZK příslušným průměrným měsíčním kurzem ČNB. Pokud použijeme ad-hoc předpoklad, že 70 % obchodů je v EUR a zbytek v USD, lze dopočítat implicitní zahraniční dovozní ceny. Stabilizační působení kurzu je kvalitativně robustní vůči volbě vah.

Měnová politika a dovezená inflace

Měnová politika reaguje

- Nominální a reálné hodnocení kurzu
- Pokles nákladových tlaků
- Ukotvení inflace a inflačních očekávání
- Náklady v podobě zpomalení reálného růstu a „policy trade-off“ u nabídkových šoků

Měnová politika nereaguje a uplatní výjimku s plnění inflačního cíle

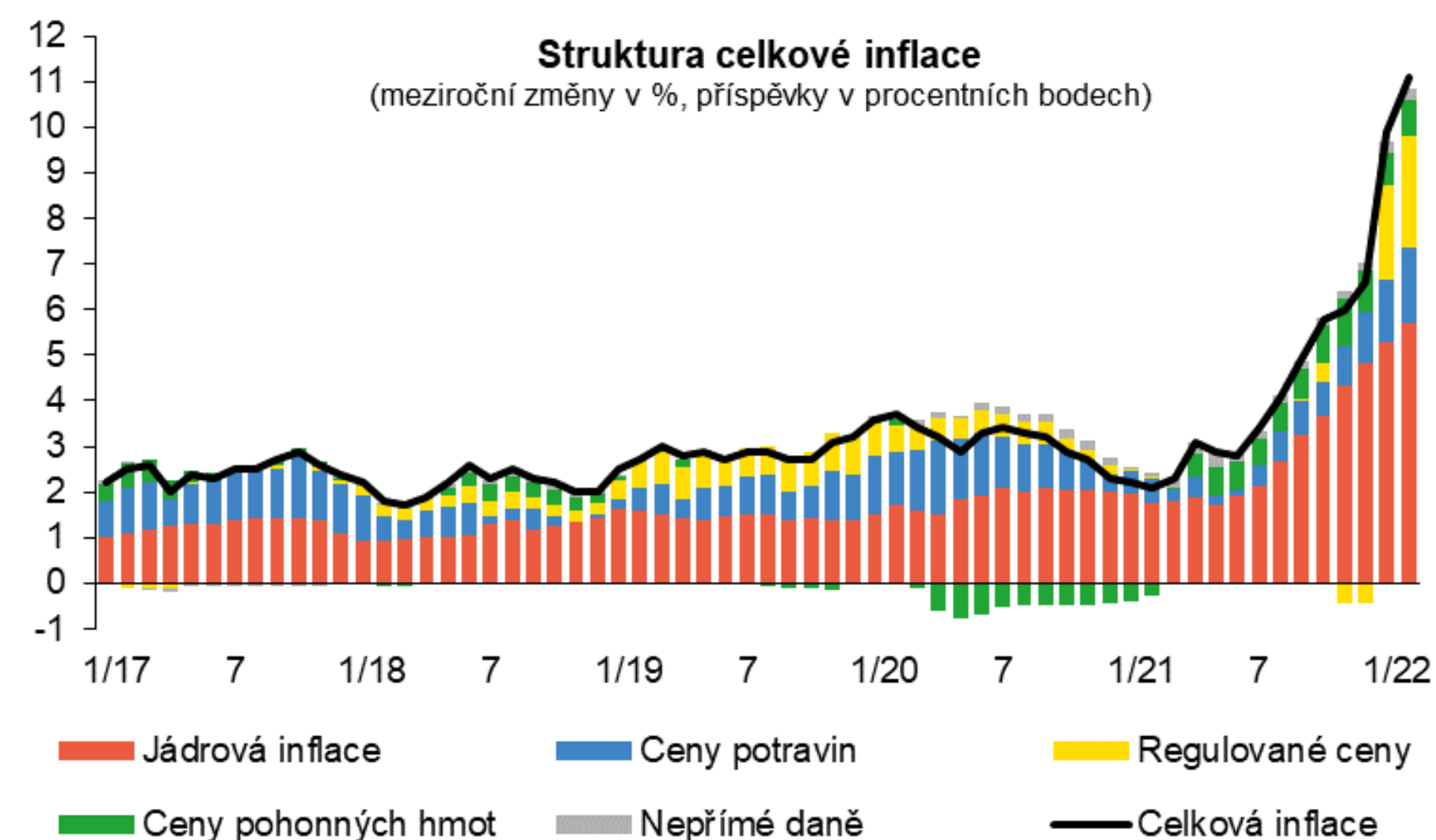
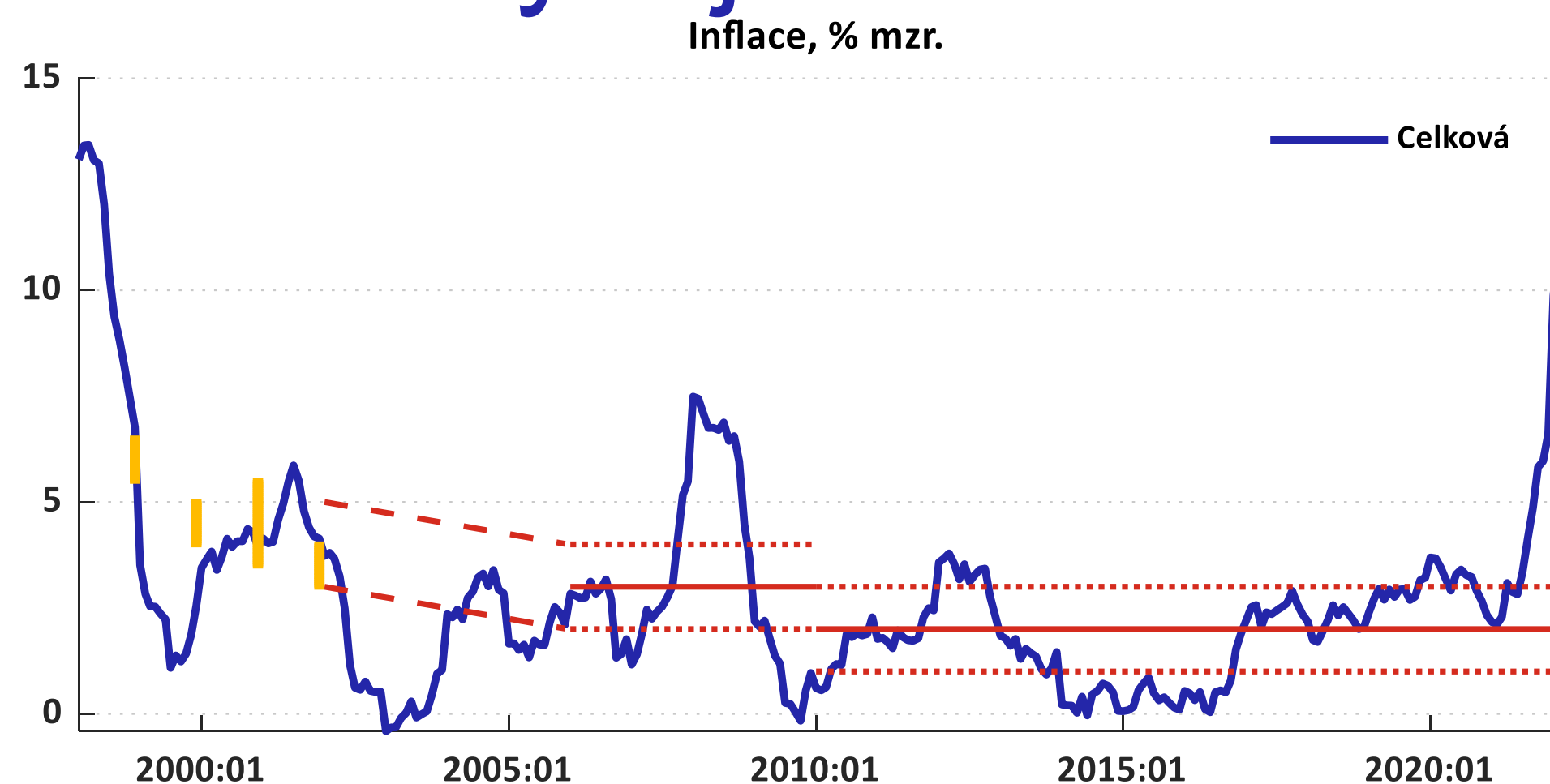
- Depreciace reálného kurzu
- Růst nákladových tlaků
- Riziko vzniku spirály mezi inflací a inflačními očekáváním
- Inflace mimo očekávání vede k redistribuci reálných výnosů mezi věřiteli a dlužníky, tj. reálné náklady

Flexibilní cílování inflace a výjimky z plnění inflačního cíle

ZoI II/2007: „ ... Pokud na ekonomiku dopadne výrazný exogenní šok ..., ČNB na **primární** dopady tohoto šoku nemusí reagovat. Může využít výjimky ze svého závazku splnit inflační cíl ... Důvodem pro používání institutu výjimek z plnění inflačního cíle je zejména fakt, že ČNB při plnění inflačního cíle bere v úvahu i vliv měnové politiky na stabilitu ekonomiky...“

Je vhodné uplatnit institut výjimek v situaci rostoucích cen energií a komodit?

Aktuální vývoj inflace

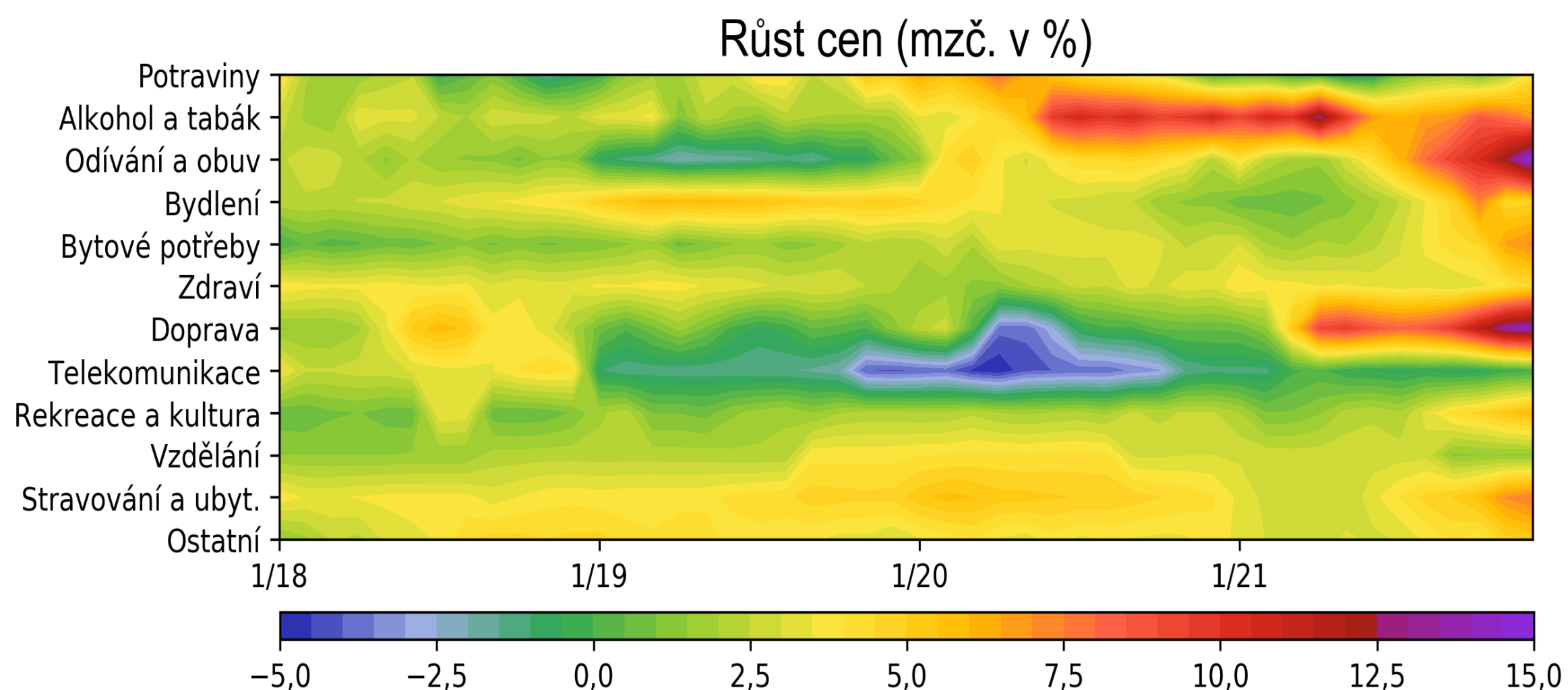


Inflace výrazně zrychlila a dostala se významně nad cíl.

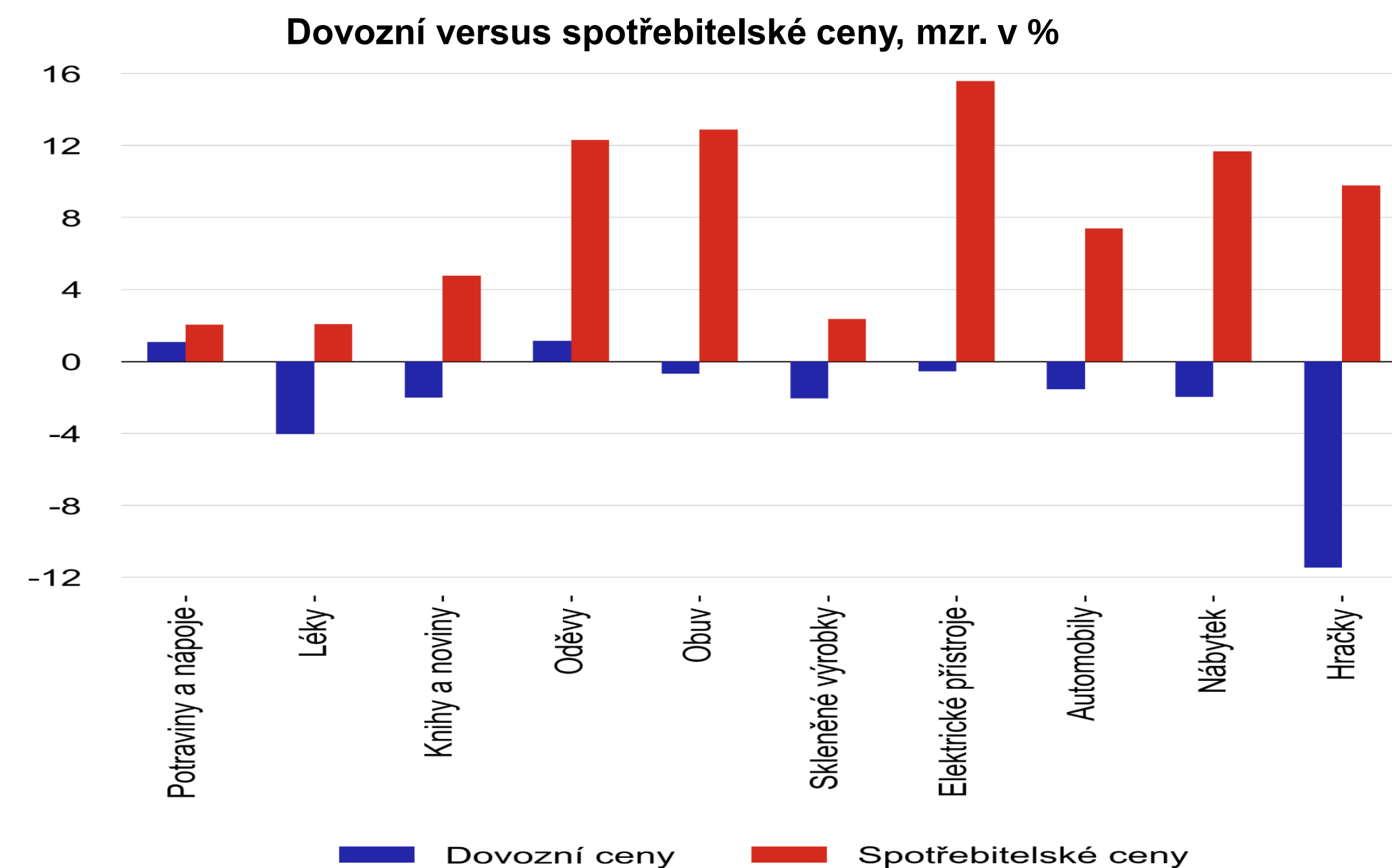
Pokračuje zrychlování **jádrové inflace** reflektující růst nákladů na pozadí **silné poptávky a imputovaného nájemného**. Skokové zvýšení **regulovaných cen** na počátku roku vlivem důvodu růstu **cen elektřiny, zemního plynu a tepla pro domácnosti**. Růst **cen pohonných hmot** z důvodu růstu světových cen ropy.

V souvislosti s konfliktem na Ukrajině **rostou rizika prognóz** a mají **staglační směr**.

Plošné a intenzivní inflační tlaky



Zdroj: ČNB ZoMP Zima 2022



Zdroj: ČNB ZoMP Zima 2022

Současná vlna zdražování představuje **plošný a poměrně intenzivní jev napříč kategoriemi spotřebního koše.**

Silná domácí poptávka dovoluje firmám zvýšit ceny (ziskové marže) nad náklady/dovozní ceny.

Implikace pro měnovou politiku

Staglační dilema pro měnovou politiku je silné v blízkosti inflačního cíle, ale v současné situaci dvouciferné inflace a zvýšených inflačních očekávání musí měnová politika dbát na svůj primární cíl **zajištění cenové stability**.

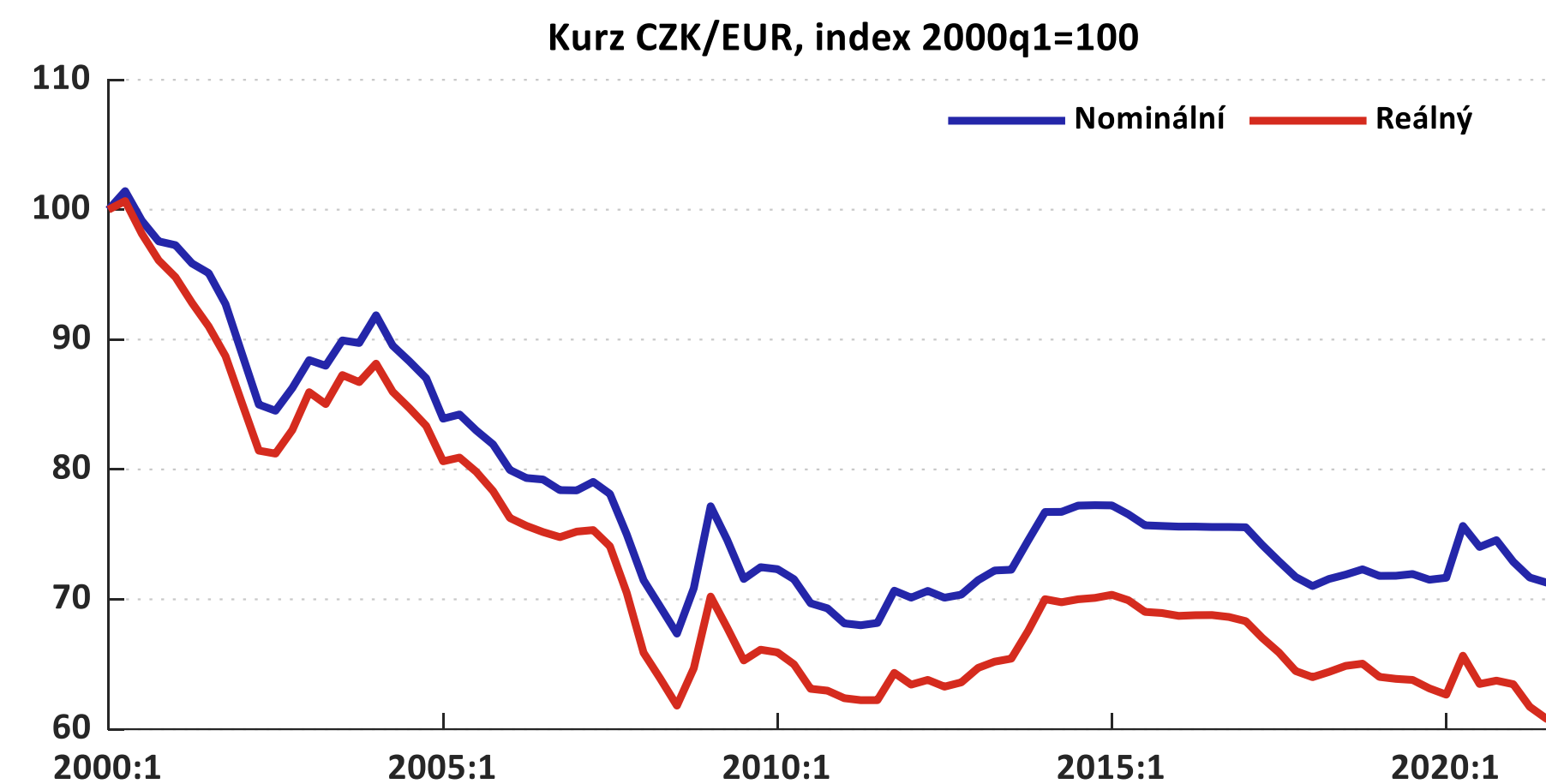
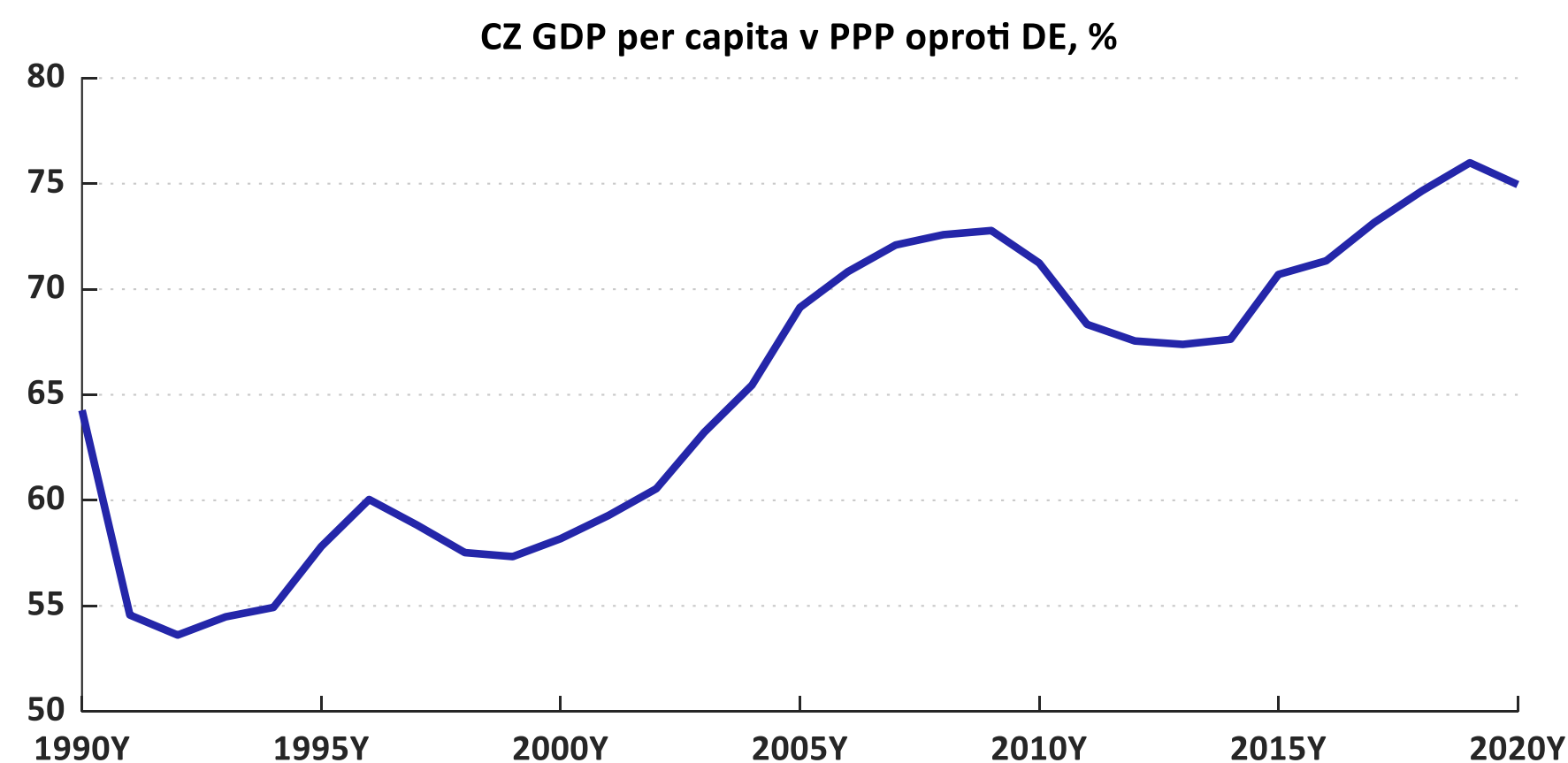
Ve světle aktuálního cenového vývoje byl **rychlý růst sazeb v minulém roce adekvátní**.



Je 2% inflační cíl pro ČR vhodný?



Měnová politika a inflační cíl



Měnová politika je neutrální z pohledu dopadů do reálného růstu v dlouhém období a tedy i volba cíle je neutrální vzhledem k ekonomické aktivitě.

Úroveň inflačního cíle ale ovlivňuje dynamiku **nominálního kurzu** v dlouhém období z důvodu **reálné konvergence** => **rovnovážné** (trendové) **zhodnocování reálného kurzu**.

- Stejný domácí a zahraniční cíl, pak nominální zhodnocení kurzu rovné reálnému.
- Pokud domácí inflační cíl vyšší než zahraniční o reálné rovnovážné zhodnocení, pak stabilní nominální kurz.

Trendové zhodnocení má dopady do hospodaření ČNB, ne však do provádění měnové politiky

Úroveň inflačního cíle

2 % cíl jako vyjádření mandátu **cenové stability** ve formě nízkého růstu cen.

- *Absolutní stabilita není ideální* – measurement bias, ELB, rigidity v cenách a mzdách
- *Návrhy na vyšší inflační cíl jako řešení ELB nevyslyšeny* – menu costs, je stále cenovou stabilitou?

Většina CB v režimu IT používá 2% cíl.

Toleranční pásmo – obvyklá šíře +/- 1 p.b. a některé banky spouští formální procedury při jeho překročení.

Rozpětí (target range) používá menšina bank, i tak cílí střed (RBNZ, BoC)

	Bod	Rozmezí	Toleranční pásmo	Poznámka
ECB	2 %			Cíl dosahovám ve střednědobém horizontu
Fed	2 %			od srpna 2020 cíluje průměrnou inflaci ("seeks to achieve inflation that averages 2% over time")
Bank of England	2 %		(±1 p. b.)*	při odchylce větší než ±1 p. b. je guvernér BoE povinen napsat ministrovi financí otevřený vysvětlující dopis
Norges Bank	2 %			inlace poblíž 2 % („inflation close to 2% over time“)
SNB		<2 %		růst inflace menší než 2 % („CPI rise less than 2%“)
RBNZ	2 %	1–3 %		udržet inflaci ve střednědobém horizontu mezi 1 a 3 procenty, se zaměřením na udržení inflace poblíž 2% středu (mid-point)
Bank of Canada	2 %	1–3 %		Inflační cíl je 2% střední hodnota střednědobého cílového rozpětí 1%-3%.
Riksbank	2 %		1–3 %	
MNB	3 %		±1 p. b.	
NBP	2,5 %		±1 p. b.	
ČNB	2 %		±1 p. b.	
BoJ	2 %			
RBA		2–3 %		inflační cíl je střednědobý průměr, nikoli konkrétní hodnota („The inflation target is defined as a medium-term average rather than as a rate (or band of rates) that must be held at all times.“)
Islandská centrální banka	2,5 %		(±1,5 p. b.)*	inlace co nejbližší inflačnímu cíli; při odchylce větší než ±1,5 p. b. je islandská centrální banka povinna předložit vládě otevřenou vysvětlující zprávu
Izraelská centrální banka		1–3 %		

Cílování inflace vs. cenové hladiny

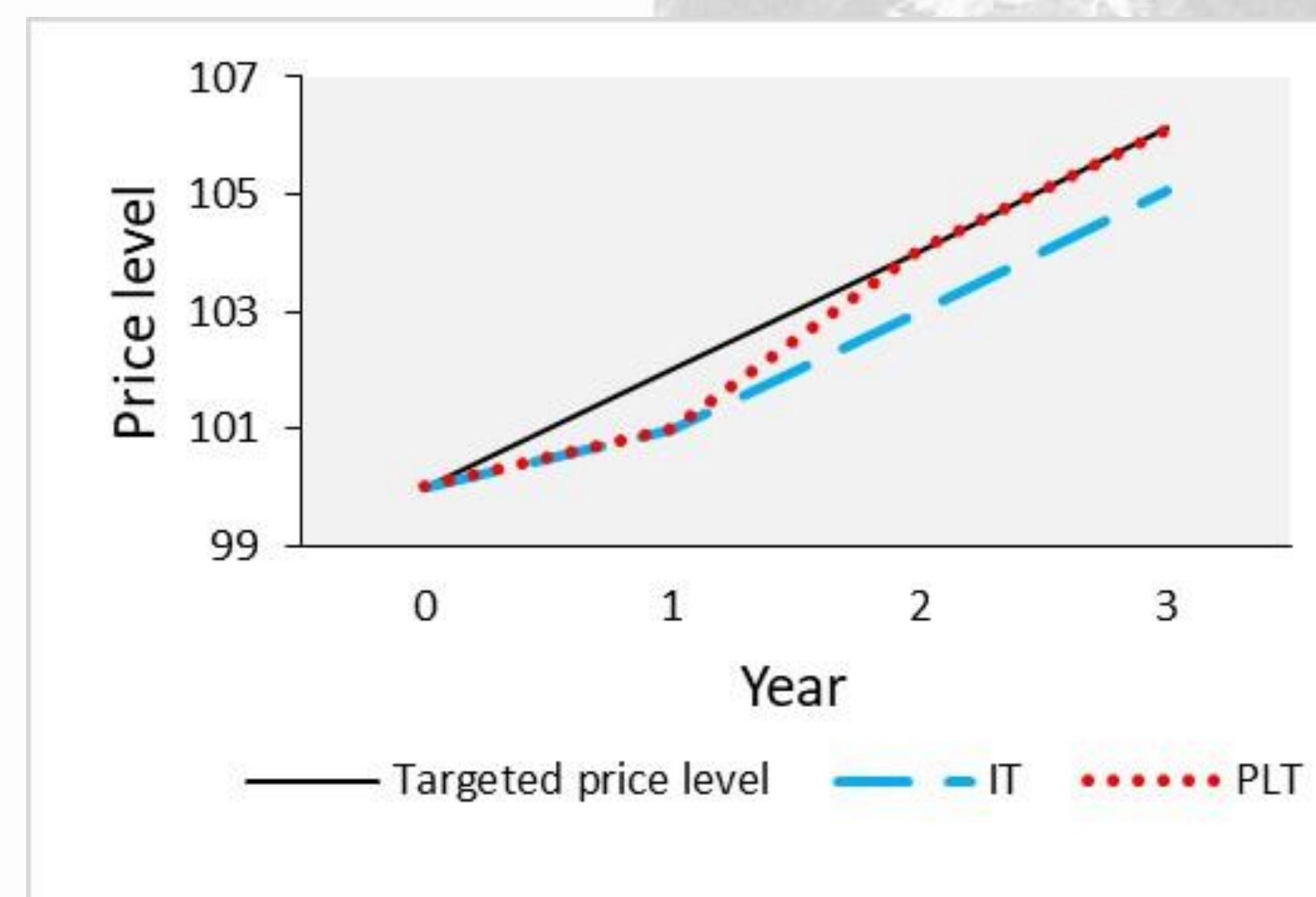
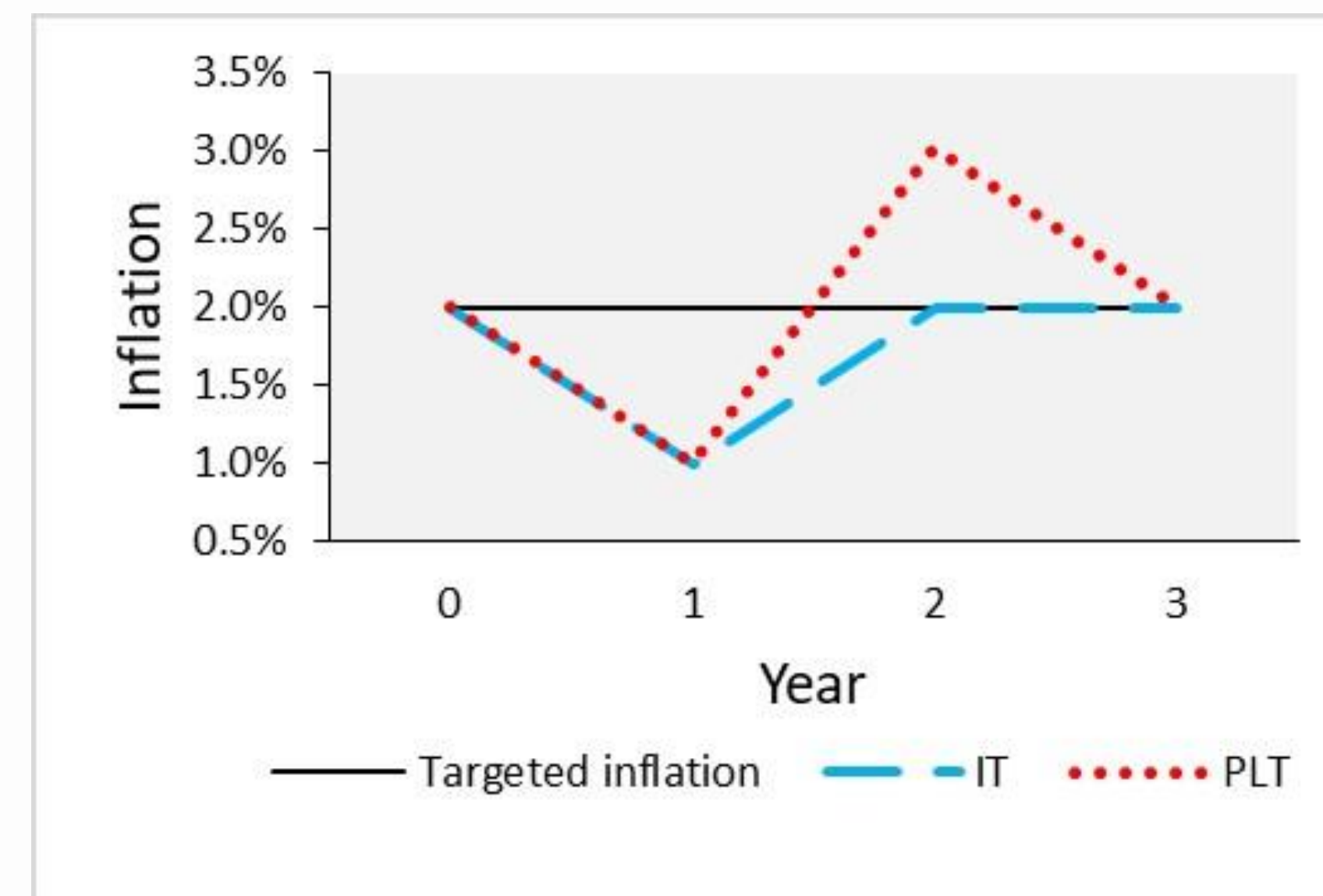
Cílování cenové hladiny může být teoreticky lepší než cílování inflace

- *Lepší ukotvenost inflačních očekávání*
- *Méně závažný problém ELB*

Tento závěr je ale ovlivněn předpokladem racionálních očekávání a kredibilitou režimu

- *Teoretické účinky PLT jsou podmíněny jeho srozumitelností pro širokou veřejnost*
- *PLT režim rovněž nemusí být dynamicky konzistentní (např. ochota (ne)vyvolat výraznou deflaci po inflačním šoku, jakým momentálně procházíme)*

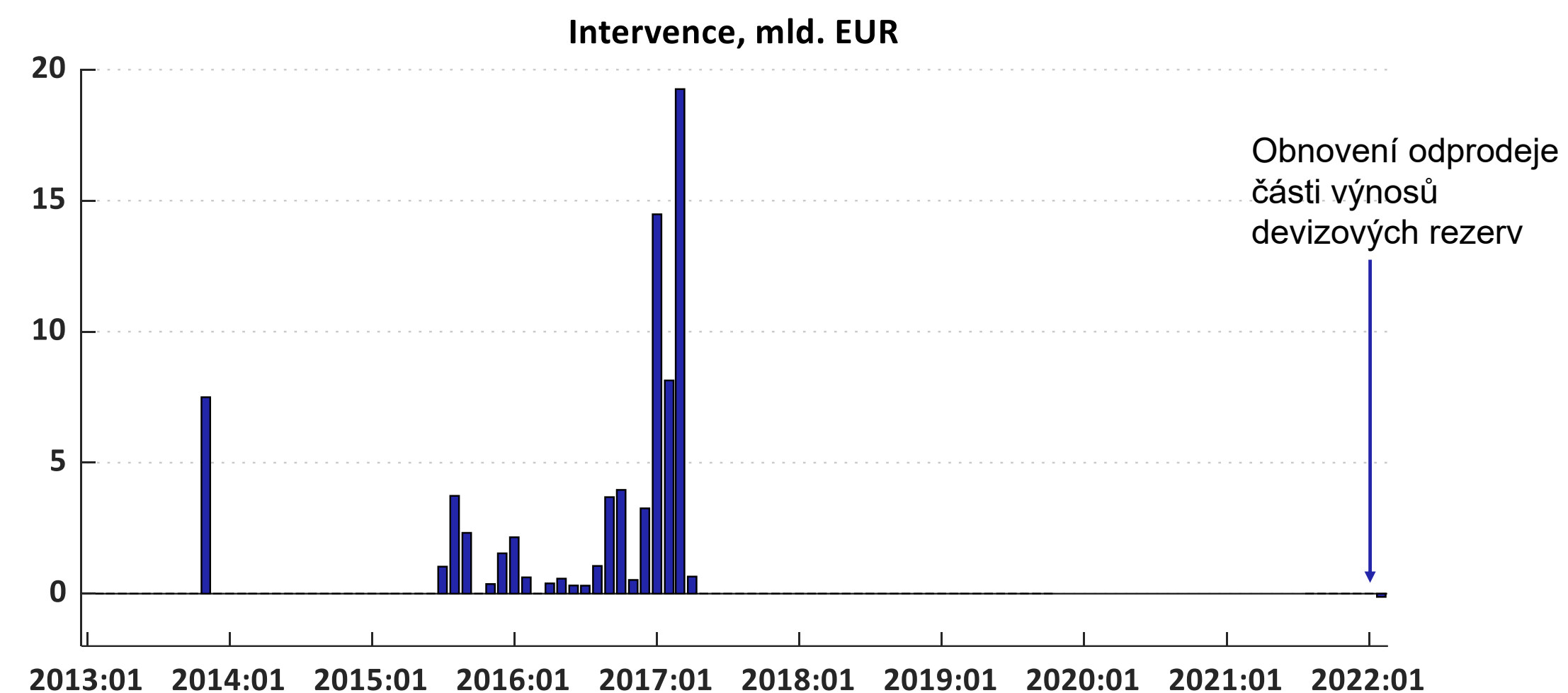
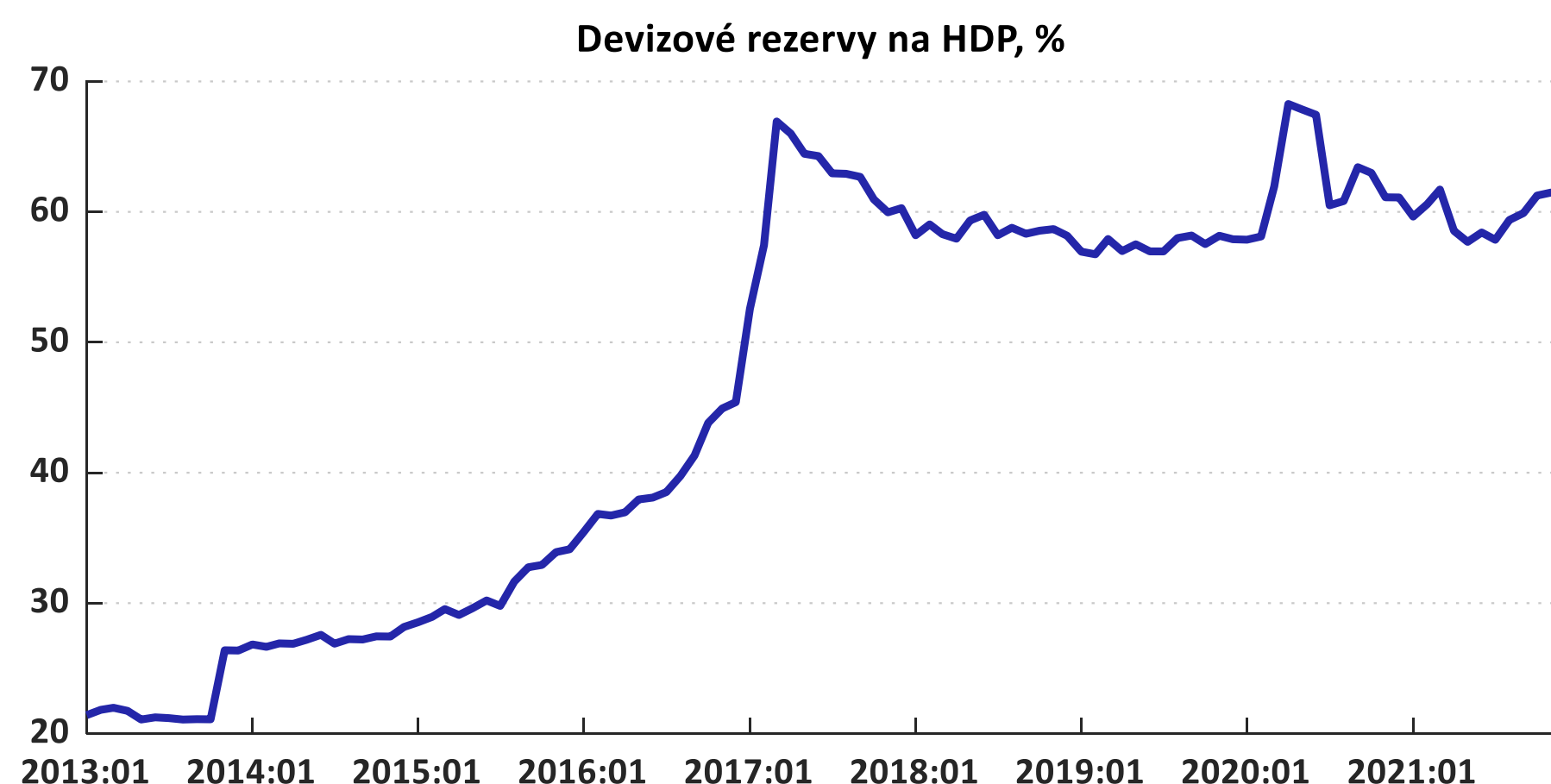
V praxi zatím žádná centrální banka PLT nezavedla, pouze Fed se posunul směrem k AIT (přičemž první dojmy jsou spíše rozpačité).



Jaká rizika vyplývají z velkého devizového portfolia pro stabilizaci inflace? K čemu jsou pro ČNB devizové rezervy?



Devizové rezervy



Devizové rezervy dosáhly 157,5 mld. EUR v únoru 2022.

Výše devizových rezerv není výsledkem snahy o jejich kumulaci (plovoucí kurz v režimu IT), ale mimo jiné důsledek **kurzového závazku** jako nekonvenční měnové politiky v prostředí sazeb na ZLB.

Devizové rezervy a jejich úroveň **nepředstavují překážku nebo omezení pro měnovou politiku**, ani pro provádění operací na peněžním a měnovém trhu.

Prohlášení ze 4. 3. 2022: „ČNB ... je aktivní na devizovém trhu a provádí operace, aby tlumila nadměrné výkyvy kurzu a oslabování koruny. Tato aktivita ČNB je nezbytná pro plnění jejích zákonných cílů. ...“

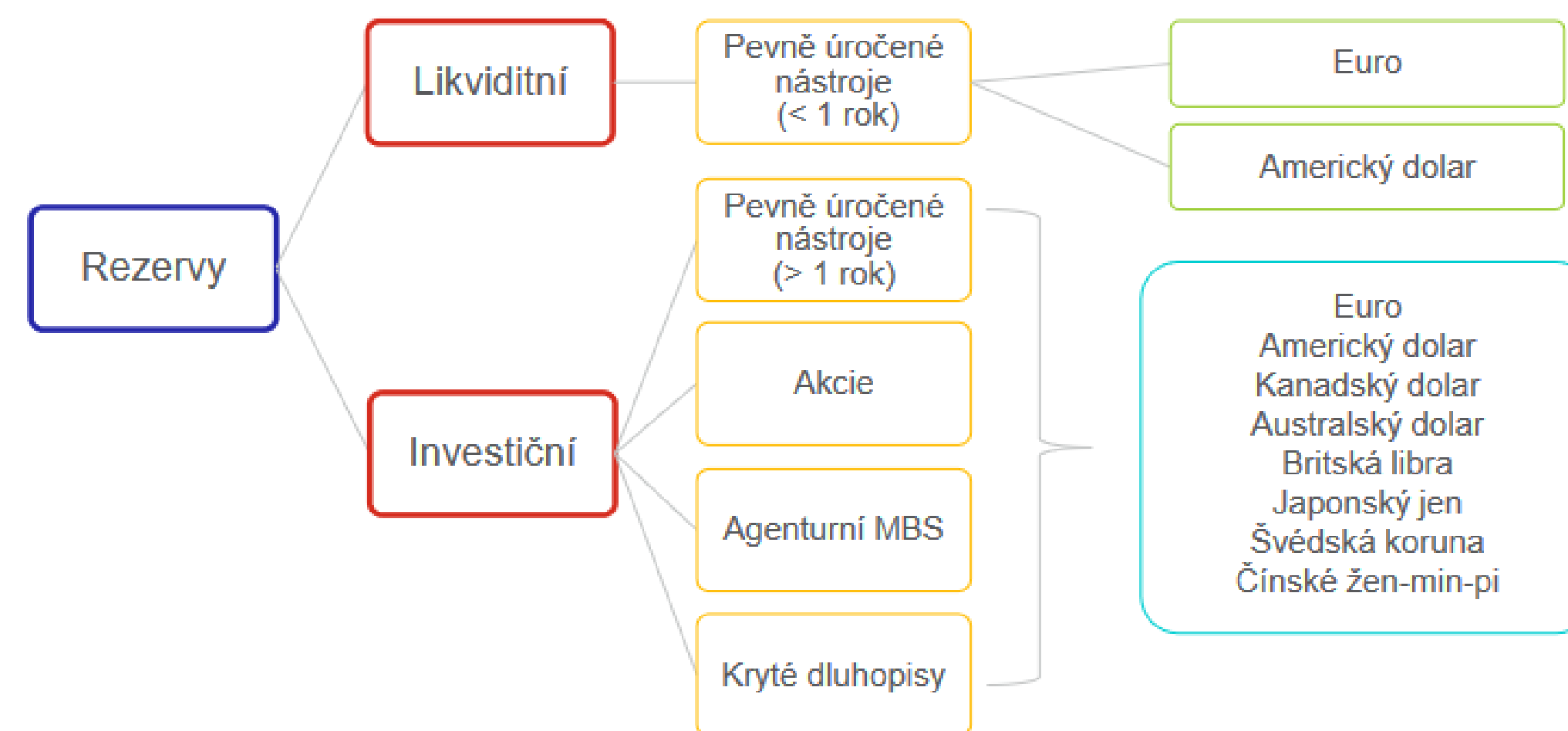
Struktura devizových rezerv

Tabulka č. 1 – Devizové rezervy

	Tržní hodnota		Průměrný výnos v rezervních měnách, p. a.		
	mil. EUR	Podíl	5 let	3 roky	1 rok
Likviditní tranše	44 265	30,8 %	n/a	−0,16 %	−0,36 %
Investiční tranše	99 588	69,2 %	n/a	5,44 %	3,40 %
Celkem	143 853		1,94 %	2,97 %	2,11 %

Tabulka č. 2 – Rozdělení devizových rezerv podle investičního nástroje

Druh investice	Podíl
Dluhopisy	52,5 %
– vládní	39,3 %
– vládní agentury	7,0 %
– nadnárodní emitenti	3,2 %
– dluhopisy MBS a kryté dluhopisy	3,1 %
Instrumenty peněžního trhu	31,2 %
Akcie	16,0 %
Ostatní	0,3 %

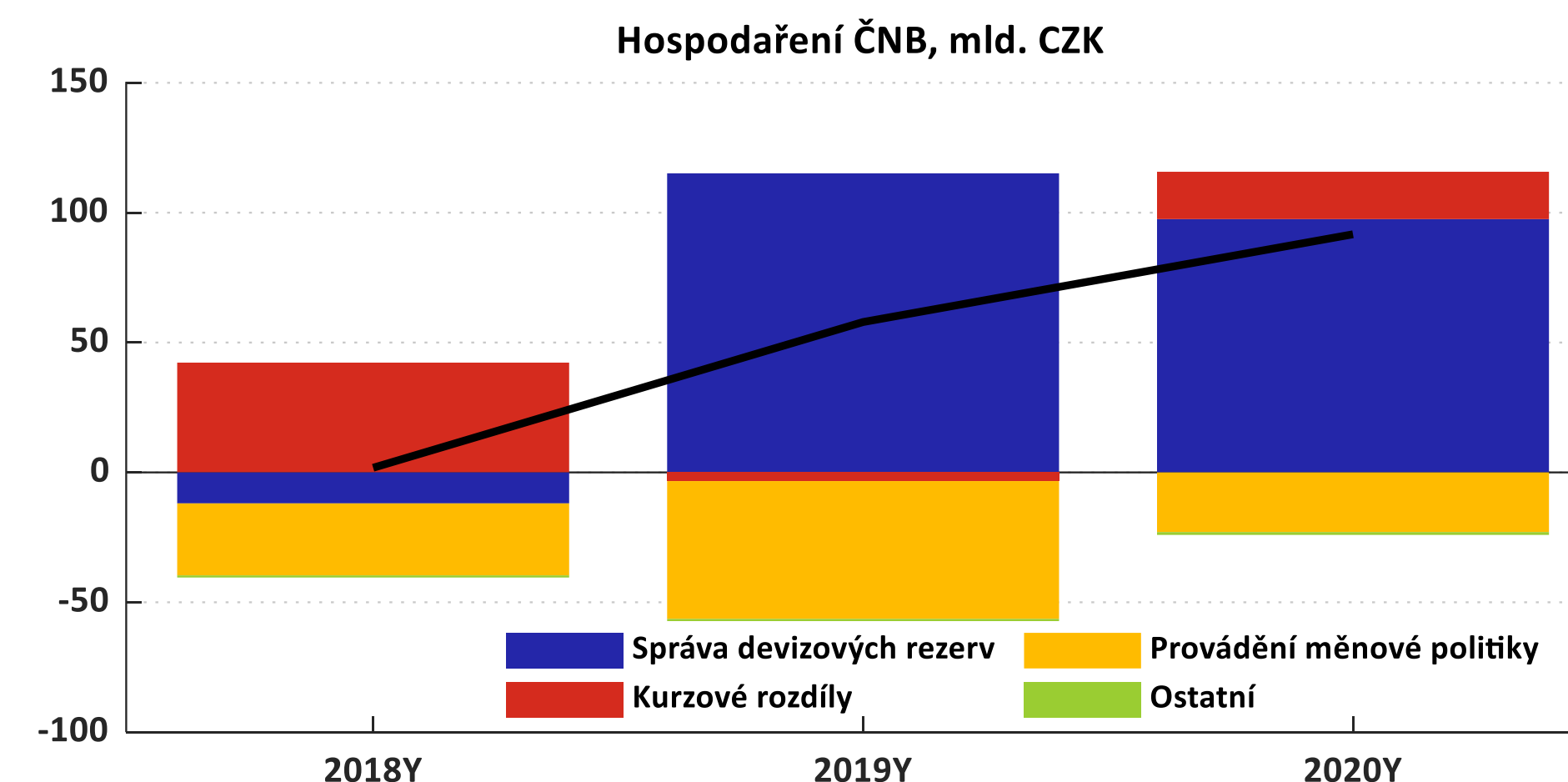
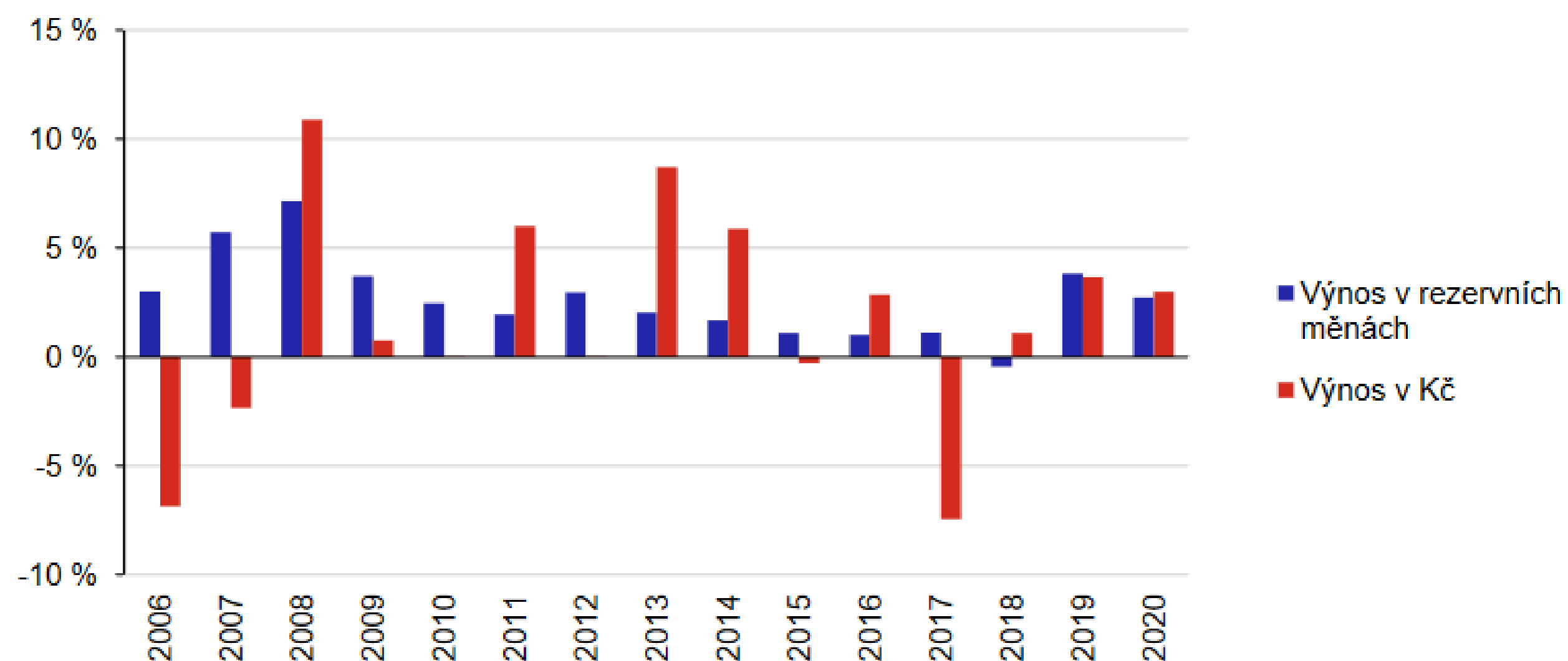


Koncem roku 2021 tvořila **investiční tranše** téměř 70 % rezerv.

Správa rezerv ČNB patří k **méně konzervativním** mezi centrálními bankami

- průměrná durace dluhopisů v investiční tranši 5 let
- akciové portfolio 20 % investiční tranše (a tedy 16 % z celkových rezerv)

Výnos devizových rezerv a hospodaření ČNB



Úkolem ČNB není generování zisku, ale péče o cenovou a finanční stabilitu.

Důvodem držby rezerv není zisk, ale držba rezerv spolu s trendovým zhodnocením nominálního kurzu koruny má implikace do hospodaření ČNB.

Rezervy nejsou investičním fondem bohatství (mj. proto, že proti nim stojí korunová pasiva), ale slouží k **výkonu měnové politiky**.

Děkuji za pozornost

Tomáš Holub

člen bankovní rady ČNB

tomas.holub@cnb.cz

