
Konvenční a nekonvenční nástroje měnové politiky

Možnosti a limity MP v době pandemie

Luboš Komárek

TU Liberec – 24.11.2020 (Microsoft Teams)



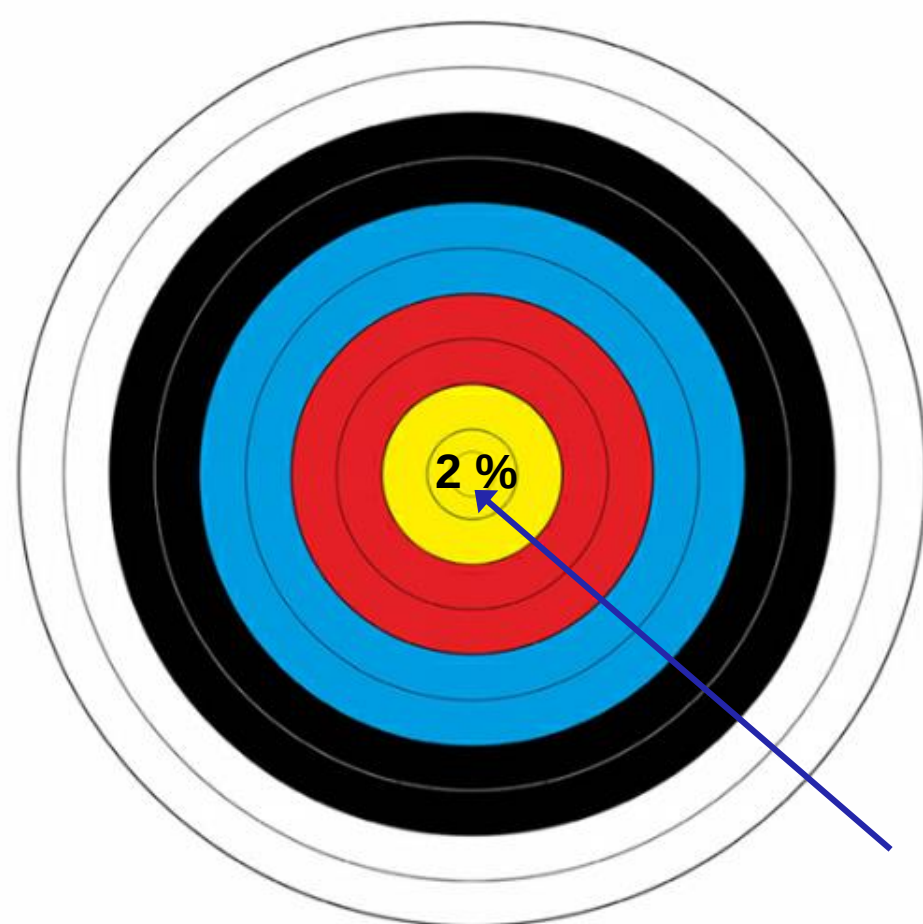
Obsah prezentace

- I. Konvenční měnová politika
- II. Nekonvenční měnová politika
- III. (Ne)konvenční měnová politika ČNB
- IV. Makrobezřetnostní politika ČNB
- V. Ekonomické šoky, měnový a fiskální prostor

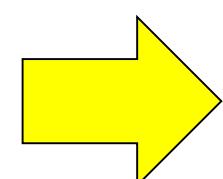


Proticyklická a procyklická (měnová) politika

Inflace na inflačním cíli

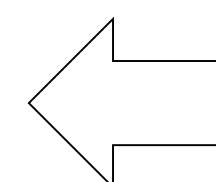
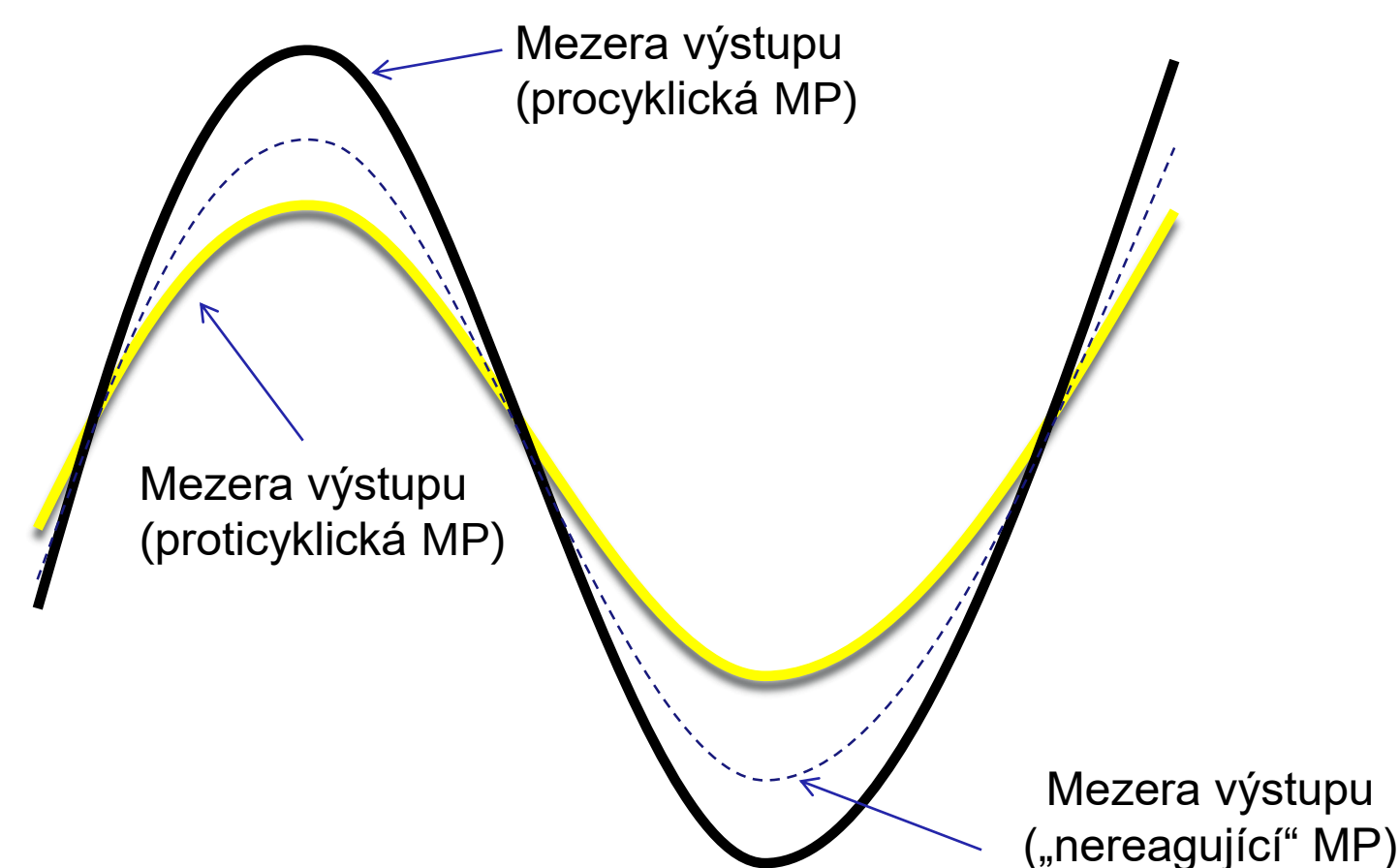


Úspěšná měnová politika

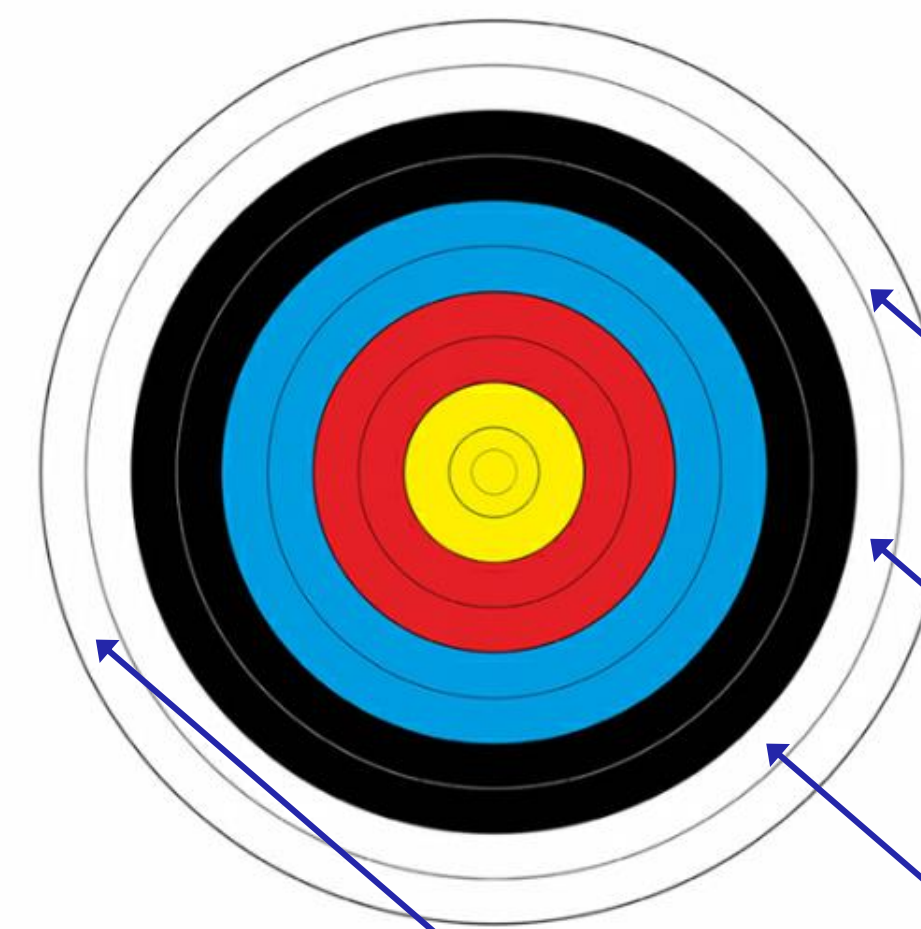


proticyklické působení

procyklické působení



Neúspěšná měnová politika



Inflace „hodně mimo“
inflační cíl

Konvenční měnová politika (zjednodušený pohled)

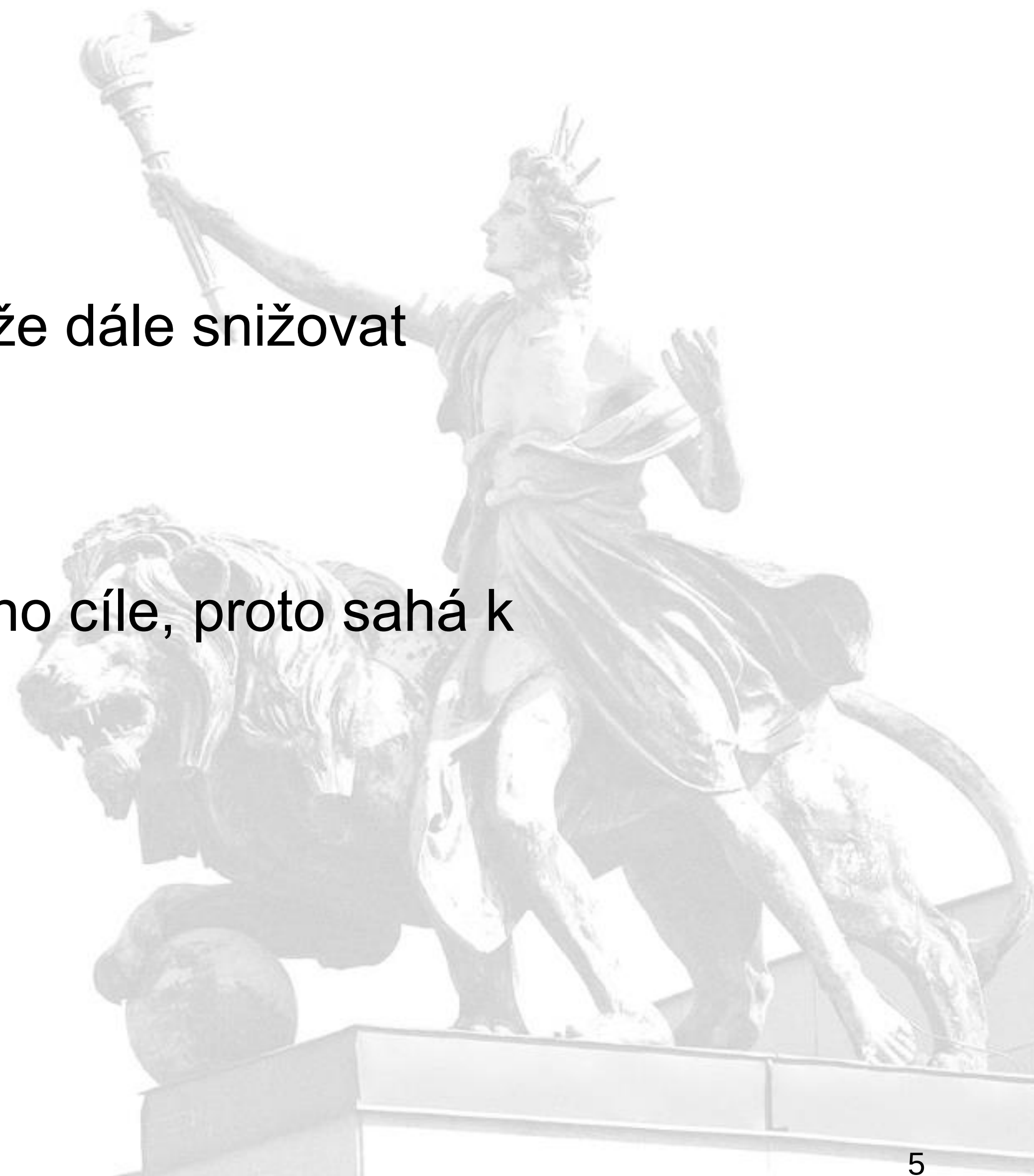
Ekonomice se „nedaří“ → centrální banka sníží úrokové sazby

Ekonomika se „přehřívá“ → centrální banka zvýší úrokové sazby

Nekonvenční měnová politika

Ekonomice se „nedaří“ a centrální banka již nemůže dále snižovat úrokové sazby.... Co pak?

Centrální banka nemůže rezignovat na plnění svého cíle, proto sahá k nekonvenčním nástrojům...



Rizika a dopady deflace (při nečinnosti CB)

Snižování mezd a propouštění

- záporná inflace způsobuje růst reálných mzdových nákladů a nutnost propouštět

Narůstá reálná dluhová zátěž

- **hypotéky:** domácnosti splácejí úvěry, jejichž hodnota se nominálně nemění, které použily na koupi nemovitostí, jejichž cena se však snižuje, a to při klesajících mzdách a celkových příjmech
- **možné problémy pro finanční stabilitu:** hrozba nárůstu problémových úvěrů
- **paradox finanční stability:** největší rizika se rodí v dobrých časech, kdy vše vypadá na první pohled dobře (ukazatele se zlepšují)

Deflačně-recesní spirála

- v očekávání poklesu cen řada podniků či domácností **odkládá své nákupy na pozdější dobu** → **chybí poptávka** → **není potřeba tolik vyrábět** → **firmy propouštějí, snižují se příjmy domácností i zisky podniků** → další tlaky na opětovný pokles cen

Obsah prezentace

- I. Konvenční měnová politika
- II. **Nekonvenční měnová politika**
- III. (Ne)konvenční měnová politika ČNB
- IV. Makrobezřetnostní politika ČNB
- V. Ekonomické šoky, měnový a fiskální prostor



Možnosti nekonvenční MP – záporné sazby

Negativní úrokové sazby CB: centrální banka sníží svoji MP sazbu do záporu.

Pozitiva

- Empirie ukazuje, že záporné sazby přinášejí dodatečné uvolnění.
- Banky dokáží přenést záporné sazby bez devastujících vlivů na finanční sektor (zejména krátkodobě).
- Mají signální charakter.
- Rizika a náklady lze poměrně dobře i dopředu identifikovat.

Negativa

- Dlouhodobě záporné sazby mohou mít devastující dopad na finanční sektor: snížená ziskovost bank, pád menších úvěrových institucí, dopady na transformované PF a pojišťovny, nadměrné přijímání rizik.
- Nadále nevyhovující právní rámec v mnoha zemích: zákonné normy, předpisy CB, vztah k ministerstvům financí (v ČR např. úročení souhrnného účtu MF).
- Obtížná komunikace – nesrozumitelnost pro veřejnost.

Možnosti nekonvenční MP – FX intervention

Devizové intervention – centrální banka provádí operace na devizových trzích za účelem oslabení domácí měny a tím dochází jednak k uvolňování reálných úrokových sazeb vlivem vyšší inflace (vyšší dovozní ceny), jednak ke stimulaci reálné ekonomiky nepřímým kanálem měnového kurzu.

Pozitiva

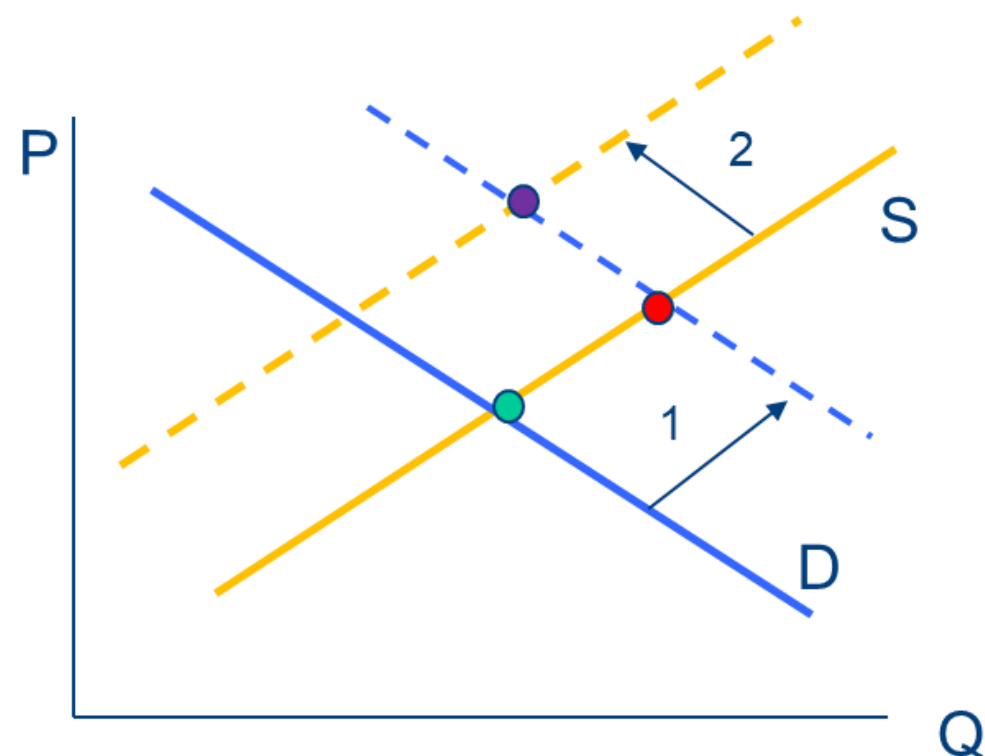
- V podmínkách malé otevřené ekonomiky účinný nástroj ke zvýšení domácí cenové hladiny.
- Prodej domácí měny centrální bankou není principiálně (teoreticky) omezen. „The sky is the limit“.
- Pro centrální banku se tak jedná o věrohodný závazek.

Negativa

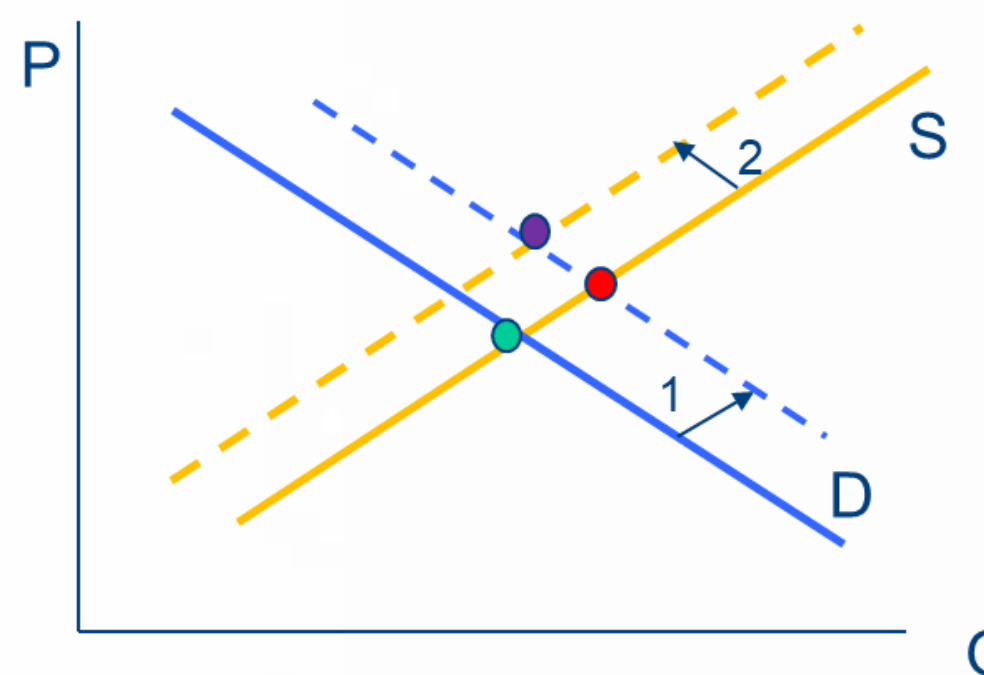
- Nelze předem odhadnout objem intervencí.
- Vedou k dalšímu nárůstu bilance CB. „Is the sky really the limit?“
- Negativní dopady na exportéry, kteří jsou zajištěni proti posílení kurzu.
- Může být chápáno jako politika „ožebrač svého souseda“.

Efektivita FX intervencí a otevřenost ekonomiky

Velmi otevřená ekonomika



Relativně uzavřená ekonomika



- Poptávkové efekty: Stejná velikost depreciace/devalvace měnového kurzu má silnější efekty u více otevřené ekonomiky => více otevřená ekonomika více exportuje (země exportující 10 % HDP versus země exportující 90 % HDP).
- Nabídkové efekty: Stejná velikost depreciace/devalvace měnového kurzu má silnější efekty u více otevřené ekonomiky => více otevřená ekonomika více importuje, a tak CPI v této zemi je více ovlivňováno zahraničím, než v zemi uzavřené (silnější mzdově-cenová spirála).
- Systematické využívání měnového kurzu povede k vyšší cenové variabilitě u více otevřené ekonomiky oproti ekonomice uzavřenější, viz již McKinnon (1963).

Možnosti nekonvenční MP - QE

- **Kvantitativní uvolňování (quantitative easing)** – centrální banka svými operacemi zvyšuje objem své rozvahy při v průměru neměnné likviditě a rizikovosti portfolia aktiv.
- **Kvalitativní uvolňování (qualitative easing)** – centrální banka svými operacemi nemění objem své rozvahy, ale mění skladbu rozvahy ve smyslu nárůstu rizikovějších a méně likvidních aktiv na úkor vládních dluhových cenných papírů.
- **Úvěrové uvolňování (credit easing)** – kombinace kvantitativního a kvalitativního uvolňování, jíž centrální banka navyšuje objem své rozvahy tak, že se snižuje likvidita a zvyšuje rizikovost jejích aktiv.

Možnosti nekonvenční MP – QE

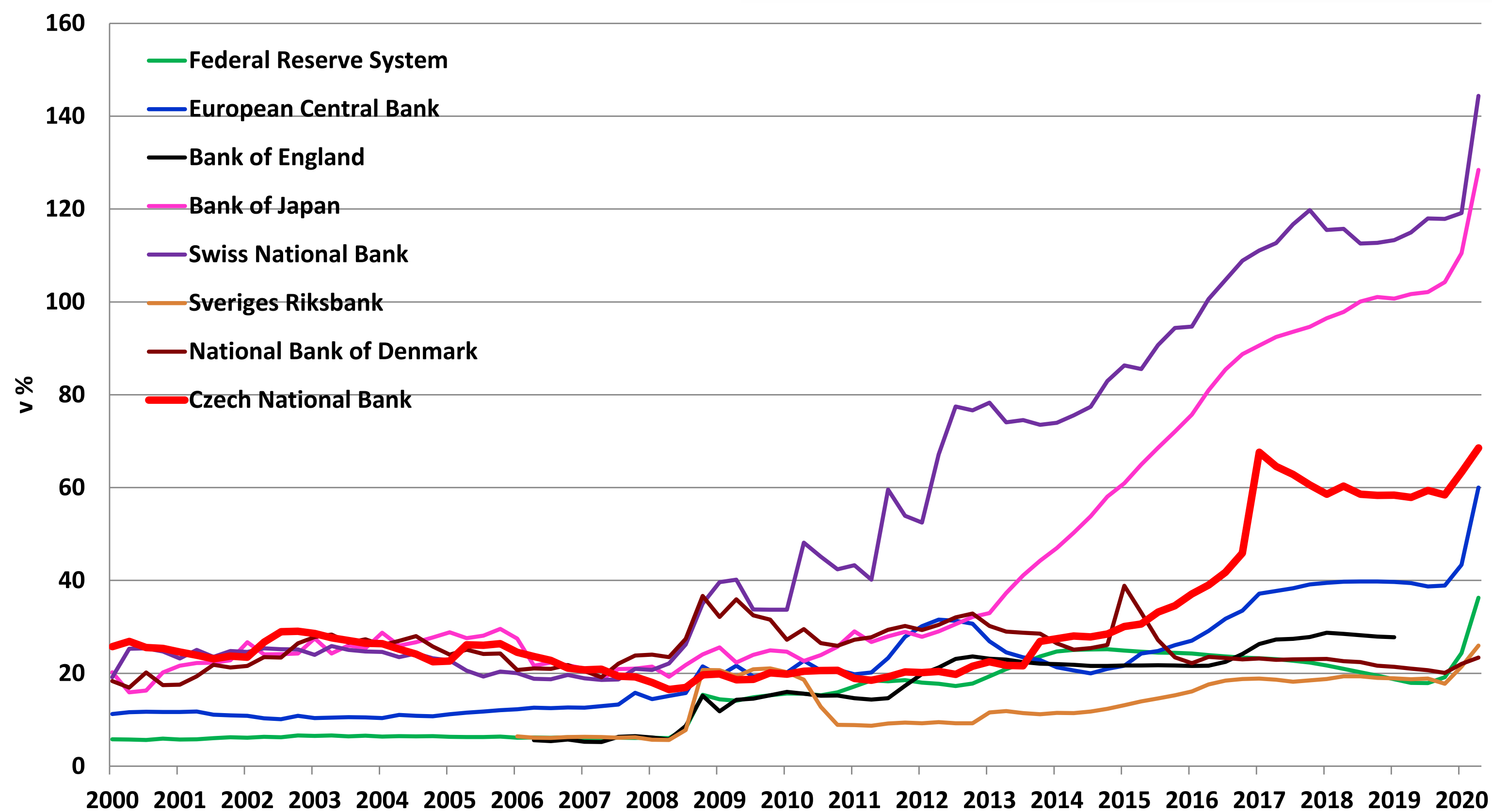
Pozitiva

- Ve světě dobře zmapovaný nástroj.
- Objemy nákupů jsou definovány předem (je pro ně stanoven cíl), takže vývoj své bilance má centrální banka pod přímou kontrolou.
- Centrální banka má do určité míry také stále pod kontrolou interakci s fiskální politikou, protože určuje maximální množství emitovaného dluhu vlády, který na sekundárním trhu nakoupí (na rozdíl od dalšího nástroje).

Negativa

- Neexistuje konsensus ohledně účinnosti, zvláště pak jeho dopadů do reálné ekonomiky a následně do cen.
- Cílované objemy nákupů (řádově jednotky mld. denně) by díky mělkosti trhu dluhopisů zemí bez rezervní měny, resp. malých otevřených ekonomik mimo EA nemusely být naplněny.

Velikosti bilancí CB vůči nom. HDP (v %)



Možnosti nekonvenční MP – cílování výnosové křivky

Cílování YC: Cílem nástroje je přímo ovlivnit delší konec výnosové křivky (na rozdíl od standardní měnové politiky přímo ovlivňující krátký konec a od QE, kde odezva sazeb je endogenní reakcí finančního trhu).

Pozitiva

- Potenciálně menší nárůst bilance než u QE při kredibilním oznámení cílované výše výnosů
- Opatření má potenciál zvýšit atraktivitu poskytování investičních úvěrů navázaných na delší sazby.
- Dochází ke snížení volatility výnosů na dluhopisovém trhu.
- Může posílit kredibilitu závazku centrální banky držet úrokové sazby na nulové/záporné úrovni po dlouhou dobu.

Negativa

- Diskutabilní vliv na reálnou ekonomiku a inflaci (delší zkušenost jen BoJ).
- Dlouhodobě nízké výnosy státních dluhopisů mohou naopak podporovat očekávání nízké inflace (Fisherův efekt).
- V extrémním případě hrozba fiskální dominance spojené s možností, že by vláda oportunně emitovala dluhopisy se splatností, kterou by CB v rámci YCC cílovala.

Možnosti nekonvenční – podpora úvěrování

Funding for lending: Cíluje přímo na případné likviditní problémy v bankovním sektoru. Dalším kanálem působení je snížení ceny zdrojů s cílem, aby nedošlo k přenosu růstu rizika do clientských sazeb, resp. aby se zvýšila zisková marže bank při úvěrování.

Pozitiva

- Transparentní nástroj omezující dopady nárůstu rizika na finančních trzích do clientského úvěrování.

Negativa

- Hrozí nezájem potenciálních klientů o nové úvěry.
- Může narážet (zejména při snížení kreditního rizika) na právní omezení: zákaz měnového financování, zákaz nedovolené veřejné podpory, pravidla obezřetného podnikání bank, zásada legality.
- Diskutabilní vliv na reálnou ekonomiku a inflaci (delší zkušenost jen BoJ).

Možnosti nekonvenční MP – helikoptérový efekt

HoM: Transfer peněz domácnostem, peníze by měly mít omezenou platnost, aby podpořily spotřebu a nebyly uspořeny. HoM má potenciál rychle zvýšit spotřebu i inflační očekávání (a také likviditní pozici).

Pozitiva

- Neutrální z hlediska velikosti vládního dluhu (bilance centrální banky není součástí bilance sektoru vládních institucí).
- Má větší potenciál zvýšit inflační očekávání než transfer od vlády.

Negativa

- Riziko, že transfer bude uspořen.
- Jednorázovost programu nevýhodou v situaci, kdy by bylo nutno dodat uvolnění po delší dobu.
- Potenciálně velký dopad na kredibilitu CB – zpochybňování nezávislosti, obviňování z porušení zákazu měn. financování.
- V ČR není možné (současný právní stav) aplikovat.
- Rozdávání peněz bez zásluh? Odporuje ek. principům.
- Nikde nevyzkoušeno!

Možnosti nekonvenční MP – FG (placebo)

- **explicitní závazek (forward guidance)** – centrální banka přijme explicitní závazek ohledně budoucího vývoje (tzv. odysseovská forma FG), např. se zaváže, že bude držet úrokové sazby na nulové úrovni minimálně po dobu jednoho roku nebo do doby nárůstu inflace. Tzv. delfská forma FG neobsahuje explicitní závazek, ale zveřejňovaný pravděpodobný vývoj (např. úrokových sazeb).

Obsah prezentace

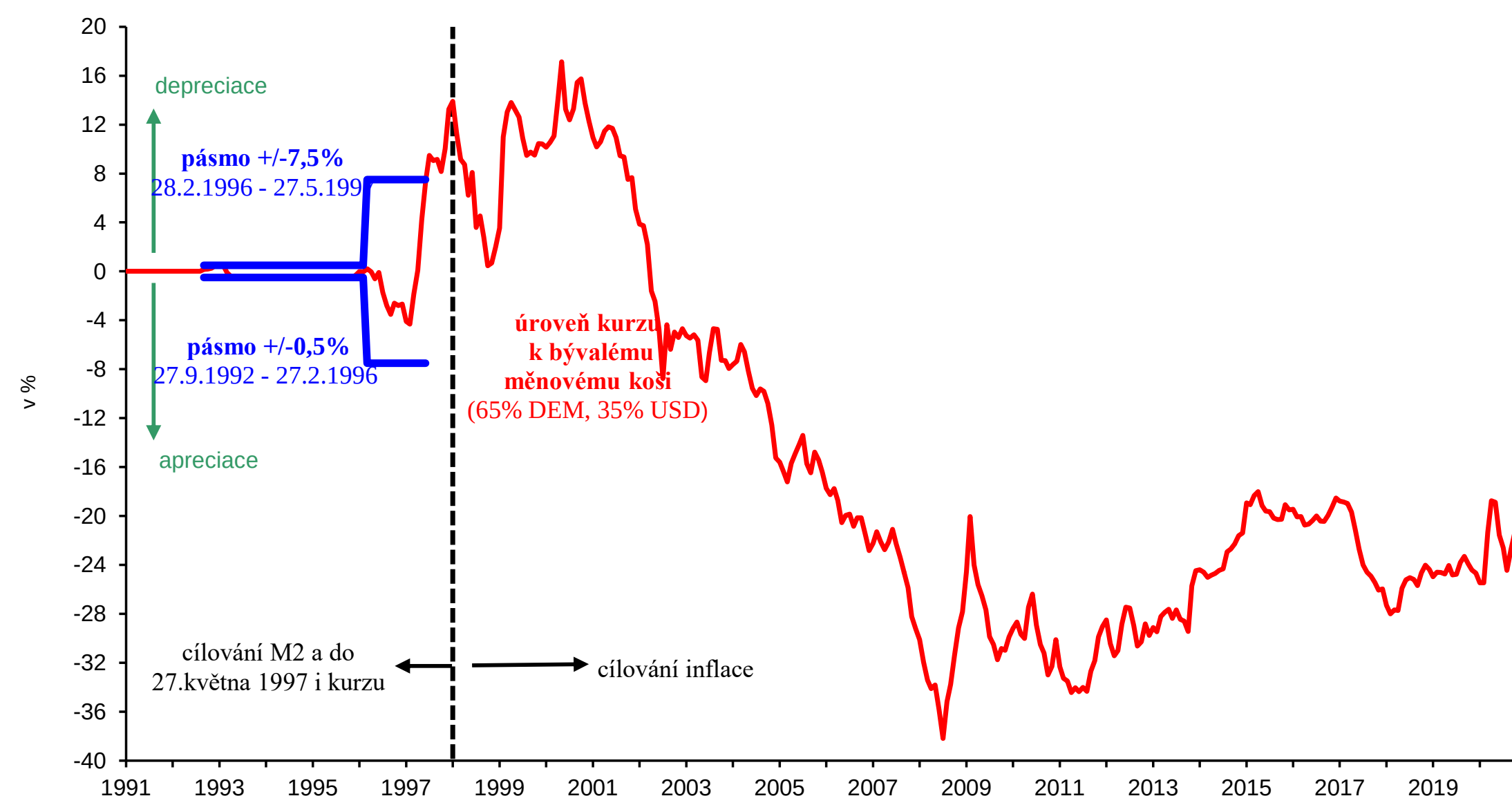
- I. Konvenční měnová politika
- II. Nekonvenční měnová politika
- III. (Ne)konvenční měnová politika ČNB
- IV. Makrobezřetnostní politika ČNB
- V. Ekonomické šoky, měnový a fiskální prostor



(Ne)konvenční měnová politika ČNB

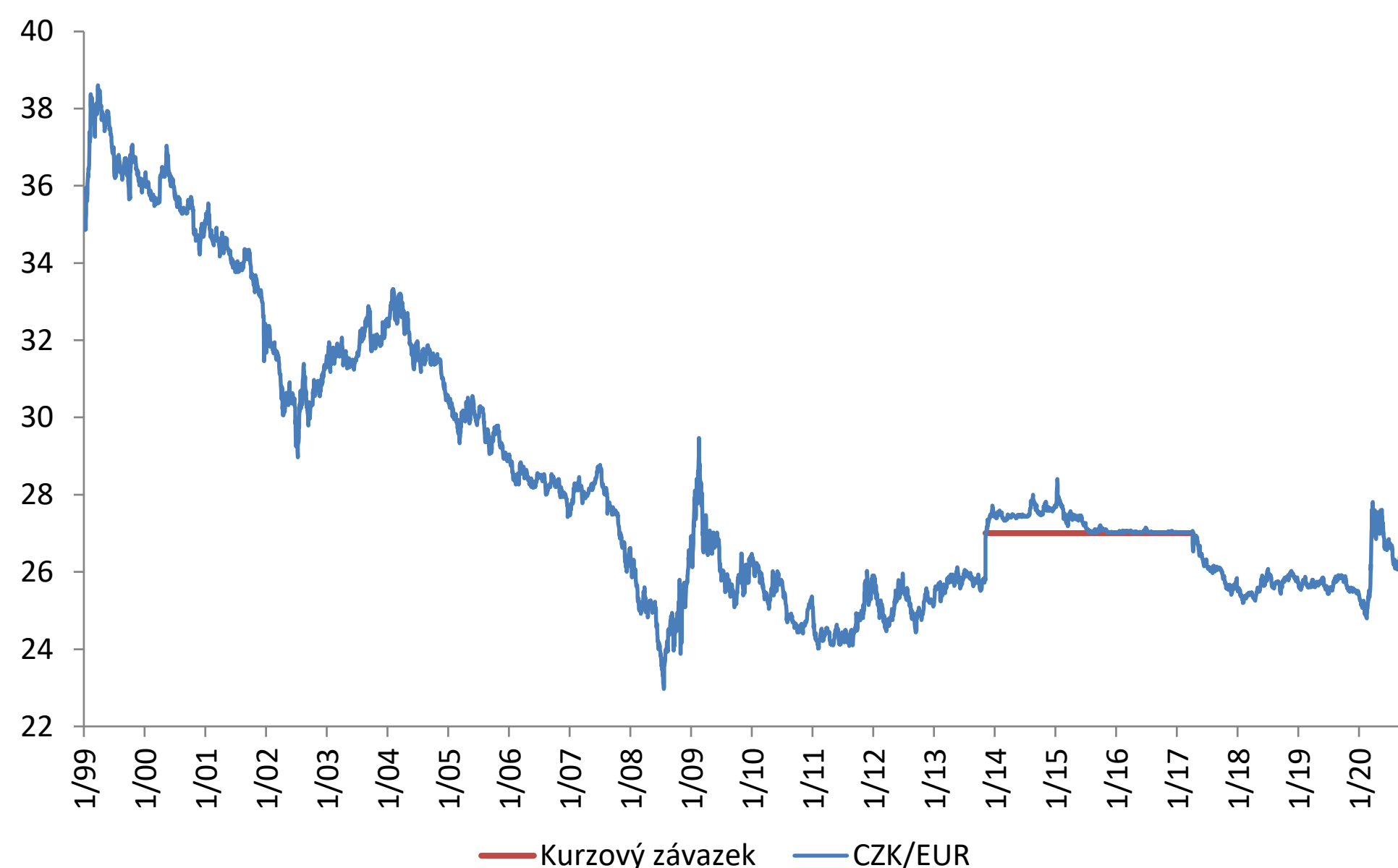
- **Konvenční měnová politika** – Před listopadem 2013 Česká národní banka (ČNB) používala k uvolnění měnových podmínek své standardní nástroje. Základní měnověpolitická úroková sazba byla postupně snižována, až na podzim 2012 dosáhla tzv. „technické nuly“. Od srpna 2017 dochází k normalizaci měnové politiky ČNB, od jara 2020 pád vlivem Covid-19 strmý pokles úrokových sazeb.
- **Nekonvenční měnová politika** – Ve snaze zamezit dlouhodobému podstřelování inflačního cíle a zároveň urychlit návrat k používání svého standardního nástroje (tj. úrokových sazeb), se ČNB rozhodla v listopadu 2013 začít používat devizový kurz jako další nástroj měnové politiky. Kurzový závazek byl ukončen počátkem dubna 2017.

Měnový kurz (bývalý měnový koš koruny)



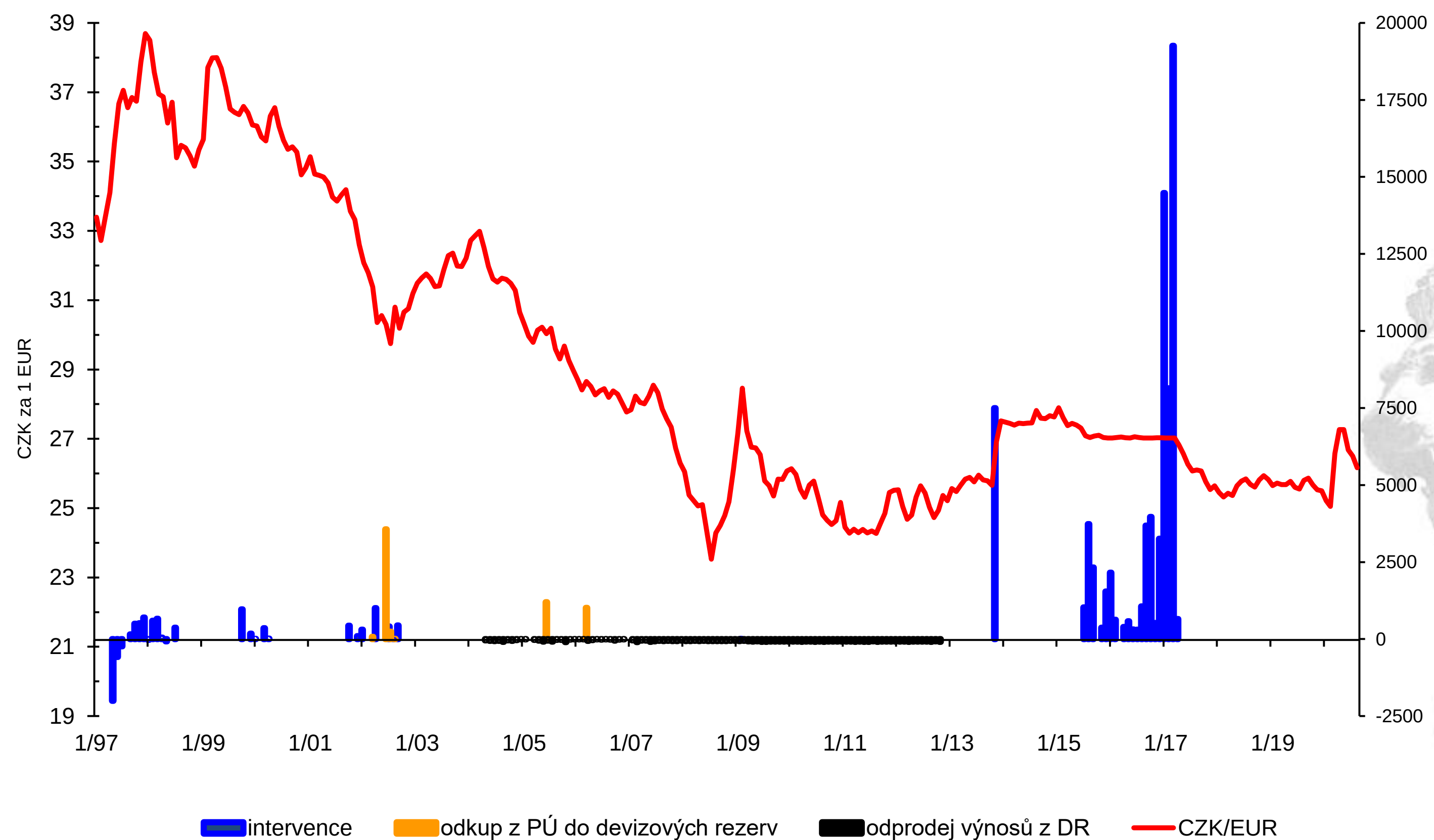
- **Před rokem 1998:** mix cílování peněžní zásoby a fixního kurzu (1991 – květen 1997), fixní kurz opuštěn v květnu 1997, cílování peněžní zásoby uplatňováno do konce roku 1997.
- **Důvody pro zavedení cílování inflace:** stávající MP režim nebyl schopen ukotvit inflační očekávání, proto v roce 1997 došlo k nedobrovolnému (trhem vynucenému) opuštění režimu fixního kurzu.

Měnový kurz a devizové operace ČNB

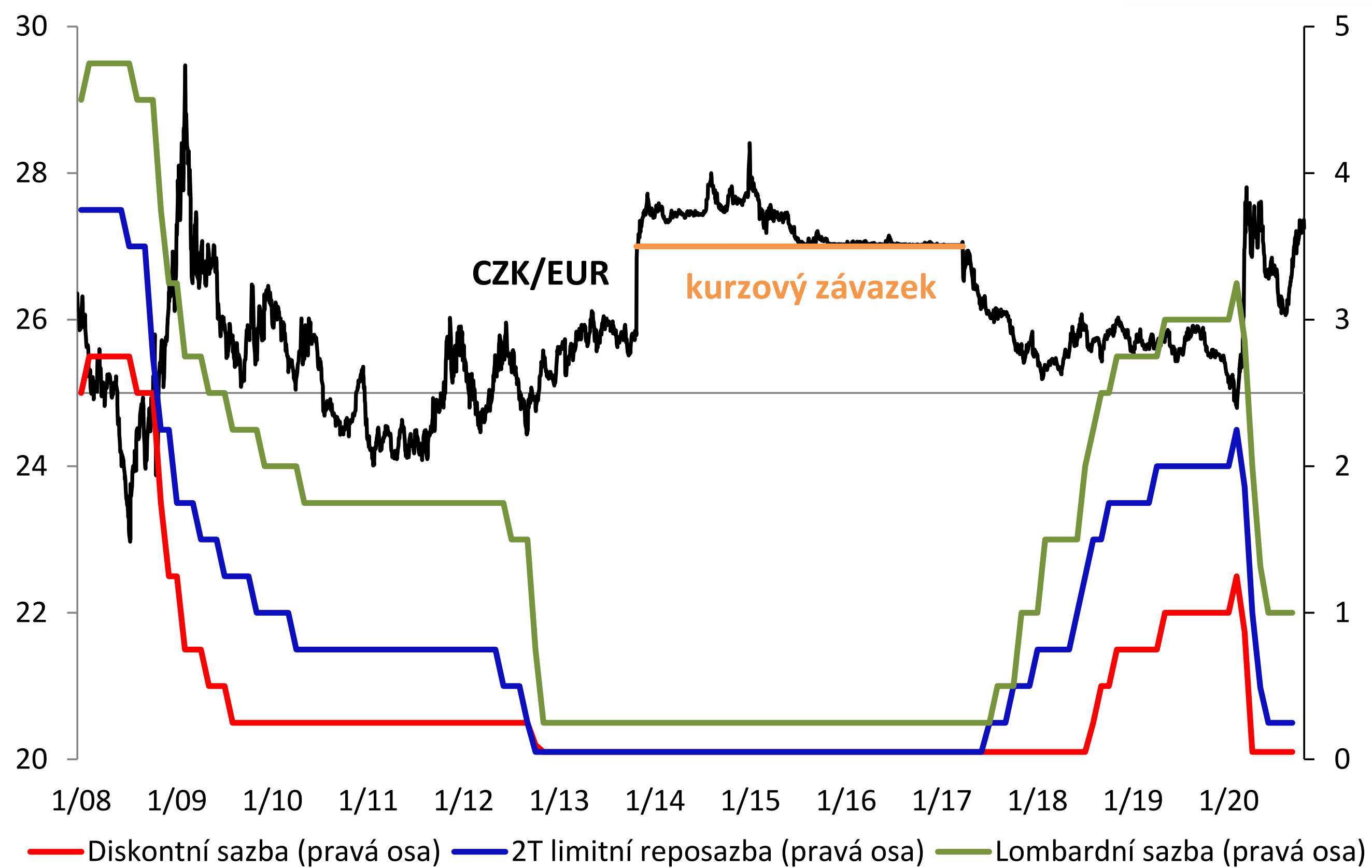


- **ČNB zejména nakupovala devizy** buď z důvodu měnověpolitického (intervence proti posílení koruny), nebo z důvodu zamezení výraznému pohybu na devizovém trhu (odkup z PÚ do devizových rezerv).
- **Odprodej výnosů z devizových rezerv** byl prováděn od dubna 2004 do října 2012. Součástí normalizace MP by mělo být obnovení odprodejů výnosů z devizových rezerv.

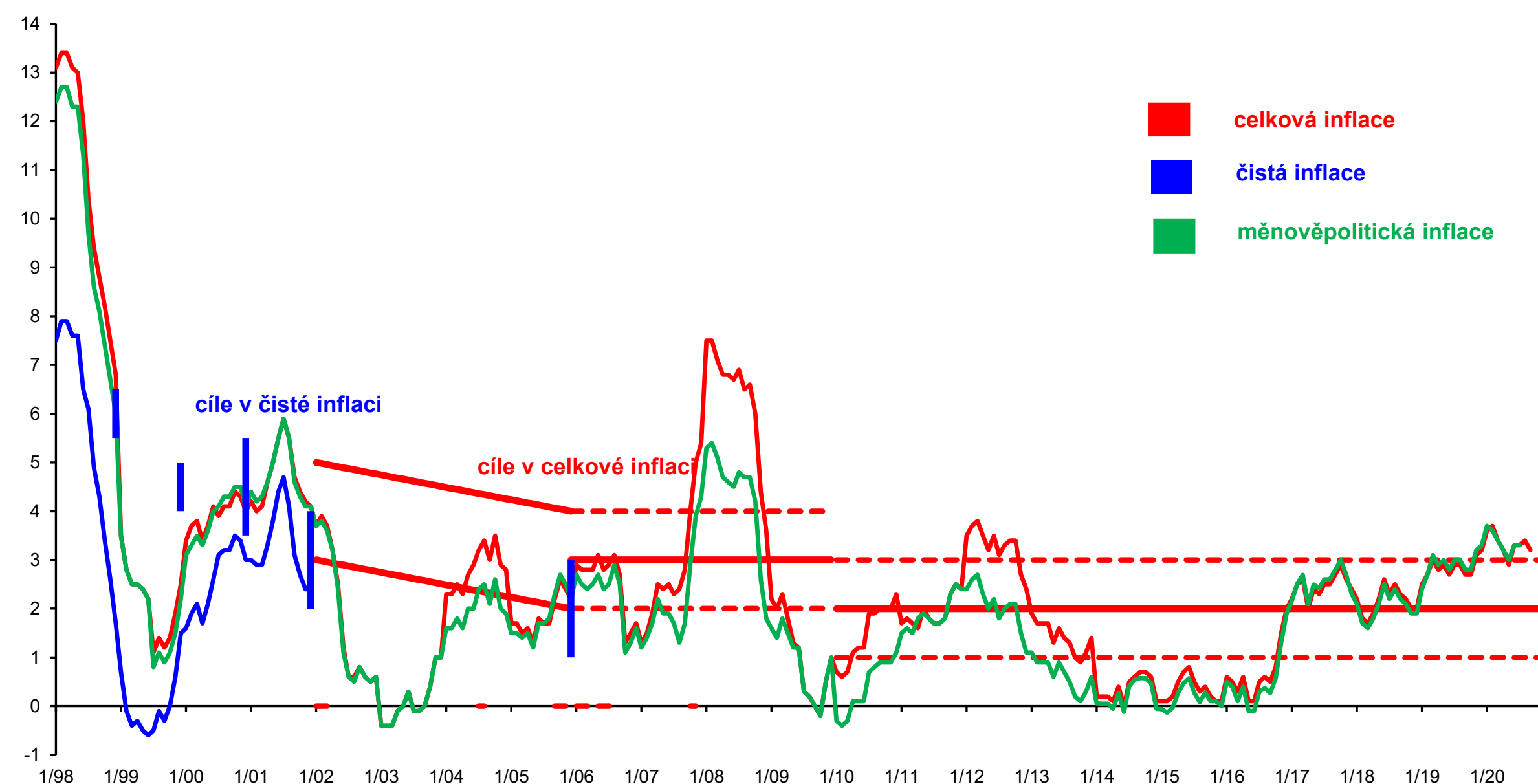
Nekonvenční MP ČNB – kurzový závazek



Nekonvenční MP ČNB – kurzový závazek



Plnění inflačních cílů a nekonvenční MP



- Od let 1997–1998 (depreciace koruny, deregulace) nastal postupný dezinflační proces, od r. 1999 je inflace nízká.
- Nestabilita inflace způsobena dopadem cen komodit a změnami v nepřímých daních a regulovaných cenách.
- Hrozba deflace vedla k zavedení nekonvenčních nástrojů.

Výše inflačních cílů

Jedním z důvodů kladného inflačního cíle je statistické nadhodnocení

- při měření není zcela zohledněn růst kvality (ne každý růst ceny je zdražením)
- v realitě nahrazování dražšího zboží levnějším – není ihned zohledněno
- zásadní revize spotřebního koše jen jednou za 5 let (naposledy leden 2012)

Cílem ČNB je proto 2% meziroční růst indexu spotřebitelských cen (CPI)

- cílovat nulovou inflaci by znamenalo riziko časté deflace a rychlejšího vyčerpání prostoru pro pokles sazeb: ty by při inflačním cíli 0 % dlouhodobě byly 1 %, nikoliv 3 %
- podobně činí i všechny ostatní centrální banky ve vyspělých zemích

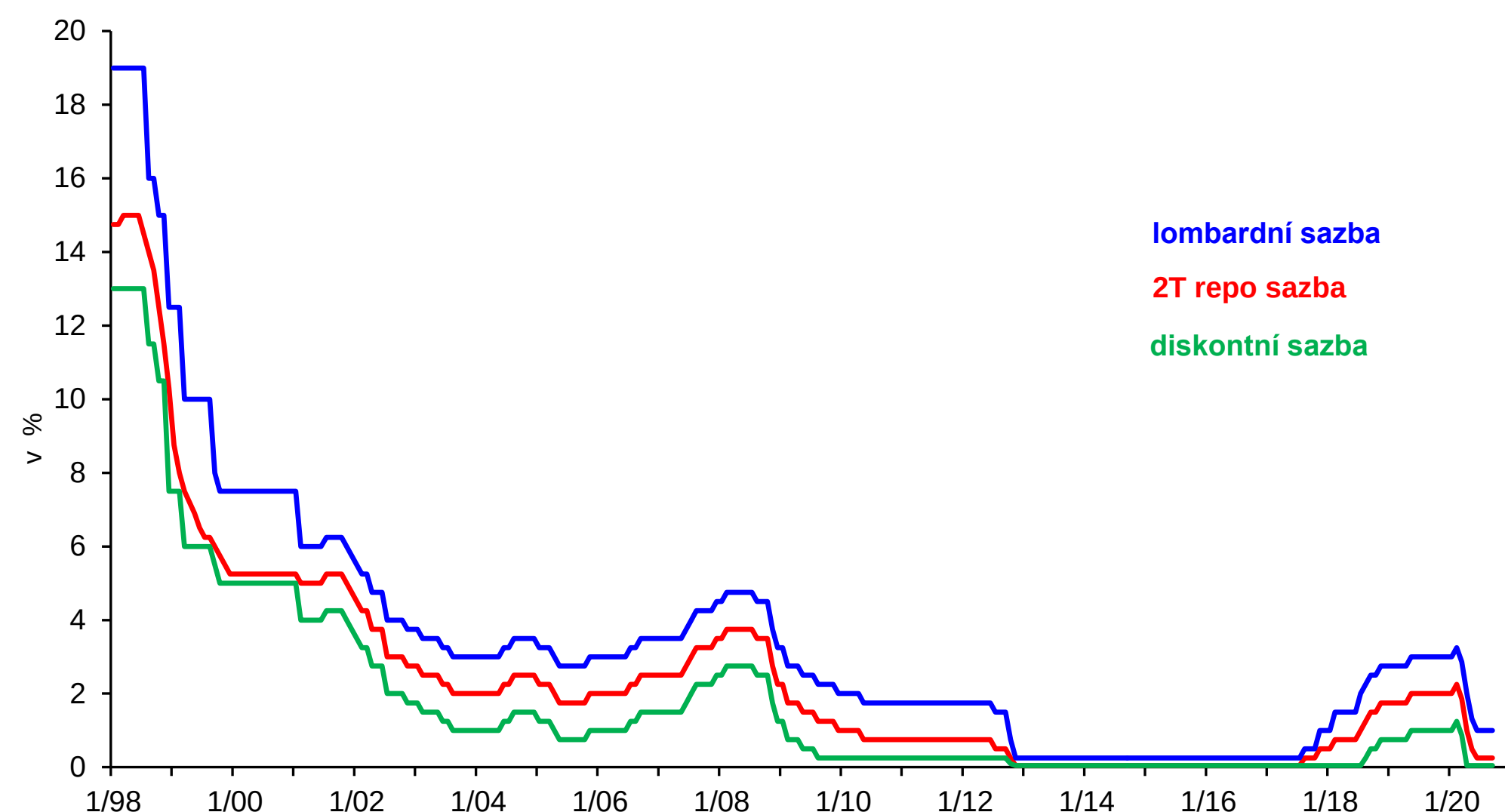
Centrální banky cílující inflaci

- BoE: 2 %
- Riksbank: 2 %
- RBNZ: 2 %
- Austrálie: 2–3 %
- Norges Bank: 2,5 %
- NBP: 2,5 %
- MNB: 3 %

Další centrální banky

- ECB – definice cenové stability: "pod 2 % avšak v blízkosti této hodnoty"
- Fed – 2% cíl pro inflaci od ledna 2012
- Japonsko – 2% cíl od ledna 2013

Úrokové sazby ČNB a nekonvenční MP



- **Dezinflační proces** vedl k poklesu sazeb na historicky nízkou úroveň, inflační očekávání byla pevně ukotvená.
- **Nízká hladina úrokových sazeb** rovněž znamenala nezáměr o úvěry poskytnuté v cizí měně (dlouhodobá apreciace koruny).
- Uvolňování měnové politiky v letech 2008–2010, „technická nula“ dosažena v listopadu 2012, v letech 2017–2020 normalizace sazeb, pak opět pád vlivem Covid-19.

Obsah prezentace

- I. Konvenční měnová politika
- II. Nekonvenční měnová politika
- III. (Ne)konvenční měnová politika ČNB
- IV. Makrobezřetnostní politika ČNB**
- V. Ekonomické šoky, měnový a fiskální prostor

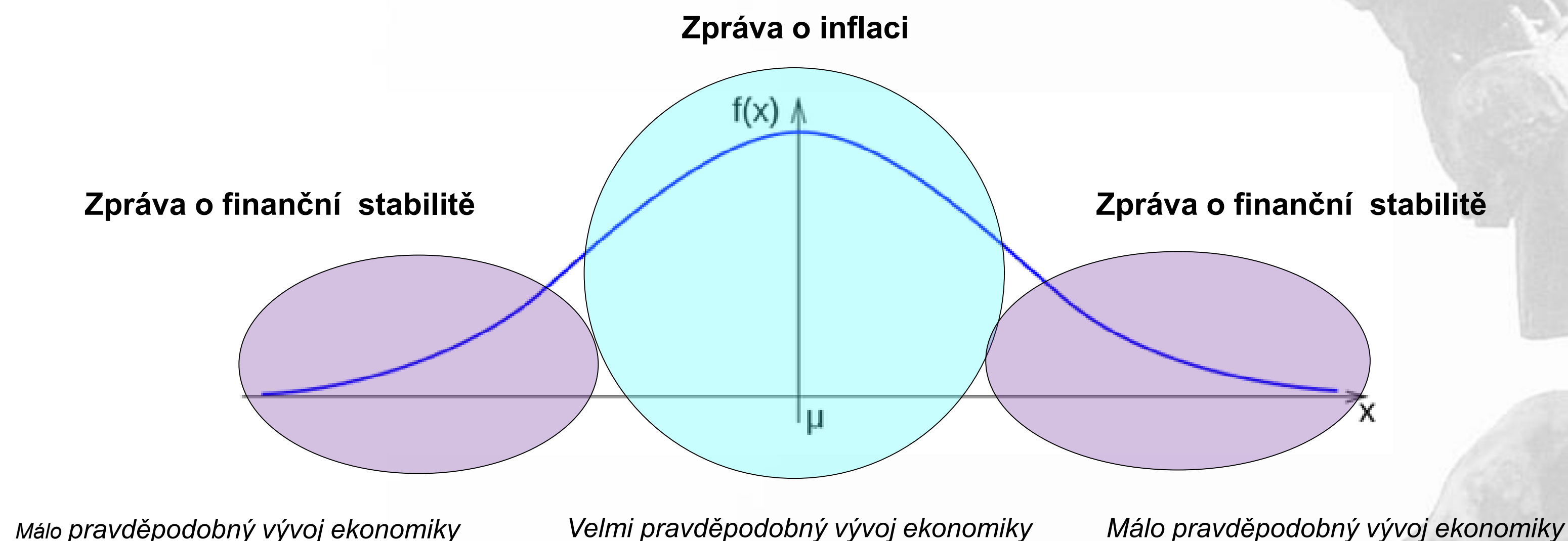


Péče o finanční stabilitu v ČR

- **Finanční stabilita** a její analýza se v posledních letech stala jedním z klíčových úkolů nejen ČNB, ale řady národních i mezinárodních institucí.
- ČNB zdůraznila význam analýz finanční stability poprvé při definování priorit ekonomického výzkumu na období 2001–2006 a zveřejněním Zprávy o stabilitě bankovního sektoru za rok 2003.
- Od roku 2004 ČNB připravuje **Zprávu o finanční stabilitě**.
- **Cílem ČNB z hlediska finanční stability** je především přispívat k dosažení takové míry odolnosti systému, která významně snižuje rizika vzniku finanční nestability.

Péče o finanční stabilitu v ČR

- Hlavní rozdíl analýzy finanční stability oproti makroekonomické analýze a prognóze ČNB** spočívá v tom, že analýza finanční stability nemá za cíl modelovat nejpravděpodobnější vývoj ekonomiky. Namísto toho je předmětem zájmu testování dopadu málo pravděpodobných, přesto však možných nepříznivých scénářů, které by mohly ohrozit stabilitu celého finančního systému.



Zdroje rizik pro finanční stabilitu

- Příklad hledisek, která FS sleduje (předkovidová doba)

Potenciální zdroje rizik pro finanční stabilitu vnímané vybranými národními autoritami

	PL	AT	ES	DE	DK	HU	CZ	FI	BE	SE	SK	NO	NL	UK	FR	IT
Ziskovost bank	Orange	Orange	Orange	Orange	Green	Green	Green	Green	Orange	Green	Orange	Green	Green	Orange	Orange	Orange
Sektor pojišťoven	Green	Green	Orange	Orange	Green	Green	Green	Orange	Green	Green	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Green
Sektor penzijních fondů	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Orange	Green	Green	Green	Green	Orange	Orange	Green	Green	Green
Kvalita aktiv	Green	Green	Green	Green	Green	Orange	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Orange
Svrchované riziko	Orange	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Orange	Orange	Red
Zadluženost podniků	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Orange	Orange	Green	Orange	Orange	Orange	Orange
Makroekonomické riziko	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
Zadluženost domácností	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Orange	Orange	Red	Red	Red	Red	Orange	Orange	Green
Rezidenční nemovitosti	Green	Green	Green	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Red	Red	Red	Red	Orange	Orange	Green	Green
Úvěrová dynamika	Green	Green	Green	Green	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Red	Orange	Green	Orange	Orange	Green

Míra rizika: ■ Vysoká ■ Střední ■ Nízká

Pramen: ČNB

Pozn.: Hodnocení vychází z kvalitativního posouzení posledních zveřejněných zpráv o finanční stabilitě příslušných zemí. V případě, že dané riziko není ve zprávě zmiňováno, je hodnocení založeno na interpretaci ukazatelů z ESRB Risk Dashboard ze strany ČNB. Pořadí států a rizik v tabulce je získáno pomocí algoritmu optimalizujícího vizuální kontrast.

Kapitálové rezervy

- ČNB má svěřenu pravomoc posílit schopnost bank absorbovat ztráty prostřednictvím **kapitálových rezerv**.
- Skupina kapitálových rezerv (bezpečnostní, proticyklická a ke krytí systémového rizika) se stala součástí instrumentária ČNB v průběhu 2. pololetí 2014.
 - (i) **Bezpečnostní rezervu** 2,5 % CET1 (Common Equity Tier 1) jsou povinny trvale držet všechny banky.
 - (ii) **Proticyklická rezerva (CCyB)**
 - (iii) **Rezerva ke krytí systémového rizika:** Předmětem rezervy ke krytí systémového rizika je pět systémově významných bank.

Česká spořitelna, ČSOB, Komerční banka:	3,0 %
UniCredit Bank:	2,0 %
Raiffeisenbank:	1,0 %
- Pokud banka přestane rezervy plnit, musí omezit výplatu dividend, dokud její rezervy nedosáhnou opět adekvátní úrovně.
- ČNB se zaměřuje primárně na cyklická rizika, nicméně v kontextu strukturálního pohledu.

Rizika poskytování úvěrů na bydlení

- Financování nákupu nemovitostí hypotečními úvěry, resp. jejich kombinací s úvěry na spotřebu, je častým zdrojem problémů v bankovních sektorech (situace po pádu Lehman Brothers v roce 2008, která pak pokračovala v roce 2009 krizemi bankovních sektorů v Irsku či Španělsku způsobenými převážně úvěrováním nákupu nemovitostí).
- Jak ukazatele LTV, DTI, DSTI nastavovat? Jaká jsou rizika přehnaného uvolnění/zpřísnění?

Loan-to-value ratio (LTV) = Poměr výše úvěru a hodnoty zajištění.

Debt-to-income (DTI) = Poměr dluhu a čistého příjmu žadatele o úvěr.

Loan-to-income (LTI) = Poměr výše úvěru a čistého příjmu žadatele o úvěr.

Debt service-to-income (DSTI) = Poměr dluhové služby a čistého příjmu žadatele o úvěr.

Makroobezřetnostní reakce ČNB

- **Předkovidová doba**

Maximální LTV 90 %, maximální podíl nově poskytnutých úvěrů s LTV 80–90 % ve výši 15 %. Obzvláště obezřetně by poskytovatelé měli posuzovat žádosti o poskytnutí úvěru u žadatelů, u nichž by ukazatel DTI přesáhl hodnotu 8 a ukazatel DSTI úroveň 40 % (zejména u úvěrů s vysokým LTV, které jsou předmětem agregátního 15% limitu).

- **Kovidová doba (reakce ČNB)**

1. 4. 2020	1. 4. 2020	Uvolnění limitů LTV a DSTI, zrušení limitu DTI
8. 7. 2020	8. 7. 2020	Zrušení limitu DSTI, uvolnění limitu LTV u hypotečních úvěrů na nemovitost k pronájmu

Obsah prezentace

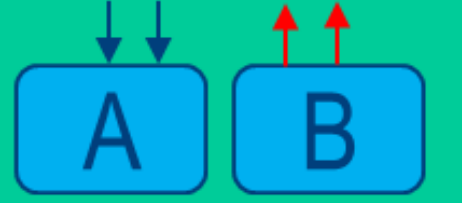
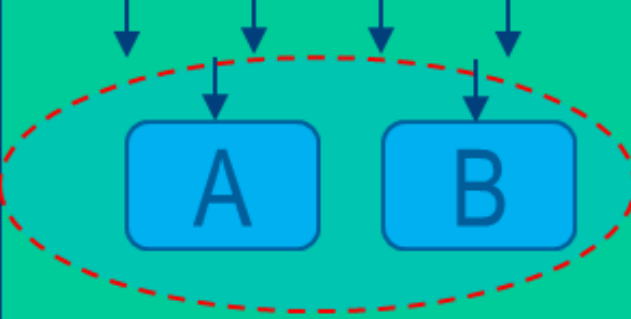
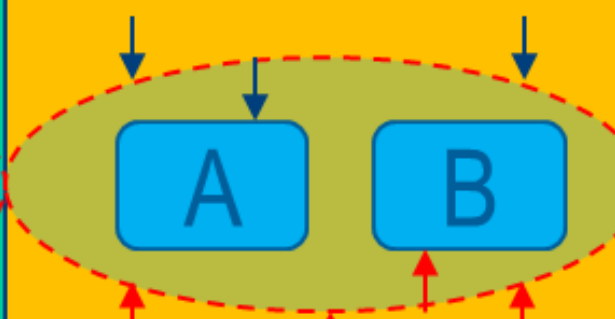
- I. Konvenční měnová politika
- II. Nekonvenční měnová politika
- III. (Ne)konvenční měnová politika ČNB
- IV. Makrobezřetnostní politika ČNB
- V. Ekonomické šoky, měnový a fiskální prostor



Asymetrické šoky a možnosti reakce CB

- Jednodušší reakce na symetrický než asymetrický šok.
- Možnosti reakce v měnové unii (již Mundell):

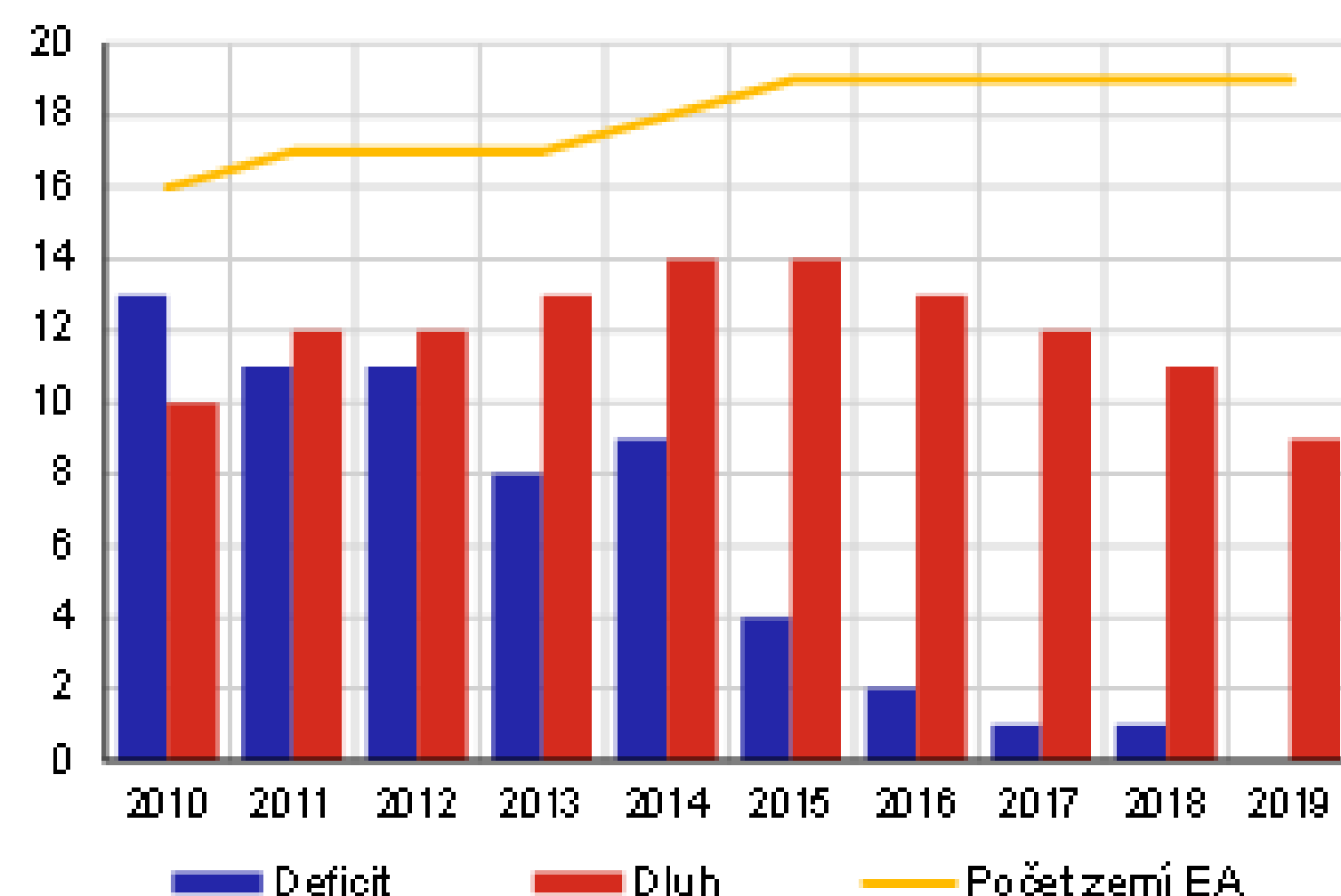
- Flexibilita mezd
- Mobilita trhu práce
- Nemožnost použití
měnového kurzu

		Šok	
		Symetrický	Asymetrický
Měnová unie	Ne		
	Ano		

Co když fiskál už „nemůže“?

Dlouhodobým problémem eurozóny je nízká fiskální disciplína.

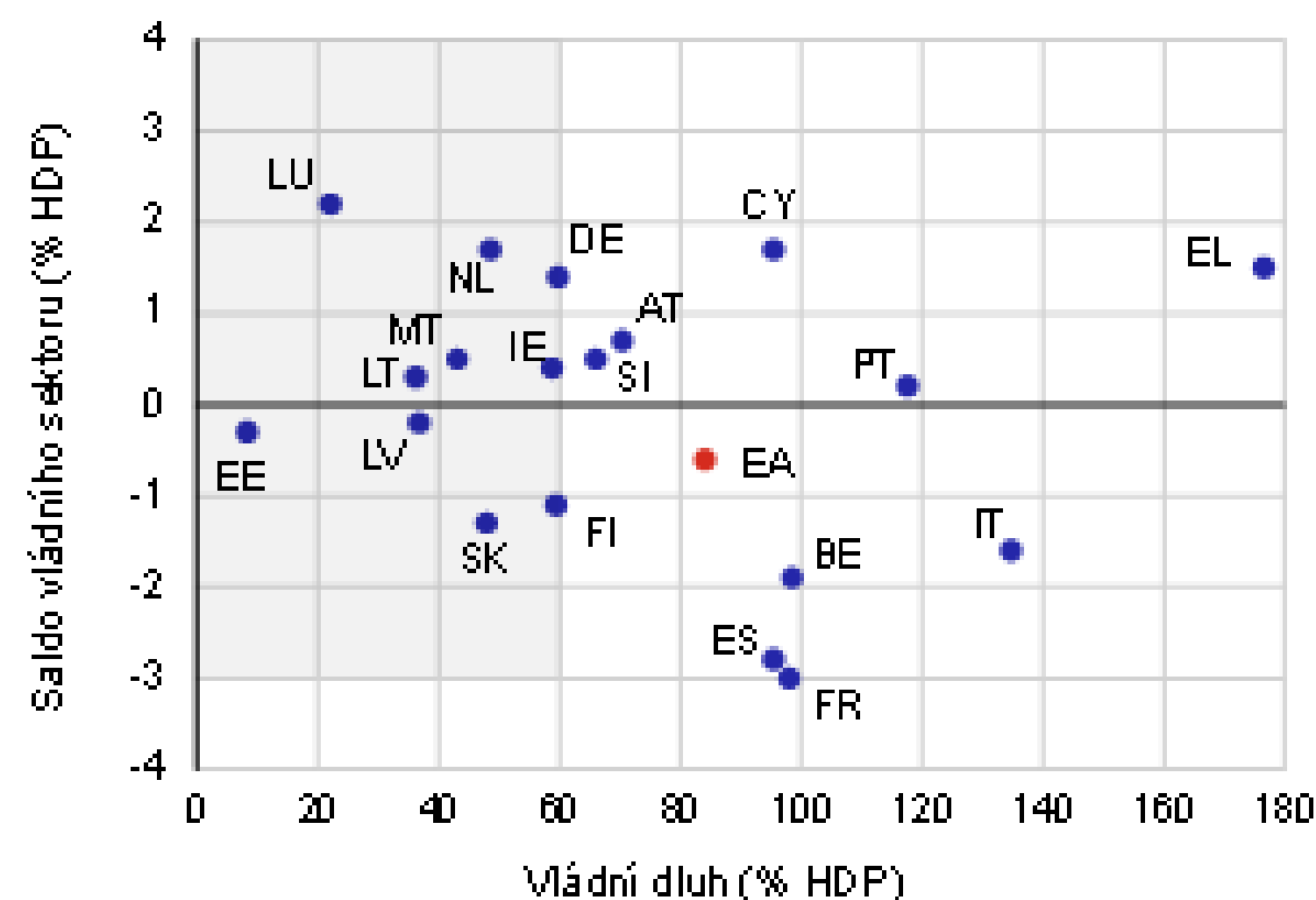
Nedodržování fiskálních kritérií
(počet zemí nedodržujících Pakt o stabilitě a růstu)



Pozn.: Počet zemí nedodržujících kritérium deficitu a dluhu
Zdroj: Eurostat, Evropská komise, výpočet ČNB

V roce 2019 splňovalo kritéria dluhu i deficitu pouze deset zemí.

Fiskální pozice zemí eurozóny
(2019)



Pozn.: V šedé oblasti jsou země, které dodržují Pakt o stabilitě a růstu.
Zdroj: Eurostat



Místo závěru: koordinace je základ...

Měnová politika

„Impossible
trinity?“

**Obezřetnostní
(mikro a makro) politika**

Fiskální politika



Děkuji za pozornost!



Prof. Luboš Komárek

sekce měnová

náměstek ředitele sekce

odbor vnějších ekonomických vztahů

ředitel

lubos.komarek@cnb.cz

Globální ekonomický výhled:

<https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/gev/>

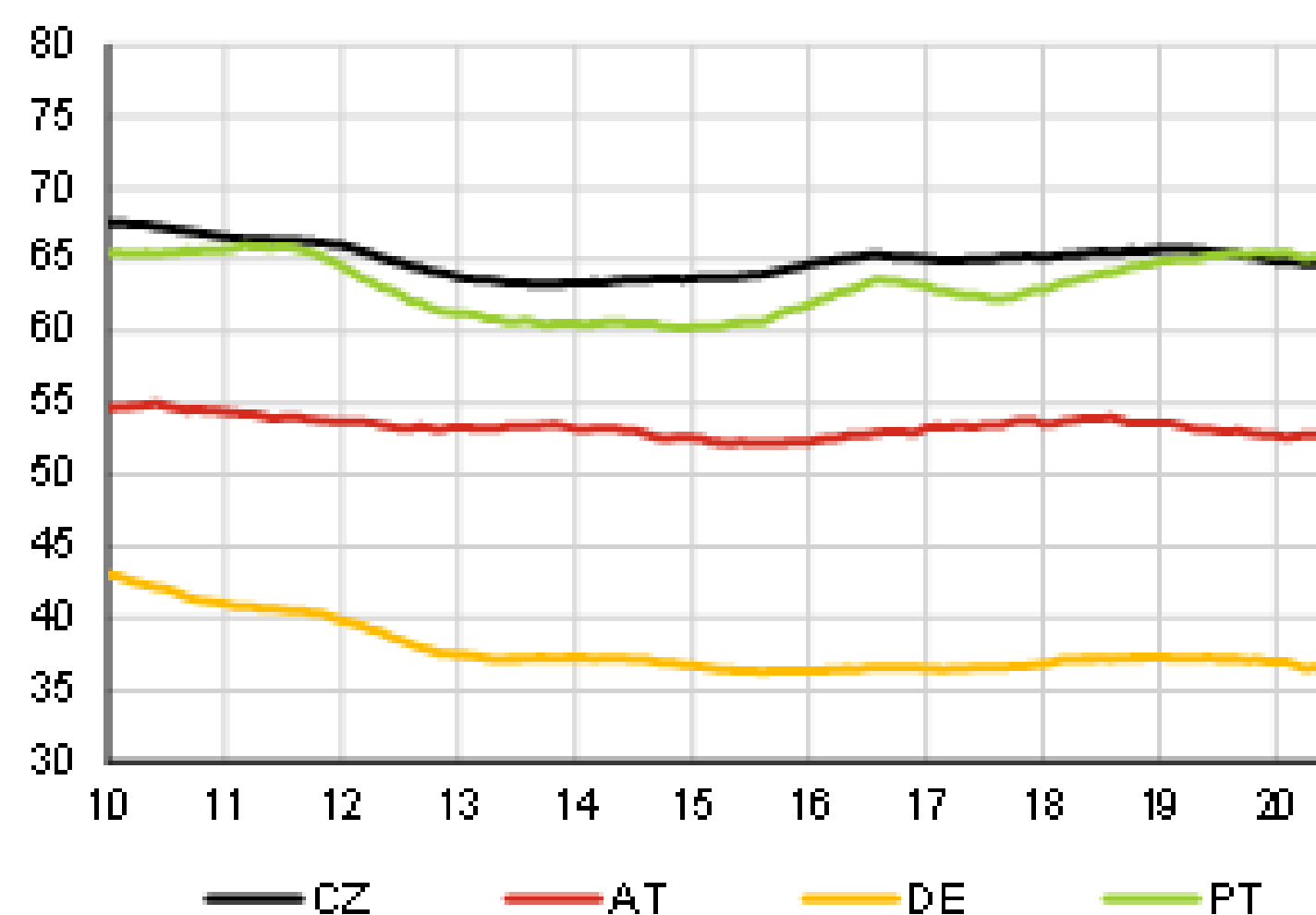
<https://www.cnb.cz/en/monetary-policy/geo/>



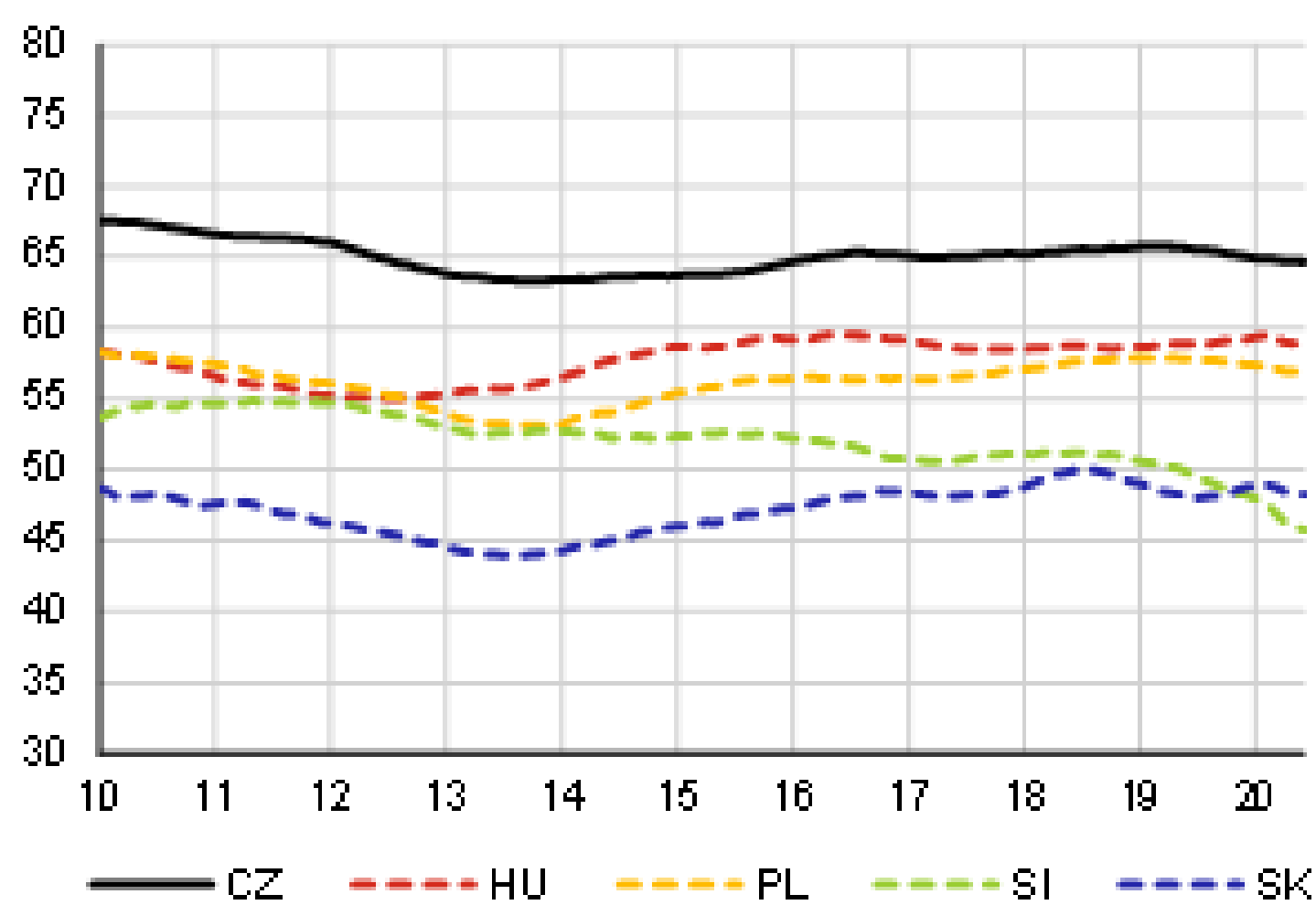
Apendix

Podíl vývozu do eurozóny na celkovém vývozu dosahuje v případě České republiky dlouhodobě vysokých hodnot, ...

Podíl vývozu do eurozóny na celkovém vývozu (v %)



... které se stabilně pohybují nad úrovní ostatních srovnávaných nových členských zemí EU.



Pozn.: Roční klouzavý úhrn měsíčních dat, za rok 2020 data pro leden až červen.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

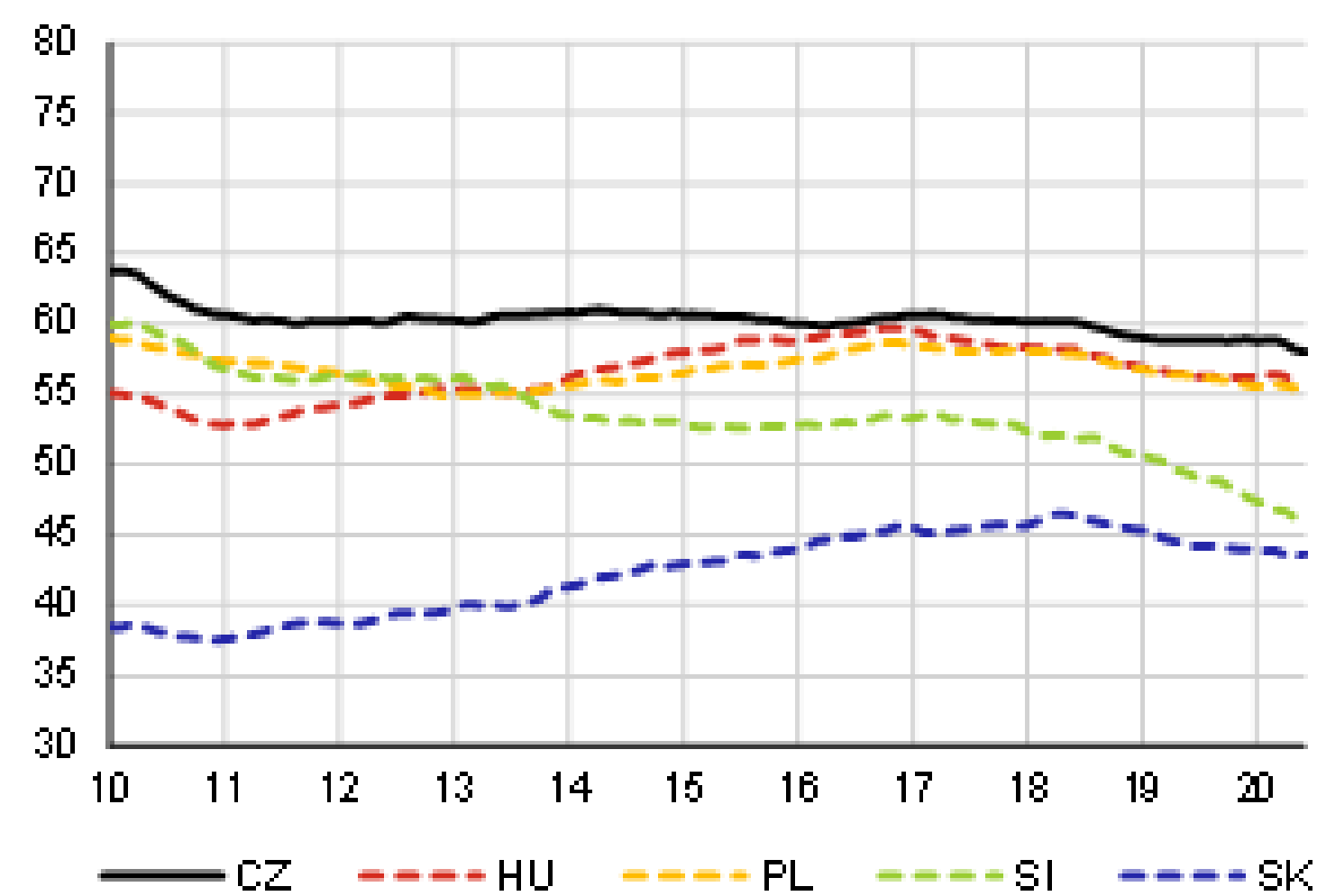
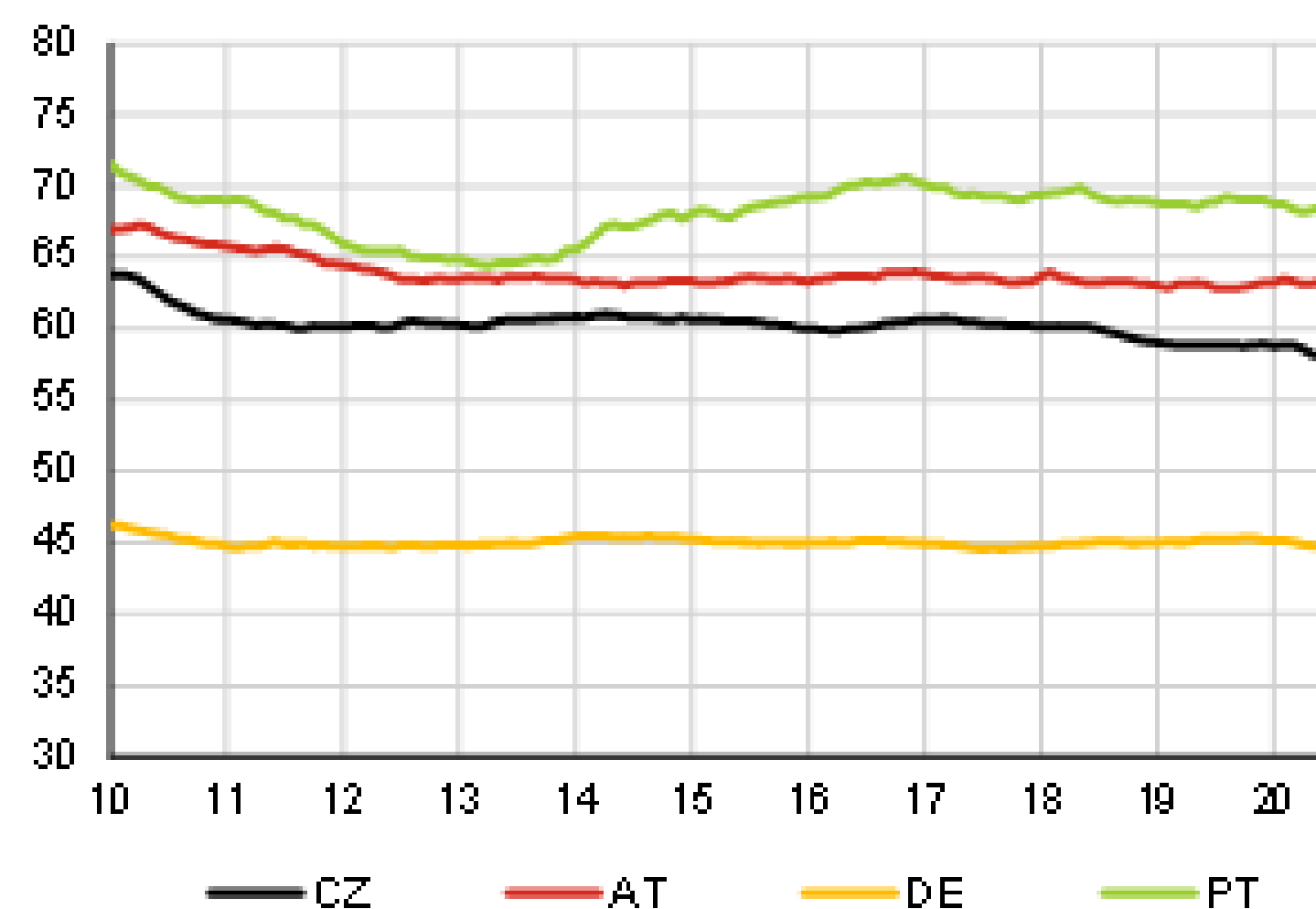


Apendix

Podíl dovozu z eurozóny na celkovém dovozu do České republiky je o něco nižší než v případě vývozu...

... nicméně převyšuje i tak podíl eurozóny na dovozu u ostatních nových členských zemí EU.

Podíl dovozu do eurozóny na celkovém dovozu
(v %)



Pozn.: Roční klouzavý úhrn měsíčních dat, za rok 2020 data pro leden až červen.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB