# *Nekonvenční nástroje centrálních bank ve světě a v ČR*

*Jiří Rusnok*
*guvernér, Česká národní banka*

*Vysoká škola ekonomická*
22. února 2017

ČESKÁ ČNB NÁRODNÍ BANKA

# Hlavní otázky

- Proč začaly centrální banky vyspělých ekonomik používat nekonvenční měnově-politické nástroje?
- Jaké nekonvenční nástroje byly kde použity?
- Změnilo se globální prostředí pro provádění měnových politik?
- Jaké nekonvenční nástroje použila ČNB?
- Proč ČNB zvolila oslabení koruny jako nekonvenční nástroj a co to přineslo?
- Jak proběhne budoucí exit z kurzového závazku?

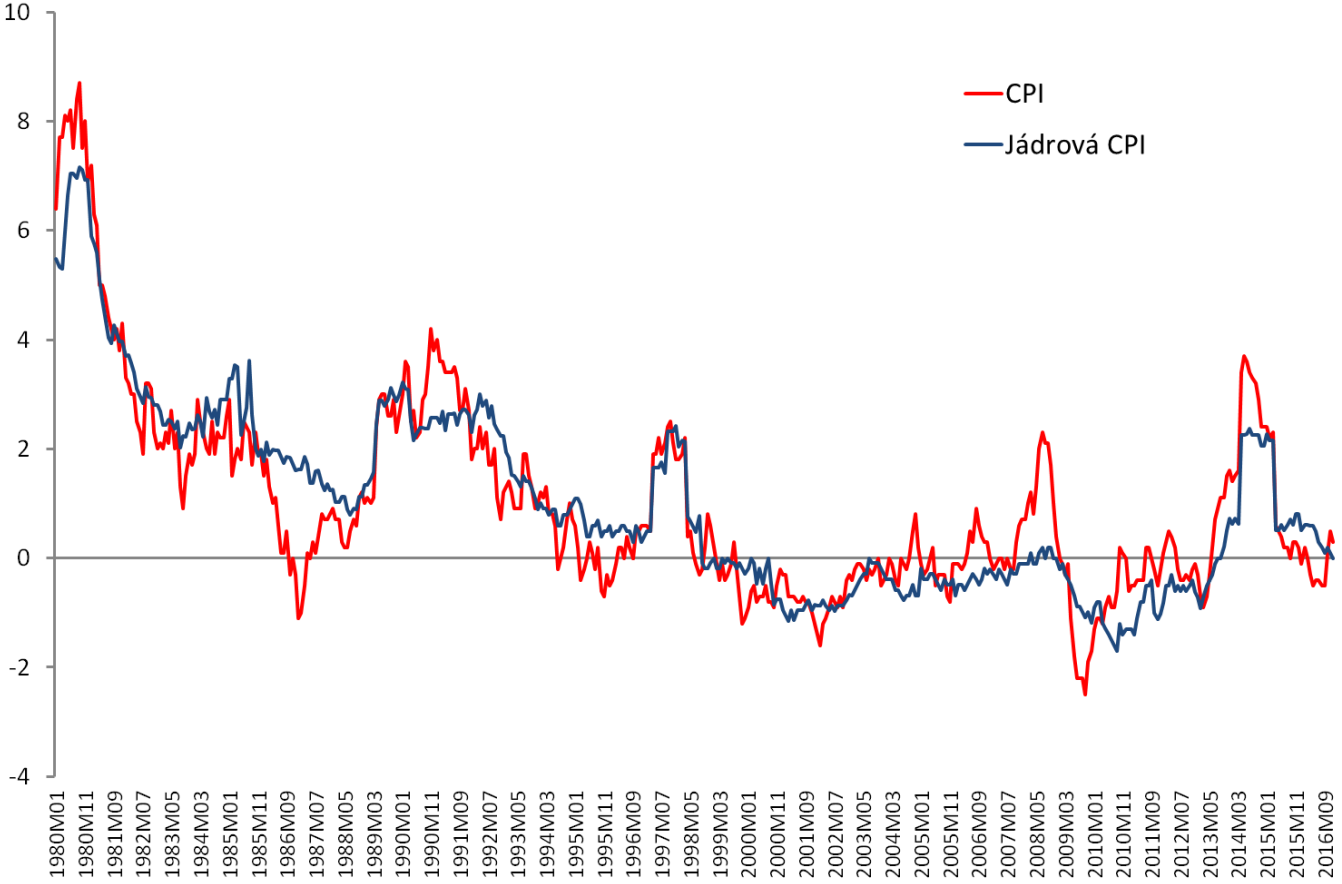
*Japonsko jako předobraz nekonvenčních politik, které centrální banky vyspělých ekonomik začaly používat (až) po roce 2008*

# Vývoj v Japonsku před finanční krizí

- 1990-91: prasknutí bubliny na trzích aktiv (trhy akcií a nemovitostí)
- Pokles cen aktiv ⇨ hospodářské zpomalení, zhoršování ekonomických fundamentů, růst břemene ztrátových úvěrů; přesto banky pokračovaly v půjčování „zombie“ firmám
- Listopad 1997: bankovní krize (podobná krizi Lehman Bros.)
- Od roku 1998: deflace (pokles mezd a cen, defl. očekávání, pomalý růst)
- Únor 1999: BoJ snížila úrokové sazby na nulu (ZLB)
- Březen 2001: BoJ zavedla poprvé kvantitativní uvolňování; nicméně:
  - nedostatečně objasnila transmisní mechanismus, na který chce spoléhat
  - nesdělila, jaké budou podmínky exitu
  - neoznámila, jaké výše inflace chce dosáhnout
- Japonsko prošlo dvěma obdobími:
  - **Dezinflační** (1992-1998): inflace, nominální úrokové sazby a reálné úrokové sazby se vyvíjely ***souběžně***
  - **Deflační** (1998-2012): inflace, nominální úrokové sazby a reálné úrokové sazby se vyvíjely ***protisměrně;*** to má zásadní implikace pro měnovou politiku

Japonsko se stalo průkopníkem nekonvenčních politik, i když často metodou pokus-omyl

# *Inflace v Japonsku (1/1980 – 12/2016)*




Pramen:Datastream/Ministry of Internal Affairs and Communication Japan

Od poloviny 90. let přetrvává v Japonsku „nulová" inflace; průměr měsíčních hodnot meziroční inflace za období 1/1995-12/2016 (22 let!): 0,1%

# *Měnová politika centrálních bank vyspělých ekonomik po roce 2008*

# Měnová politika CB vyspělých ekonomik na začátku finanční krize

- Před finanční krizí (před rokem 2008) byly hlavním nástrojem krátkodobé úrokové sazby; měnové agregáty a kurzy měn se přizpůsobovaly nastavení sazeb
- Všeobecně sdíleným názorem (common wisdom) bylo, že hranicí pro pokles měnově-politických úrokových sazeb je 0 (zero lower bound – ZLB)
- Po vypuknutí krize některé CB rychle snížily své úrokové sazby k této hranici: Fed v prosinci 2008 (0-0,25%), Bank of England v březnu 2009 (0,5%)
- Zároveň se snížením úrokových sazeb (a uvolněním měnových podmínek) začaly některé banky používat **nekonvenční nástroje zaměřené na obnovu fungování finančních trhů a finančního zprostředkování:**
  - **dodávání likvidity**
  - **nákupy soukromých aktiv**

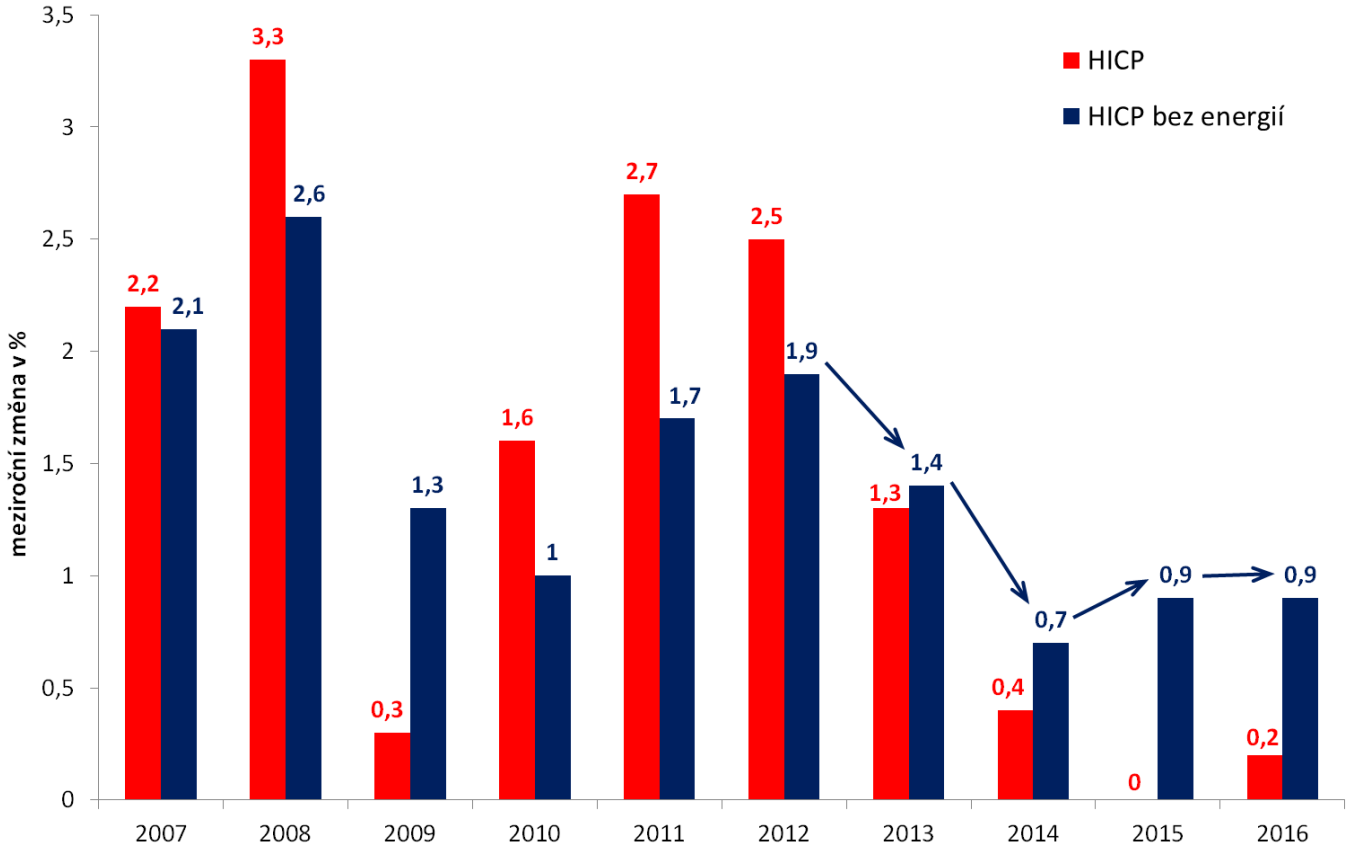
Cílem konvenčních politik bylo uvolnit měnové podmínky a cílem nekonvenčních politik bylo obnovit krizí narušený transmisní mechanismus

# Nekonvenční nástroje CB vyspělých ekonomik po vypuknutí dluhové krize

- Po vypuknutí dluhové krize (květen 2010) začala ve vyspělých ekonomikách slábnout agregátní poptávka a spolu s ní sílit dezinflační tlaky
- Centrální banky evropských ekonomik postupně vyčerpávaly možnost zvyšovat inflaci pomocí snižování úrokových sazeb; ZLB: Švýcarská národní banka v srpnu 2011 (0%), Dánská národní banka v květnu 2012 (0,05%), ECB v září 2014 (repo: 0,05%), Sveriges Riksbank v říjnu 2014 (0%)
- Po dosažení nulových úrokových sazeb CB podporovaly ekonomickou aktivitu:
  - **Nákupy vládních dluhopisů** (tzv. kvantitativní uvolňování)
  - **Forward guidance**: komunikační strategie CB, jejímž cílem je poskytnout trhům a veřejnosti informaci o budoucím provádění měnové politiky, a to zejména o budoucí trajektorii její základní úrokové sazby (či jiného nástroje)
  - **Zápornými úrokovými sazbami**
  - **Kurzovými závazky** (realizovanými prostřednictvím devizových intervencí)
- Nekonvenční politiky (kromě kurzového závazku) byly zaměřeny především na snížení sazeb dlouhého konce výnosové křivky

Cílem nekonvenčních politik po vypuknutí dluhové krize bylo podpořit poptávku a zvýšit inflaci, resp. čelit dezinflaci/deflaci

# *Vývoj inflace v eurozóně (2007-2016)*




Pramen: Eurostat

Důvodem nekonvenčních politik nebyl pokles HICP do blízkosti nuly, ale především nízká „jádrová inflace“, resp. HICP bez energií (= 90,5% cenového koše)

# Příčiny nízké inflace

- **Strukturální**:
  - Technologický pokrok – zlevňování různých statků
  - Globalizace, mezinárodní obchod a mezinárodní specializace: globální výrobci mají k dispozici obrovskou zásobárnu levné pracovní síly a těžící z úspor z rozsahu
  - Snižování kvality produkce (nahrazování kvalitních materiálů méně kvalitními, více či méně zjevné „šizení“ kvality)
  - Vývoj cen ropy a energetických komodit (trvá již několik let ⇨ permanentní šok ⇨ prosakování do inflačních očekávání)
- **Cyklické**:
  - Deleveraging po finanční krizi – omezování úvěrové emise
  - Fiskální konsolidace; zatímco v roce 2009 působily fiskální politiky proticyklicky, v letech 2010-2014 (5 let!) působily procyklicky ⇨ dezinflačně!
  - Cyklické zpomalování hospodářského růstu v Číně ⇨ pokles poptávky po ropě a komoditách ⇨ dezinflační tlaky pro světovou ekonomiku

Dezinflační tlaky v posledních letech měly strukturální i cyklické příčiny

# Nekonvenční nástroje ECB

- Covered Bond Purchase Programmes: CBPP1 (2009-2010) a CBPP2 (2011-2012)
- Long-term Refinancing Operations (LTROs): 20.12.2011-leden 2015; 28.2.2012-únor 2015
- Dodávání likvidity a nákupy soukromých aktiv: Securities Market Programme (SMP): 10.5.2010-září 2012
- Outright Monetary Transactions (OMT): srpen 2012
- Targeted Longer-term Refinancing Operations (TLTROs): červen 2014
- ABS Purchase Programme (ABSPP): září 2014
- CBPP3: září 2014
- Nákup dluhopisů národních vlád a nadnárodních institucí: Public Sector Purchase Programme (PSPP): 9.3.2015
- ABSPP + CBPP3 + PSPP = Expaned Asset Purchase Programme (APP): nákupy dluhopisů v měsíční výši až 60 mld EUR nejméně do září 2016 nebo do doby, kdy se inflace bude udržitelně zvyšovat k inflačnímu cíli
- Rozšíření APP v březnu 2016 na 80 mld EUR měsíčně do března 2017
- Snížení rozsahu APP na 60 mld EUR měsíčně od dubna do prosince 2017

ECB přijala širokou škálu nekonvenčních opatření

# Nekonvenční nástroje Fedu

- Dodávání likvidity a nákupy soukromých aktiv: LSAP1 *(Large-Scale Asset Purchase)* ve výši 600 mld USD po 25.11.2008, 850 mld USD po 18.3.2009, 175 mld USD po 4.11.2009; LSAP3 ve výši 40 mld USD měsíčně po 31.8.2012
- Nákupy dluhopisů: LSAP1 ve výši 300 mld USD po 18.3.2009; LSAP2 ve výši 600 mld USD po 3.11.2010; MEP ve výši 400 mld USD; LSAP3 ve výši 45 mld USD měsíčně po 12.12.2012
- Forward guidance: 16.12.2008, 18.3.2009, 13.9.2012, 12.12.2012: sazby zůstanou na mimořádně nízké úrovni (0-0,25%), dokud nezaměstnanost zůstane nad 6,5%, inflace ve výhledu 1-2 let nebude vyšší o více než o 0,5 p.b. nad 2% dlouhodobým cílem a dlouhodobá inflační očekávání zůstanou dobře ukotvena
- Kvantitativní uvolňování v USA ⇨ posilování měn rozvíjejících se trhů (EM)
- Postupné snižování objemů nákupů aktiv (z původní výše 85 mld USD měsíčně), tzv. tapering začalo na začátku roku 2014 ⇨ oslabování měn EM
- Zvýšení sazeb na 0,25-0,5% dne 17.12.2015 a na 0,5-0,75% dne 15.12.2016
- Další pravděpodobné zvýšení sazeb: březen 2017

Fed využíval nekonvenční nástroje velmi aktivně; pomohly překonat krizi zejména v letech 2008-09

# Nekonvenční nástroje Bank of England

- Nákupy dluhopisů: APP1 ve výši 75 mld GBP po 5.3.2009, rozšířen o 125 mld GBP po 7.5.2009, o 175 mld GBP po 6.8.2009, o 200 mld GBP po 5.11.2009; APP2 ve výši 75 mld GBP po 6.10.2011, ve výši 50 mld GBP po 9.2.2012 a ve výši 50 mld GBP po 5.7.2012
- Dodávaní likvidity a nákupy soukromých aktiv: Program podpory poskytování půjček domácnostem a podnikům (Funding for Lending Scheme) zahájen 12.7.2012; objem financování k 31/12/2014 ve výši 56 mld GBP (3,1% HDP); prodloužen do 2016
- Forward guidance 3Q2013: „Měnová politika zůstane značně uvolněná i v budoucnu … dokud míra nezaměstnanosti neklesne pod 7%; dále: inflace za 18-24 měsíců nepřekročí 2,5%, střednědobá inflační očekávání zůstanou ukotvena, nastavení MP nebude představovat zásadní rizika pro finanční stabilitu“
- Po červnovém referendu o vystoupení z EU se BoE 4. srpna rozhodla:
  - snížit úrokovou sazbu z 0,5% na 0,25% (nejnižší sazba v historii)
  - rozšířit rozsah kvantitativního uvolňování o 70 mld GBP

Po finanční krizi se novým rizikem stává brexit

# Nekon. nástroje BoJ po finanční krizi

- Dodávání likvidity a nákupy soukromých aktiv:
  - Program podpory půjček: 21.5.2010
  - Nákupy soukromých dluhopisů (CME): 5.10.2010 (až 76 bil. JPY)
  - Poskytnutí prostředků pro stimulaci bankovních půjček: 30.10.2012
  - Nákupy dluhopisů (QQME): 4.4.2013 s cílem zvýšit monetární bázi o 60-70 bil. JPY ročně a dosáhnout inflačního cíle 2% během 2 let
- Nákupy vládních dluhopisů:
  - Comprehensive monetary easing (CME): 5.10.2010
  - Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQME): 4.4.2013
  - Rozšíření QQME: 31.10.2014 s cílem zvýšit monetární bázi o 80 bil. JPY ročně (tj. o 10-20 bil. JPY více než dříve)
- Forward guidance:
  - „BoJ ponechá sazby na nule podle svého uvážení s ohledem k dosažení střednědobé až dlouhodobé cenové stability“: 5.10.2010
  - BoJ oznámila zvýšení inflačního cíle na 2%: 22.1.2013
  - BoJ oznámila záměr dosáhnout inflačního cíle za 2 roky: 4.4.2013
- Snížení úrokové sazby na -0,1%: 29.1.2016 (poprvé do záp. hodnot)
- Řízení výnosové křivky: 21.9.2016

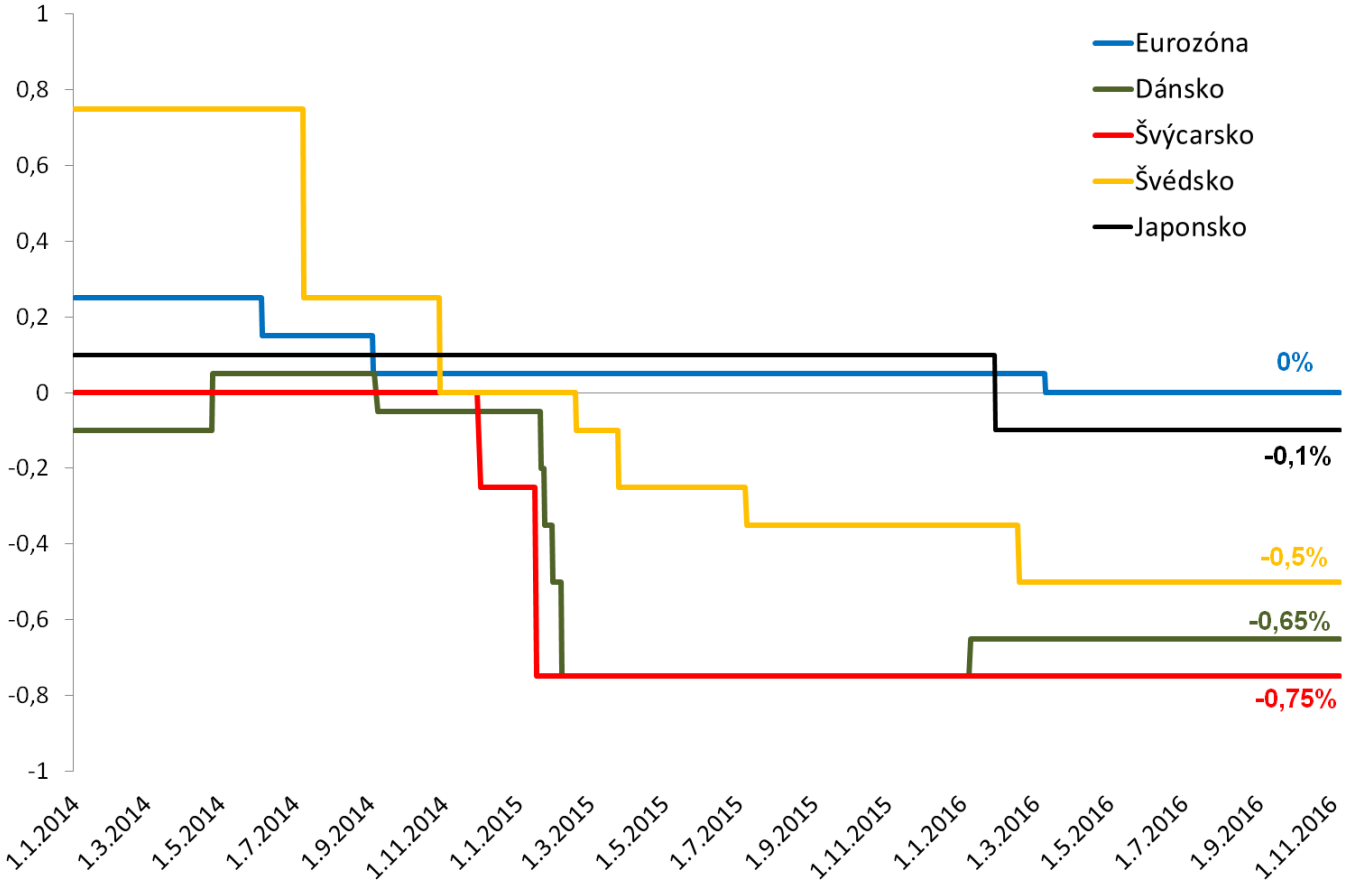
Opatření BoJ byla komplexní a v čase gradovala

# Nekonvenční nástroje SNB

- Švýcarský frank fungoval v nejistých dobách jako „safe-haven currency“
- Březen 2009 – začátek nekonvenčních opatření: dodání likvidity bankám, kurzové intervence proti posilování franku, nákup soukromých dluhopisů
- 2010 – řecká dluhová krize ⇨ apreciace franku téměř o 40% během 2008-11 ⇨ dovozní ceny vytvářely deflační tlaky
- Září 2011 – stanovení minimální výše kurzu: 1,20 CHF/EUR + závazek, že SNB nebude tolerovat silnější kurz
- Přínosy závazku: stabilizace inflace a oživení reálné ekonomiky
- Náklady: obrovský nárůst rezerv (bilance) SNB a vytváření účetní ztráty (ztrátu nesou švýcarské kantony)
- K exitu ze závazku (15. ledna 2015) došlo v souvislosti s QE ECB:
  - Frank skokově posílil přibližně o 15%
  - Interval pro MP sazby (3M Libor ve CHF) snížen na -1,25% až -0,25%
  - Úroková sazba na zůstatky bank u SNB snížena na -0,75%
  - Pravděpodobný důvod exitu: obava z neúnosného nárůstu výše devizových rezerv SNB po očekávaném zahájení kvantitativního uvolňování ECB

Kurzový závazek se pro SNB ukázal být jako velmi nákladný (omezená autonomie měnové politiky SNB)

# Měnově-politické sazby vybraných bank




Pramen: centrální banky

Zatímco před krizí představovaly záporné úrokové sazby jakousi hypotetickou zvláštnost či anomálii, dnes začínají být běžnou součástí života centr. bank

# Nekonvenční politiky - shrnutí

- Cílem nekonvenčních politik bylo zachovat/obnovit funkčnost finančního systému narušenou finanční krizí a podpořit ekonomický růst a cenovou stabilitu v dezinflačním (post)krizovém prostředí
- Nekonvenční politiky byly zaměřeny především na snížení dlouhého konce výnosové křivky
- Žádné dvě CB nepoužily nekonvenční politiky stejným způsobem
- V UK a CH bylo plnění inflačních cílů po určité období druhořadé; v EMU, Švédsku a Dánsku hrálo plnění inflačních cílů větší roli
- Velké ekonomiky (USA, UK) využívaly především dodávání likvidity a forward guidance, přičemž kurzové dopady byly chápány jako příznivý vedlejší efekt kvantitativního uvolňování (EMU, UK)
- Malé ekonomiky, pro které je kurz klíčovou veličinou, buď použily kurzový závazek přímo jako nástroj měnové politiky (CH, CZ) nebo použily jiné nástroje MP jako např. záporné úrokové sazby (CH, DK)
- Záporné sazby jsou již dnes poměrně běžným jevem

K uvolňování měnových podmínek docházelo přímo (poklesem úrokových sazeb a zvyšováním likvidity) i nepřímo (znehodnocením měn)

# Nekonvenční politiky a měnový kurz

***I. Kurzový závazek jako přímý nástroj: CH, CZ***

Kurz → Inflace, Růst

***II. Kvantitativní uvolňování působí nepřímo přes kurz: GB, ECB***

Kvant. uvolňování → Kurz → Inflace, Růst

***III. Záporné úrokové sazby působí nepřímo přes kurz: CH po exitu za závazku, DK, S***

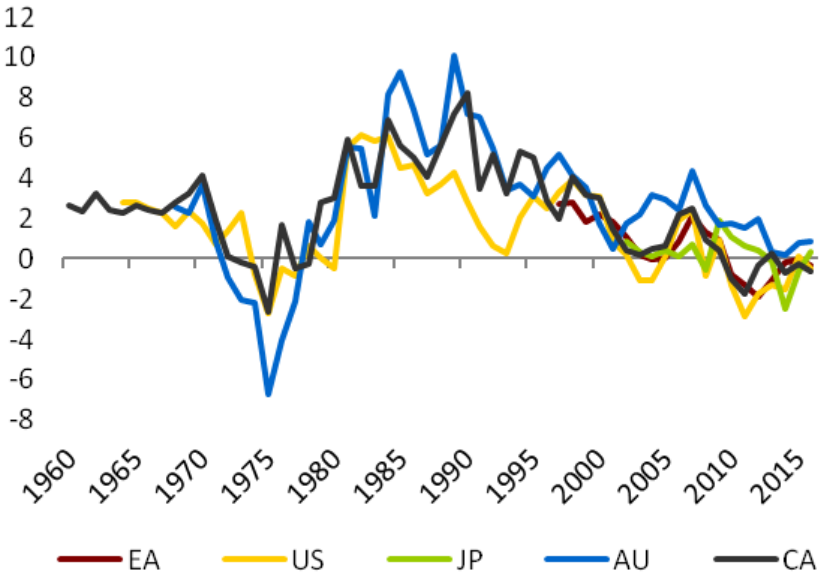
Záporné úrok. sazby → Kurz → Inflace, Růst

Nekonvenční politiky využívaly kurz buď přímo nebo jeho bylo oslabení vedlejším efektem kvantitativního uvolňování nebo záporných úrokových sazeb

# *Měnová politika centrálních bank a dlouhodobý pokles reálné úrokové míry*

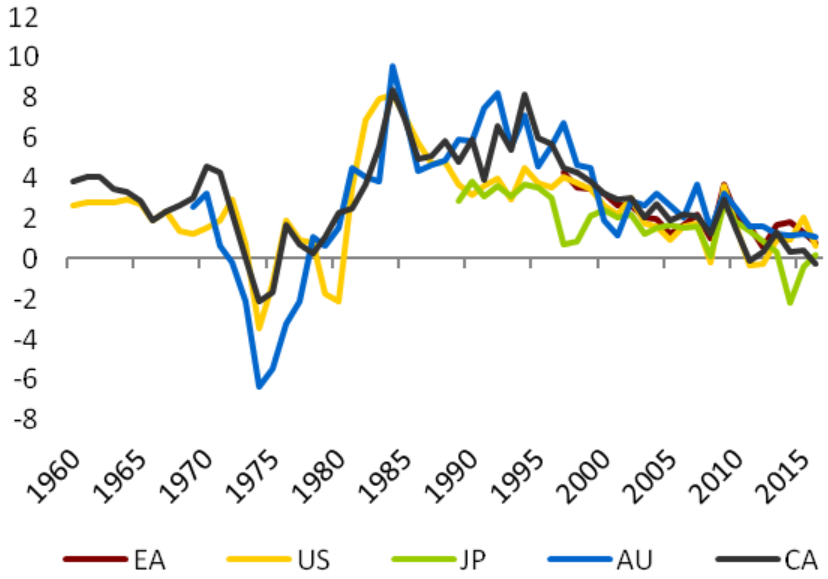
# Reálné úrokové sazby

Krátkodobé: 3M sazby peněžního trhu




Pramen: OECD

Dlouhodobé: 10Y sazby vládních dluhopisů




Pramen: OECD

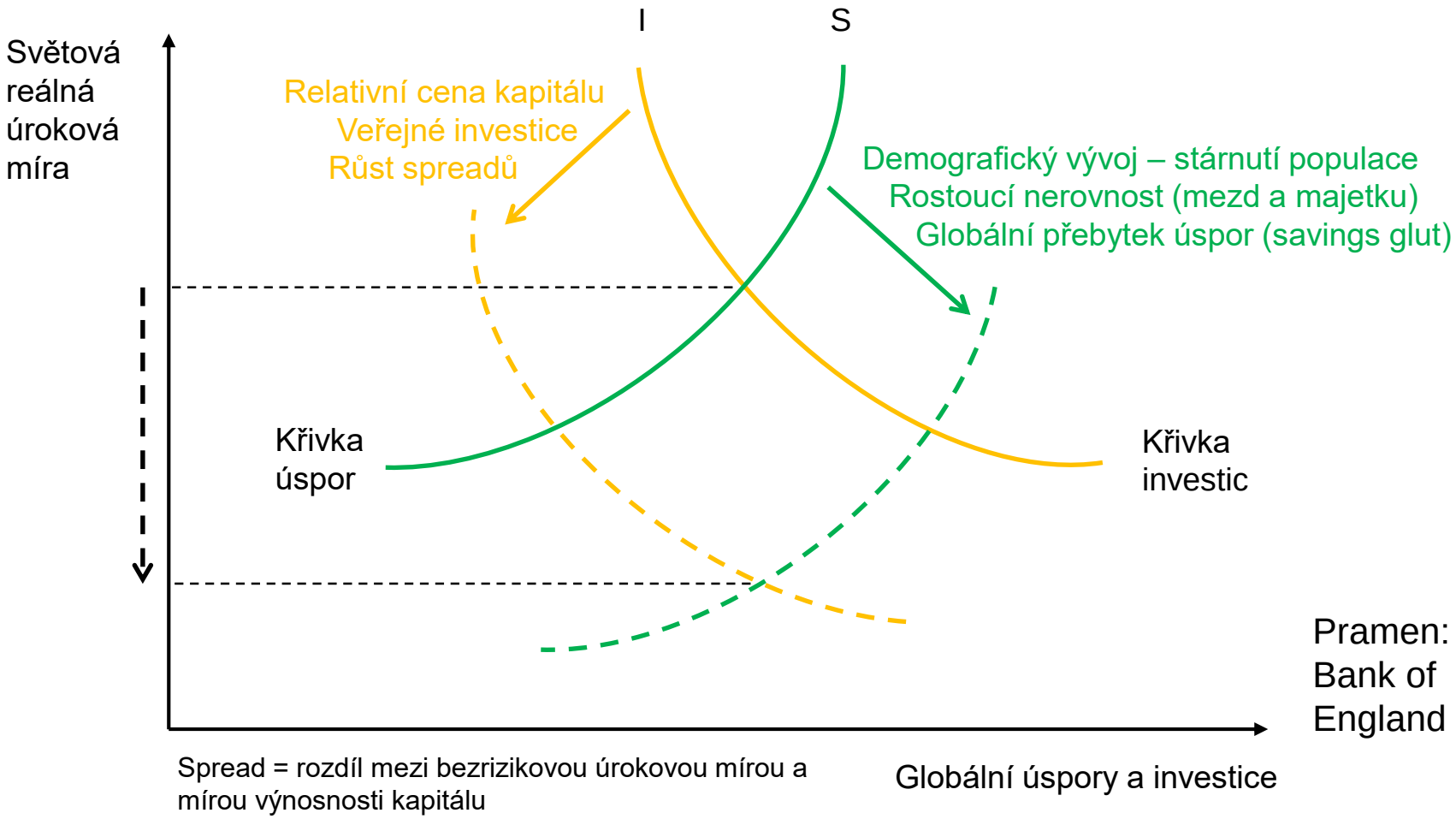
Ve většině vyspělých ekonomik dochází od poloviny 80. let k trendovému snižování nominálních úrokových sazeb; toto snižování bylo zpočátku spojeno s poklesem inflačních očekávání a později i s poklesem reálných úrokových měr

# Příčiny poklesu rovnovážných reálných úrokových měr

- **Strukturální faktory**
  - Hypotéza sekulární stagnace:
    - Alvin Hansen (1939), Richard Gordon (2012, 2014), Larry Summers (2014)
    - Nadbytek úspor nad investicemi vytváří trvalý pokles poptávky a tím i trvale nízký hospodářský růst, nízkou inflaci a nízkou úroveň úrokových sazeb
    - Nižší tempo technologického vývoje, méně inovací, klesající produktivita
  - Stárnutí populace, hystereze na pracovním trhu, změna kvality pracovní síly
  - Klesající cena investičních statků
  - Nárůst nerovnosti (bohatství i příjmů)
- **Cyklické faktory**
  - Souvisí s hospodářským a finančním cyklem, kdy ve fázi růstu dochází k růstu zadlužení (leveraging) a ve fázi poklesu k poklesu zadlužení
  - Vzhledem k tomu, že proces oddlužení (deleveraging) je poměrně zdlouhavý, úrokové sazby zůstávají na nízké úrovni poměrně dlouhou dobu
  - Cyklické faktory jsou pouze dočasné

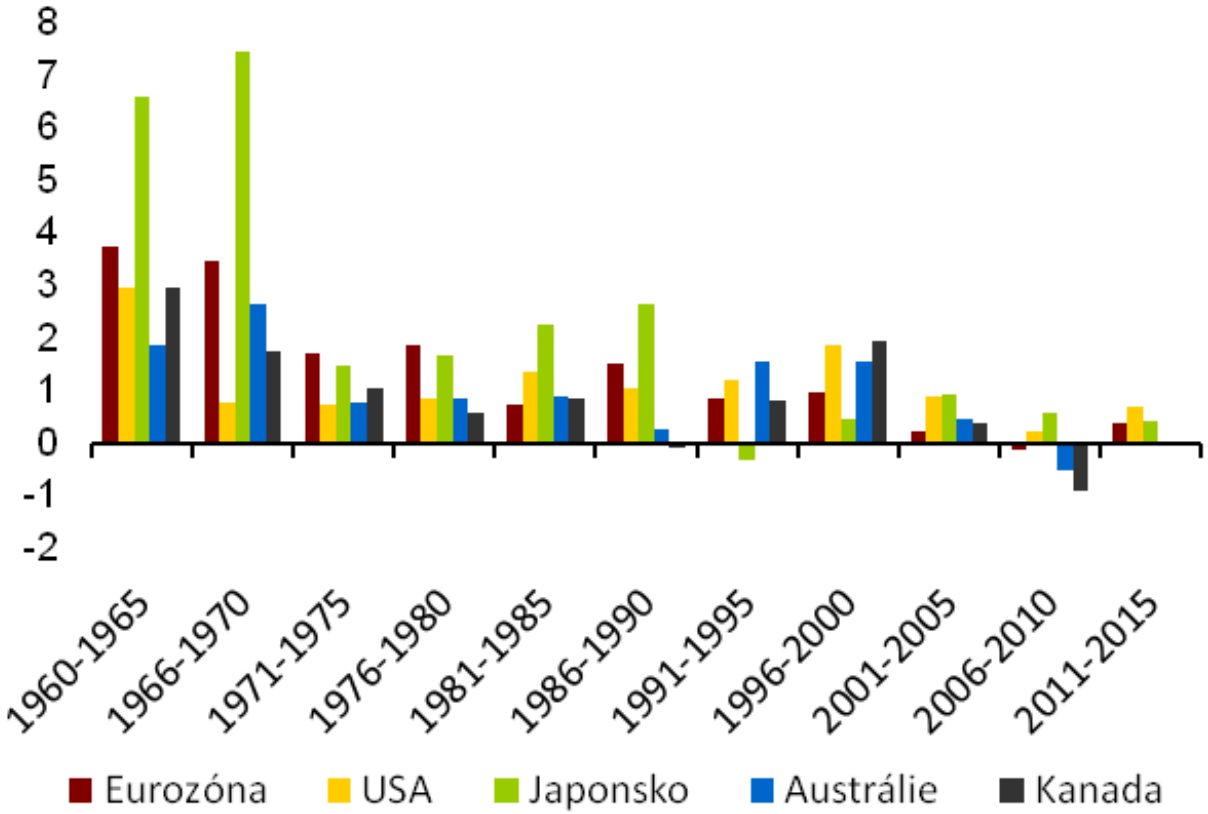
Nízké úrokové sazby v posledních letech byly dány souběhem strukturálních a cyklických příčin

# Globální úroková míra: příčiny poklesu




Dlouhodobé trendy posunují křivky úspor i investic tak, že světová reálná úroková míra klesá

# Celková produktivita faktorů *(mzr. růst v %)*




Pramen: AMECO, výpočet ČNB

Celková produktivita faktorů dlouhodobě klesá; velkým problémem však může být její správné měření (ohodnocení růstu kvality některých statků)

# Implikace pro měnovou politiku

- Intenzivní využívání nekonvenčních nástrojů bylo odrazem dlouhodobých trendů (v Japonsku již před finanční krizí) zesílených hloubkou finanční a dluhové krize a jejich následky
- Dlouhodobý pokles reálné úrokové míry vytváří riziko:
  - omezeného manévrovacího prostoru pro pokles měnově politických sazeb kvůli ZLB a tudíž menší schopnosti měnové politiky stabilizovat ekonomiku v době hospodářského poklesu
  - vzniku nežádoucích vedlejších efektů kvůli (častějšímu) používání nekonvenčních nástrojů (zejména pro finanční stabilitu)
- Návrhy, jak čelit nedávným změnám („new normal)“:
  - Zvýšit inflační cíle (a zvětšit odstup od ZLB) (Blanchard, Williams)
  - Přejít od cílování inflace k cílování cenové hladiny (Eggertsson, Woodford)
  - Eliminovat ZLB přechodem k bezhotovostní ekonomice (Rogoff)
  - Nahlížet na nekonvenční nástroje jako na ty konvenční (Yellenová)
  - Používat kvantitativní uvolňování, záporné sazby (a též peníze z vrtulníku)

Nekonvenční nástroje: nejsou s nimi dostatečné zkušenosti, ani nejsou dobře známy jejich limity

# *Měnová politika ČNB od konce roku 2012 a oslabení koruny*

# Měnová politika od konce 2012 1/2

- Na podzim 2012 ČNB avizovala, že další případné uvolnění měnových podmínek provede prostřednictvím oslabení koruny
- V listopadu 2012 ČNB:
  - snížila své základní úrokové sazby na „technicky nulovou“ úroveň
    ⇨ další uvolnění měnových podmínek pomocí sazeb již nebylo možné
  - přerušila odprodej výnosů z devizových rezerv
- V průběhu roku 2013 ČNB prováděla slovní intervence zaměřené na oslabení koruny
  - slovní intervence měly určitou účinnost (v řádu desetihaléřů)
  - na zhruba jeden rok přinesly historicky neobvyklé stabilní kurz
  - účinnost intervencí se však postupně vyčerpávala
- Od března 2013 byl používán forward guidance: *„Úrokové sazby budou drženy na stávajících úrovních (tj. na „technické nule“) v delším horizontu, dokud nedojde k výraznému nárůstu inflačních tlaků“*

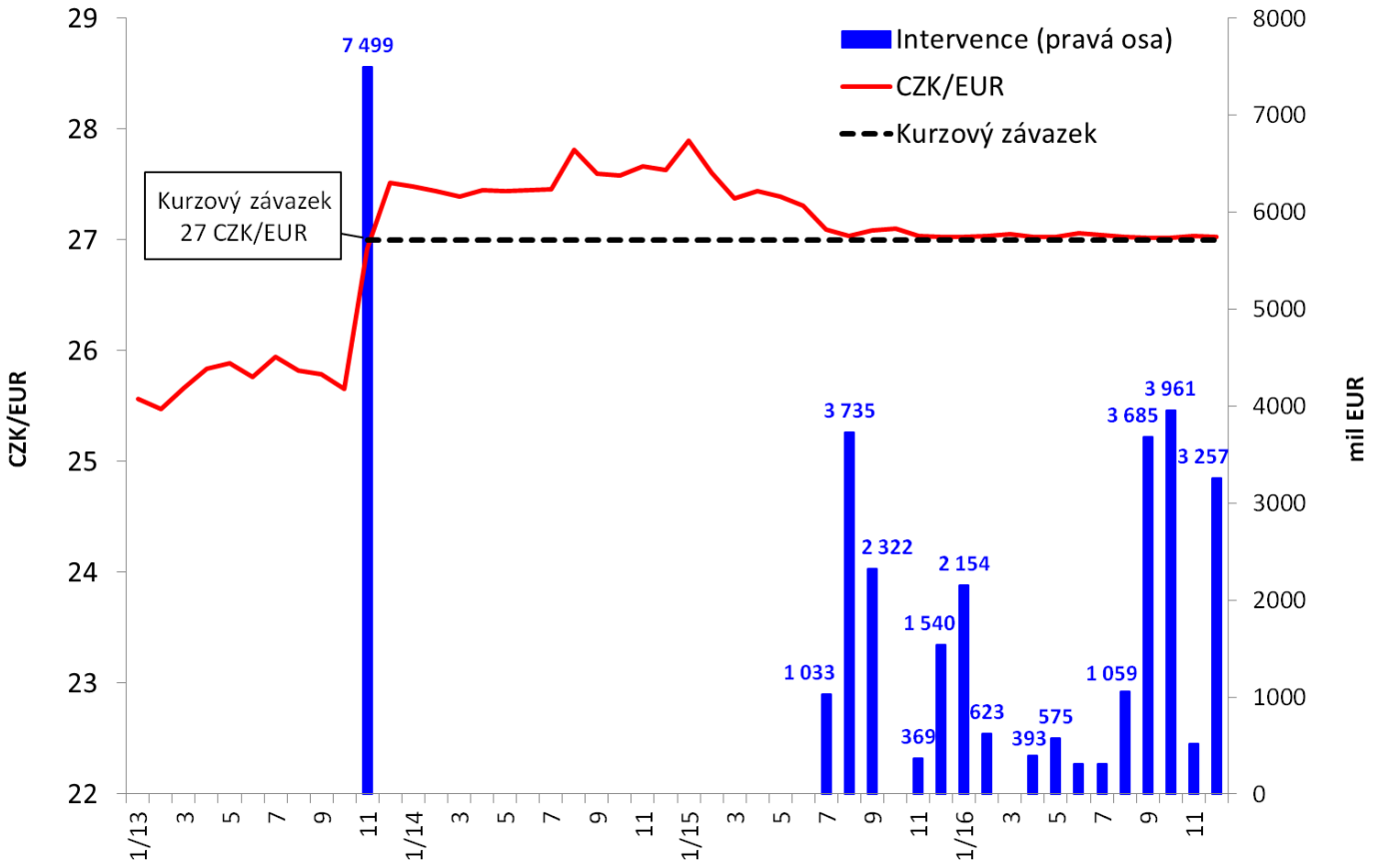
ČNB beze zbytku využila možnosti svého hlavního měnověpolitického nástroje, tj. úrokových sazeb

# Měnová politika od konce 2012 2/2

- V průběhu roku 2013 postupně narůstaly dezinflační tlaky:
  - Nejpomalejší růst HDP ve střední Evropě, výrazně záporná mezera výstupu, dva roky trvající pokles fixních investic
  - Nejpomalejší růst mezd v soukromých firmách v historii; zvýšení vkladů domácností o 33% během 2008 Q1–2013 Q3
  - Dezinflační tlaky ze zahraničí (CPI, PPI); pokles inflačních očekávání na historicky nejnižší hodnoty; pokles rychlosti obratu peněz; řadu let trvající všeobecný pokles cen nemovitostí
- Setrvale narůstající dezinflační tlaky naznačovaly stále větší pokles inflace hluboko pod inflační cíl a riziko pádu do deflace
- 7. listopadu 2013 ČNB oslabila kurz koruny na hodnotu poblíž 27 Kč/euro (přibližný ekvivalent snížení sazeb o cca 1 procentní bod) a vyslovila jednostranný kurzový závazek (ČNB nedovolí posílení koruny pod úroveň 27 Kč/euro; na slabší straně nechá kurz plovat; nevylučuje posunutí závazku na slabší úroveň)

Měnový kurz se stal nově používaným nástrojem a převzal stabilizační úlohu měnové politiky

# Devizové intervence *(led. 2013 – pros. 2016)*




Pramen: ČNB, Eurostat

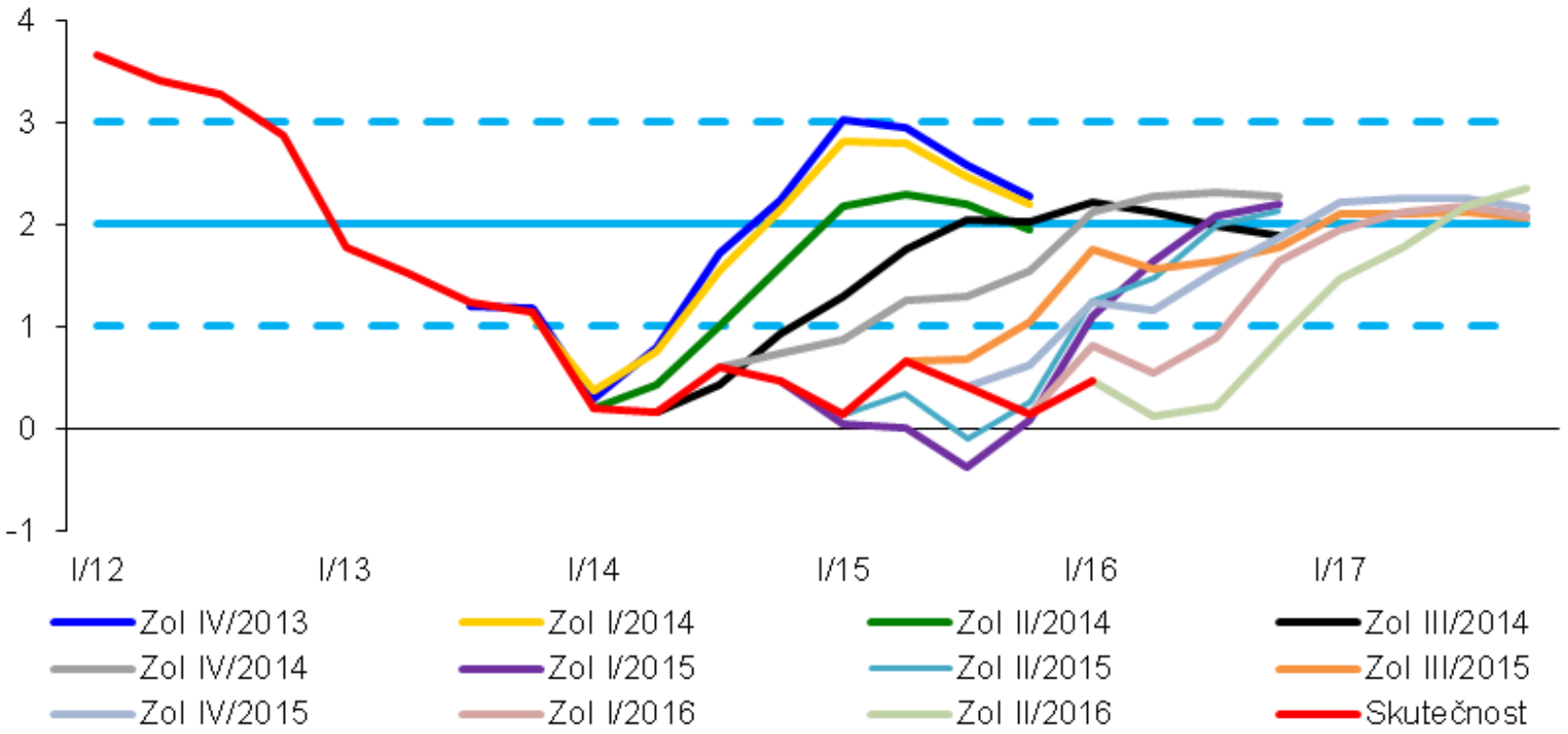
Intervence v listopadu 2013 dosáhla 7,5 mld EUR; kumulativní intervence na obranu závazku během července 2015 až prosince 2016 činily 25,8 mld EUR

# Kurzový závazek po listopadu 2013

- 17.12.2013: „ČNB bude držet kurz poblíž 27 CZK/EUR přinejmenším do počátku roku 2015“
- 26.6.2014: „BR konstatovala, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém čtvrtletí roku 2015“
- 31.7.2014: „ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v roce 2016“
- 5.2.2015: „ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém pololetí 2016“
- 5.11.2015: „BR se shodla, že ukončení kurzového závazku se pravděpodobně posouvá až do období okolo konce roku 2016“
- 4.2.2016: „BR konstatuje, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v roce 2017“
- 29.9.2016: „BR konstatuje, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém čtvrtletí 2017“

Po listopadu 2013 byla několikrát prodloužena platnost kurzového závazku

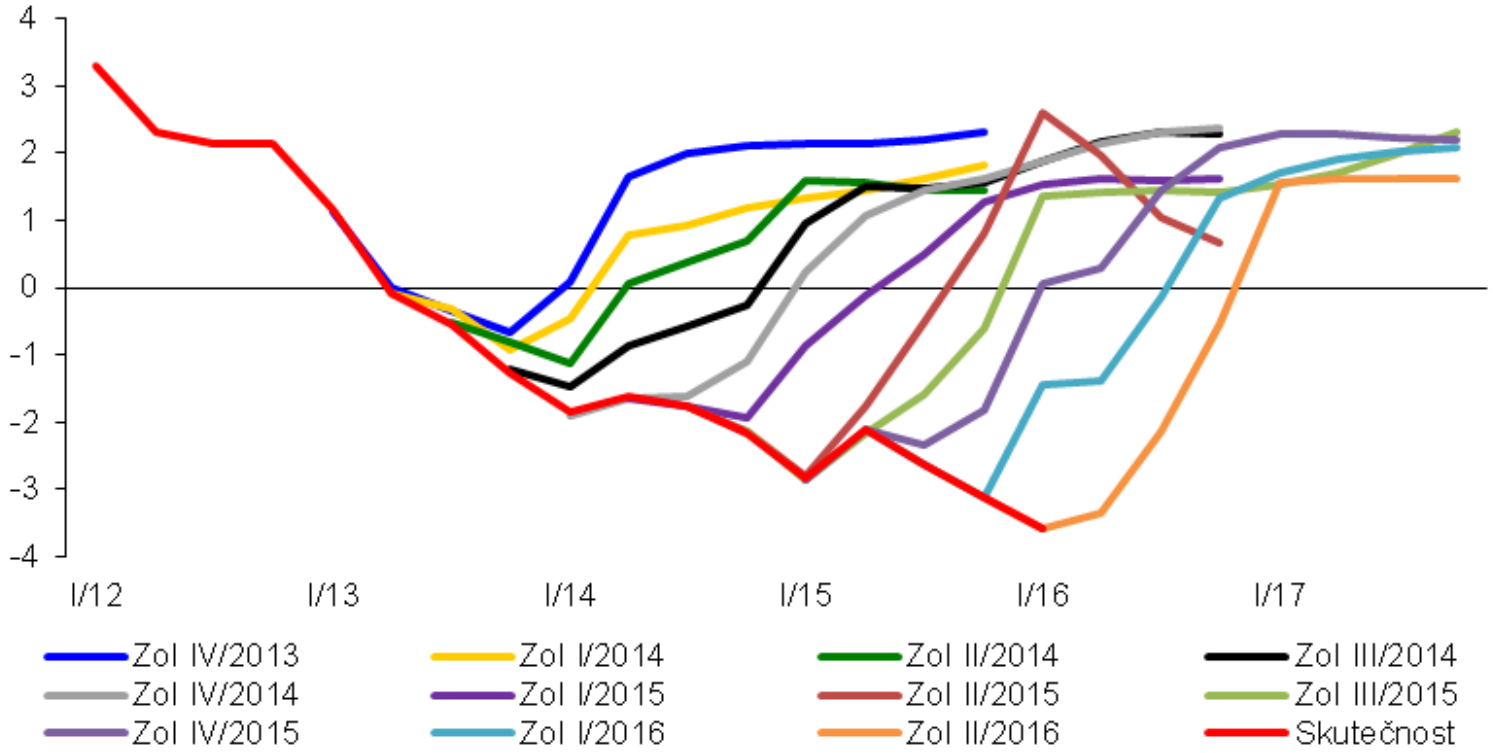
# Prognózy inflace ČNB *(IV/2013–II/2016)*




Pramen: ČSÚ, ČNB

Prodlužování kurzového závazku bylo zapříčiněno opakovaným posouváním prognóz inflace směrem dolů po roce 2013

# *Výhled efektivního PPI (IV/2013–II/2016)*




Pramen: ČSÚ, ČNB

Hlavním důvodem snižování prognóz inflace bylo snižování prognóz efektivního PPI ⇨ „dovoz" dezinflace/deflace ze zahraničí

# *Dopad různých faktorů na změnu hospodářského růstu v ČR*

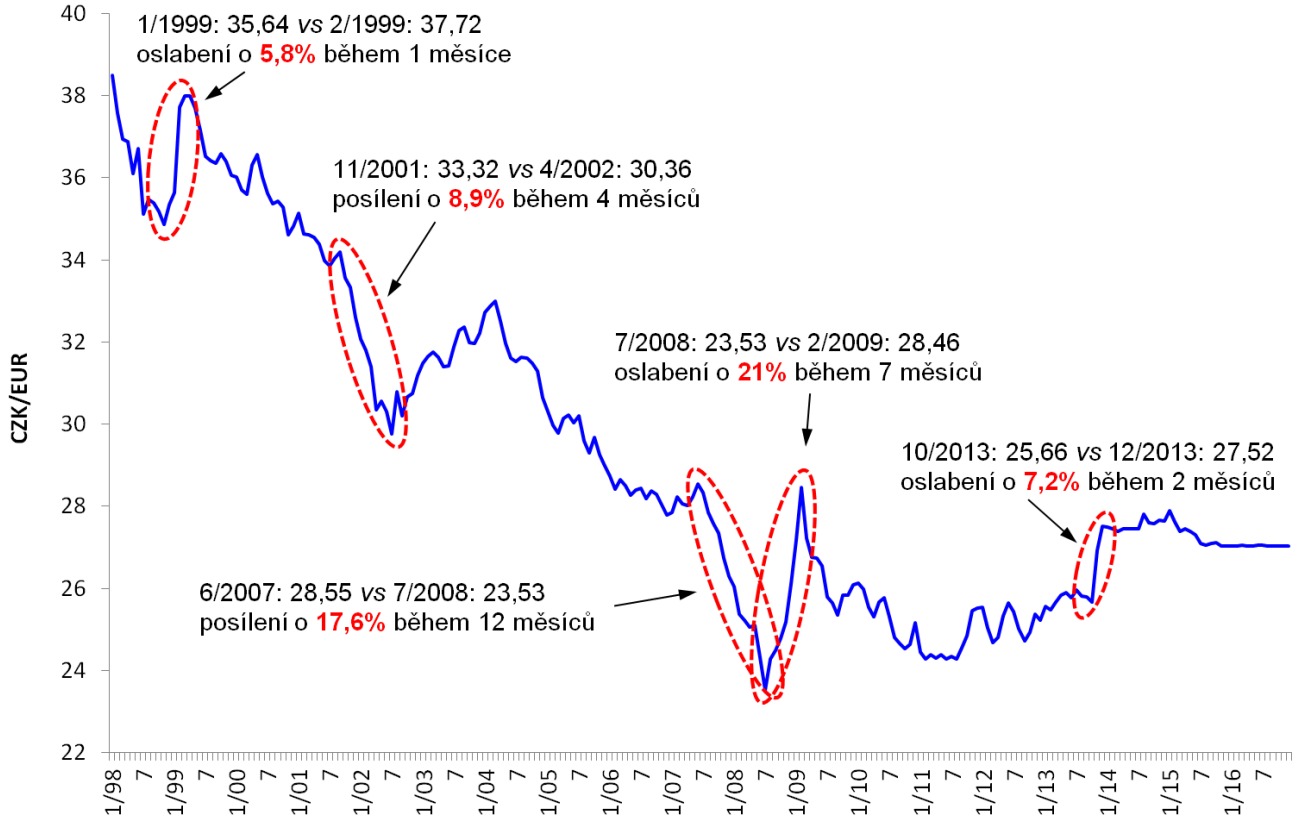
| | 2013 | 2014 |
|---|---|---|
| HDP | -0,5% | 2,7% |
| *Příspěvky faktorů k růstu HDP:* | | |
| Fiskální impulz | -1,0 p.b. | 0,3 p.b. |
| Růst v efektivní eurozóně | 0,6 p.b. | 1,1 p.b. |
| Ceny ropy | 0,0 p.b. | 0,1 p.b. |
| Daně na cigarety | 0,0 p.b. | -0,7 p.b. |
| Měnová politika + sentiment | **-0,1 p.b.** | **1,9 p.b.** |

Pozn.: Metoda jednoduchého růstového účetnictví

Pramen: ČSU, výpočet ČNB

Podle odhadů ČNB, zavedení kurzového závazku významně přispělo k obnovení růstu české ekonomiky po několika letech recese

# Kurzový závazek v kontextu dlouhodobého kurzového vývoje

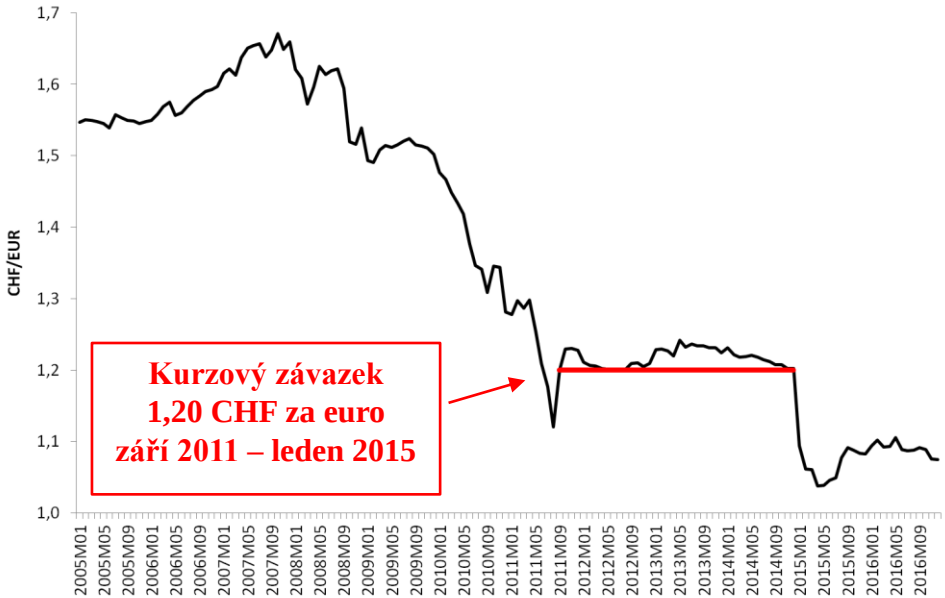



Pramen: Eurostat, vlastní výpočet

Oslabení koruny v listopadu 2013 bylo sice rychlé, ale v dlouhodobém kontextu vývoje koruny nebyl tento rozsah změny kurzu nijak výjimečný

# Srovnání vývoje kurzu švýcarského franku a české koruny (1/2005-12/2016)

CHF/EUR




CZK/EUR

Pramen: Eurostat, vlastní výpočet

Zavedení kurzového závazku ze strany Švýcarské centrální banky (září 2011) a ČNB (listopad 2013) výrazně snížilo kolísání franku a koruny

# *Budoucí opuštění kurzového závazku*

# Budoucí opuštění kurzového závazku

- Exit z kurzového závazku bude znamenat, že se ČNB vrátí k tzv. řízenému plování kurzu v rámci cílování inflace
- S exitem skončí období mimořádné kurzové stability, tedy „hedging zdarma“ poskytovaný ČNB (tzv. macro-hegde)
- K exitu dojde, až budou vytvořeny podmínky pro udržitelné plnění 2% inflačního cíle i po opuštění kurzového závazku a nebude hrozit návrat k používání nekonvenčních nástrojů (ČNB nechce destabilizovat ekonomické prostředí a riskovat ztrátu své kredibility)
- Provedení exitu bude záviset na konkrétní situaci na devizovém trhu
- Jakmile exit z kurzového závazku nastane, bude to jasně oznámeno; ČNB nemůže z trhu „potichu vycouvat“
- Naplňování srpnové prognózy bylo v září důvodem pro prodloužení tzv. tvrdého kurzového závazku: *„ČNB neukončí používání kurzového závazku jako nástroje měnové politiky dříve než ve 2Q 2017“*.

Zasedání 2.2.2017: „Většina členů bankovní rady vidí jako pravděpodobné ukončení závazku okolo poloviny roku 2017 “

# Záporné úrokové sazby

- V průběhu roku 2016 BR opakovaně diskutovala možné použití záporných úrokových sazeb
- Některé segmenty finančního trhu v ČR (např. trh státních dluhopisů) již fungují v podmínkách záporných úrokových sazeb – ty na trhu vznikají spontánně (MP sazby ČNB zůstávají na „technické“ nule)
- ČNB záporné sazby nepovažuje za vhodný nástroj měnové politiky:
  - I po prolomení nulové hranice úrokových sazeb (ZLB) existuje riziko nárazu na efektivní hranici úrokových sazeb (effective lower bound – ELB)
  - Vzhledem k vysokému poměru oběživa k HDP bude mít ELB v ČR pravděpodobně méně zápornou hodnotu než v jiných zemích
  - Záporné sazby vytvářejí rizika pro finanční stabilitu, která mohou převážit nad možnými výhodami pro měnovou politiku
- Záporné sazby by mohly napomoci při obraně kurzového závazku

Záporné úrokové sazby nejsou vhodným nástrojem; jejich použití připadá v úvahu pouze v krajním případě, například jako krátkodobá podpora kurzového závazku

# Důvody, proč by koruna po exitu nemusela nijak výrazně posílit

- Již před zavedením kurzového závazku byla koruna mírně nadhodnocená
- Slabší hodnota koruny po jejím oslabení se v mezidobí promítá do cen a ostatních nominálních veličin
- Proces reálného rovnovážného zhodnocování je pomalejší oproti období před krizí
- Neexistence protistrany: exportéři budou kurzově zajištění a na trhu nebude existovat protistrana, která by uzavírala dlouhé korunové pozice
- ČNB bude v případě potřeby intervenovat, aby utlumila nadměrné kurzové výkyvy

Očekávání výraznějšího posílení koruny po exitu z kurzového závazku nemají opodstatnění

# Měnová politika ČNB: shrnutí

- V listopadu 2012 se vyčerpal prostor pro použití základního nástroje měnové politiky, tj. úrokové sazby; poté začala ČNB používat „měkčí“ formy nekonvenčních politik: forward guidance a slovní intervence
- Sílící dezinflační tlaky během roku 2013 zvyšovaly potřebu dalšího uvolnění měnových podmínek
- V listopadu 2013 ČNB oslabila korunu a přijala kurzový závazek
- Přetrvávání silných zahraničních i domácích dezinflačních tlaků vedlo po roce 2013 k několikerému prodloužení kurzového závazku; aby udržela závazek, ČNB počínaje červencem 2015 intervenovala
- Oslabení koruny hodnotí ČNB po více než třech letech jako úspěšné: zabránilo deflaci a napomohlo k oživení české ekonomiky a trhu práce
- Většina členů BR vidí jako pravděpodobné ukončení závazku okolo poloviny roku 2017; později dojde i ke zvyšování úrokových sazeb, tj. k návratu ke konvenčním nástrojům měnové politiky

Použitím kurzu jako nástroje měnové politiky se ČNB zařadila mezi ostatní centrální banky využívající nekonvenční nástroje

# Děkuji za pozornost

Jiří Rusnok
Česká národní banka
Na Příkopě 28
115 03 Praha 1

jiri.rusnok@cnb.cz
Tel: +420 224 412 000