

Nekonvenční nástroje vybraných centrálních bank a měnová politika ČNB

Miroslav Singer
guvernér, Česká národní banka

Asociace pro mezinárodní otázky

Praha, 28. dubna 2015

Osnova

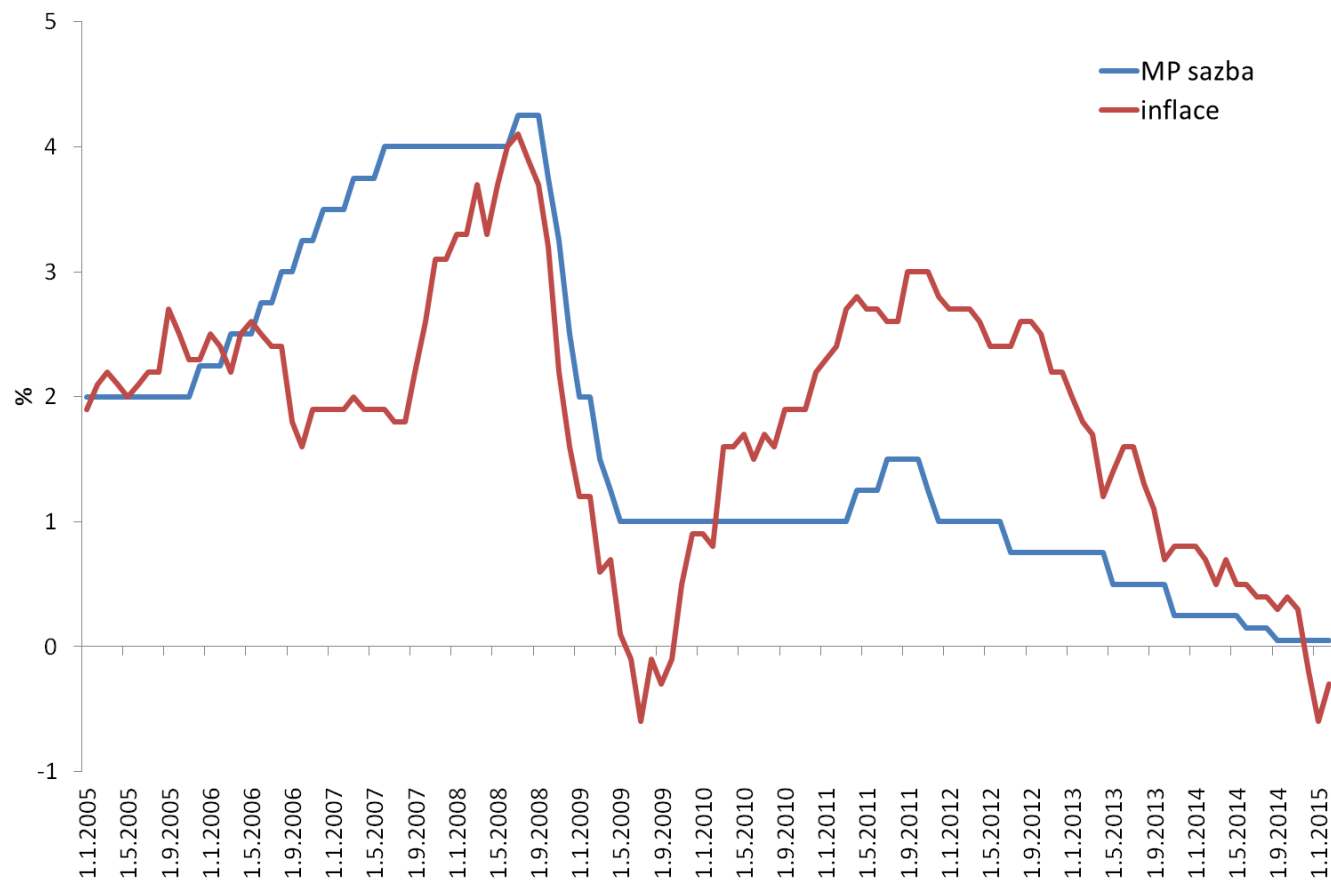
- Nekonvenční nástroje Evropské centrální banky, Švýcarské národní banky a Dánské národní banky
- Měnová politika ČNB; rizika deflace a oslabení koruny
- Co se stalo v české ekonomice po oslabení koruny

Nekonvenční politiky centrálních bank během krize – přehled

- Před krizí byly hlavním nástrojem krátkodobé úrokové sazby; měnové agregáty a kurzy měn se přizpůsobovaly nastavení sazeb
- Krize narušila relativně spolehlivý transmisní mechanismus
- Nekonvenční politiky po vypuknutí krize měly 2 hlavní cíle:
 - 1) Obnovit fungování finančních trhů a finančního zprostředkování:
 - ▶ dodávání likvidity
 - ▶ nákupy soukromých aktiv
 - 2) Podpořit ekonomickou aktivitu při nulových úrok. sazbách (ZLB):
 - ▶ nákupy vládních dluhopisů
 - ▶ forward guidance: závazek CB, že nebude dodržovat staré úrokové pravidlo
- ◆ Oba cíle spolu úzce souvisely; jejich společným jmenovatelem bylo zabezpečení makroekonomické stability
- Další nástroje CB: kurzové intervence, záporné úrokové sazby

Smyslem nekonvenčních politik bylo obnovit krizí narušený transmisní mechanismus měnové politiky a po roce 2012 podpořit poptávku a zvýšit inflaci

Inflace a MP sazby: eurozóna



Pramen:
ECB,
Eurostat

ECB po vypuknutí krize snížila sazby na 1%; kvůli inflačním rizikům je v 2011 dočasně zvýšila; silná dezinflace přiměla ECB snížit sazby až na 0

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 2012
- 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 = Expanded 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

ECB přijala širokou škálu nekonvenčních opatření; celkový objem nákupů v APP bude k září 2016 činit přibližně 12% HDP eurozóny

Měnová politika v eurozóně

- Po vypuknutí finanční krize nesnížila ECB úrokovou sazbu tak agresivně jako Fed nebo BoE ⇒ ponechala si manévrovací prostor
- ECB poměrně konsistentně cílovala inflaci: při růstu inflačních rizik (oživení, růst inflace kvůli zvyšování DPH), zvýšila úrokovou sazbu
- Na začátku krize byly nekonvenční politiky zaměřeny zejména na podporu fungování finančního trhu, v letech 2013-15 se začaly zaměřovat na podporu poptávky a boj proti dezinflaci/deflaci
- Vedlejším (a vítaným) efektem nekonvenčních opatření bylo znehodnocování eura vůči dolaru:
 - ◆ Zvyšování tlaků na růst inflace prostřednictvím růstu dovozních cen
 - ◆ Zvyšování cenové konkurenceschopnosti vývozců

K uvolňování měnových podmínek v eurozóně prostřednictvím nekonvenčních politik docházelo přímo (poklesem úrokových sazeb a zvyšováním likvidity) i nepřímo (znehodnocením eura)

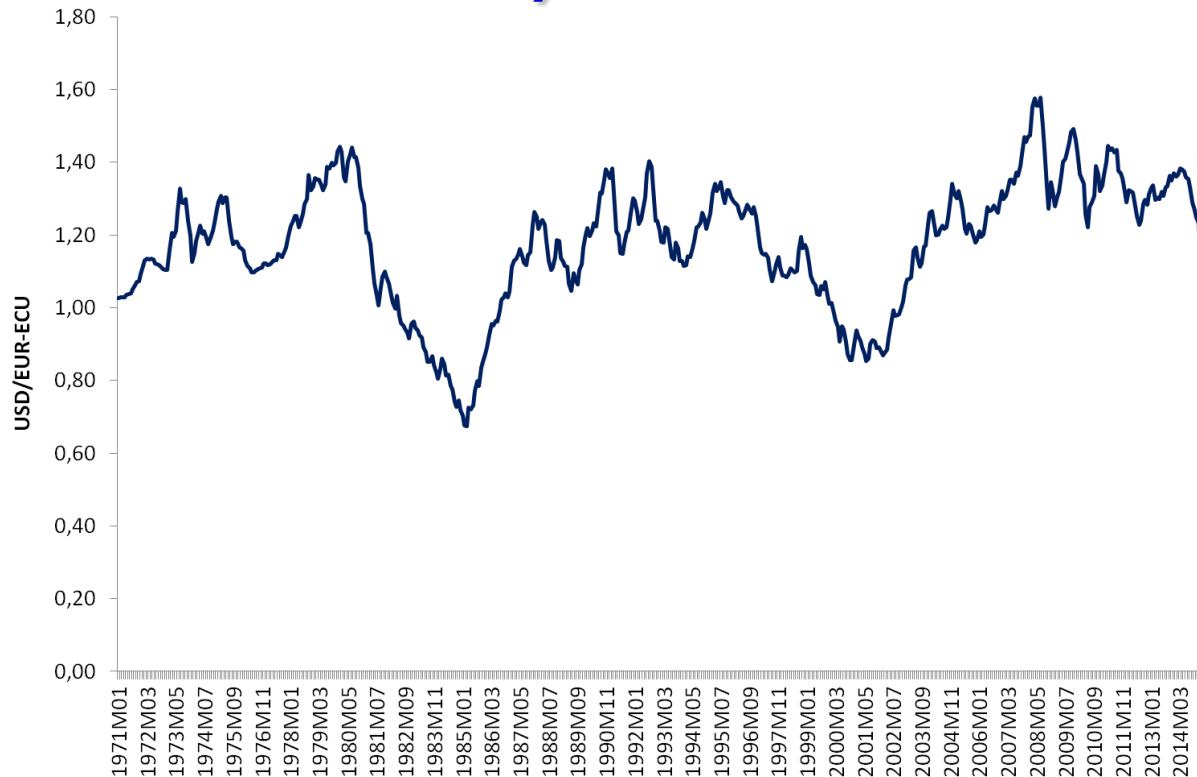
Kurz eura vůči dolaru



Pramen:
Eurostat

Euro v březnu 2015 oslabilo proti dolaru meziročně o 21,6%; nejslabší euro vůči dolaru od dubna 2003

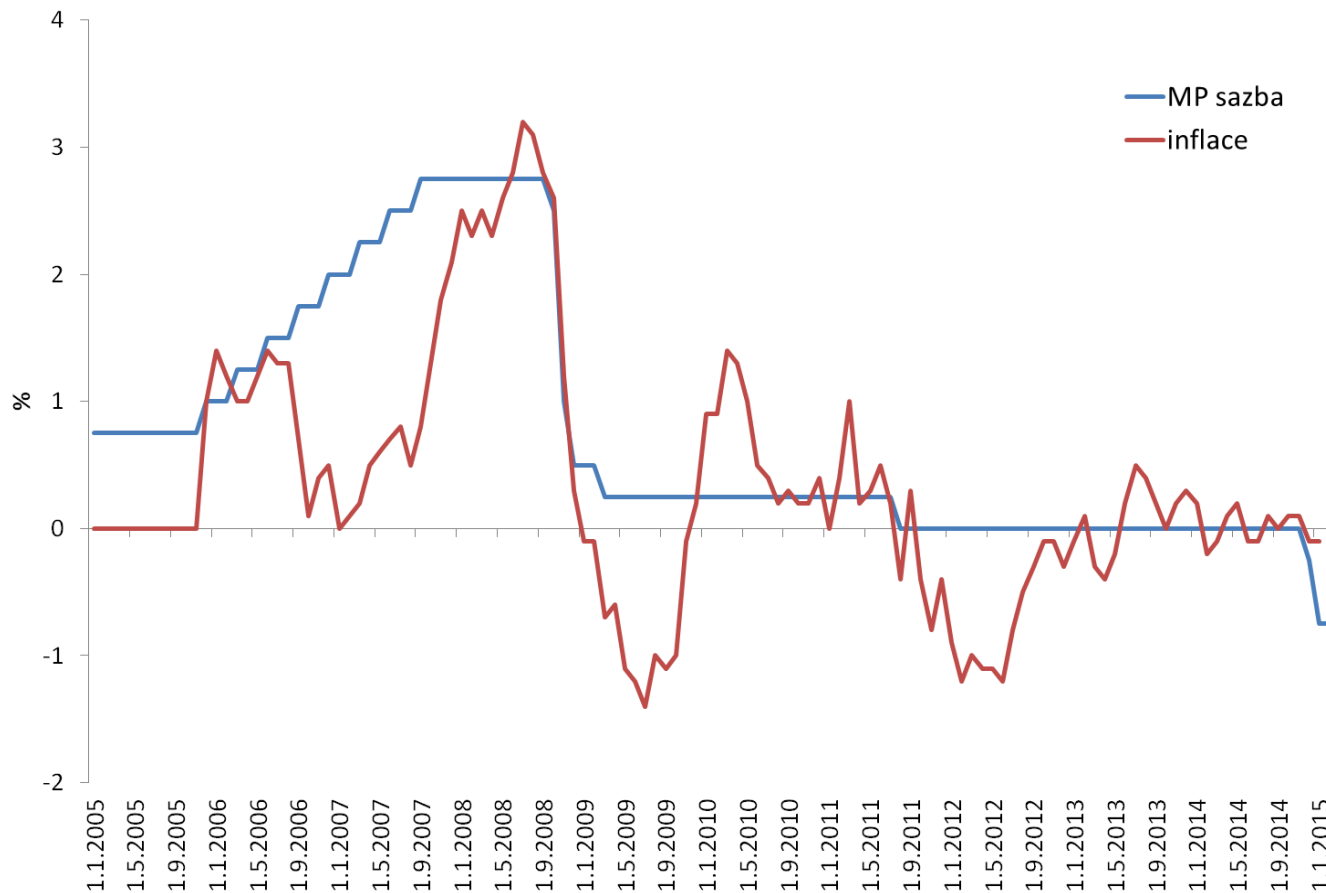
USD/ECU-EUR: leden 1971–březen 2015 za horizontem měnových politik – cykly měnových kurzů?



Pramen:
Eurostat

Kurz EUR oproti USD byl v březnu 2015 o 9% slabší než dlouhodobý průměr za období 1971–2015

Inflace a MP sazby: Švýcarsko



Pramen:
Eurostat

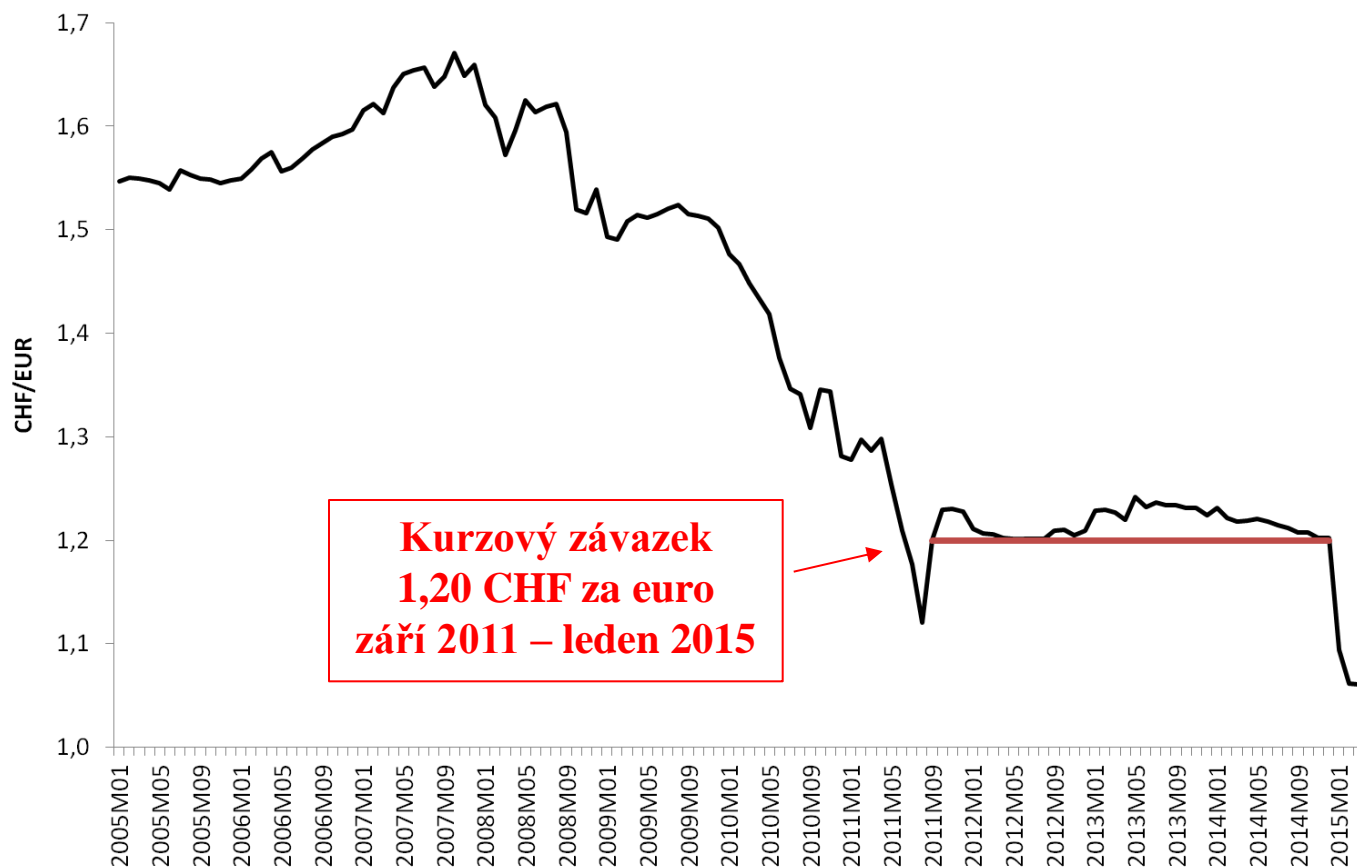
SNB snížila úrokovou sazbu na 0,25% v březnu 2009 a na 0% v srpnu 2011; inflace se v roce 2009 a 2012-3 pohybovala v záporném teritoriu

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 \Rightarrow apreciacie franku téměř o 40% během 2008-11 \Rightarrow 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)
- Exit (15. ledna 2015):
 - ◆ 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

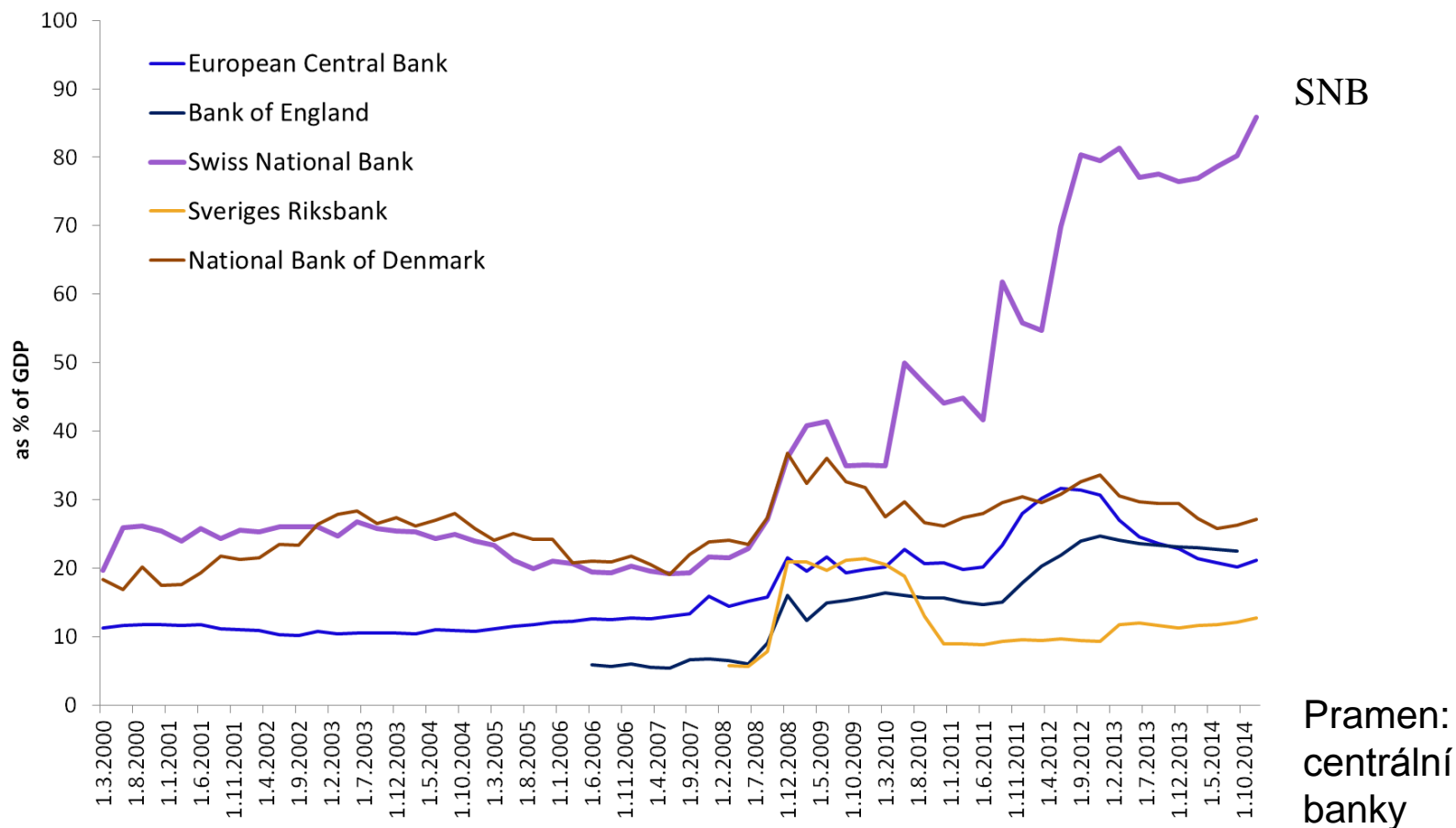
Exit ČNB z kurzového závazku bude jiný než exit SNB

Kurz švýcarského franku vůči euru



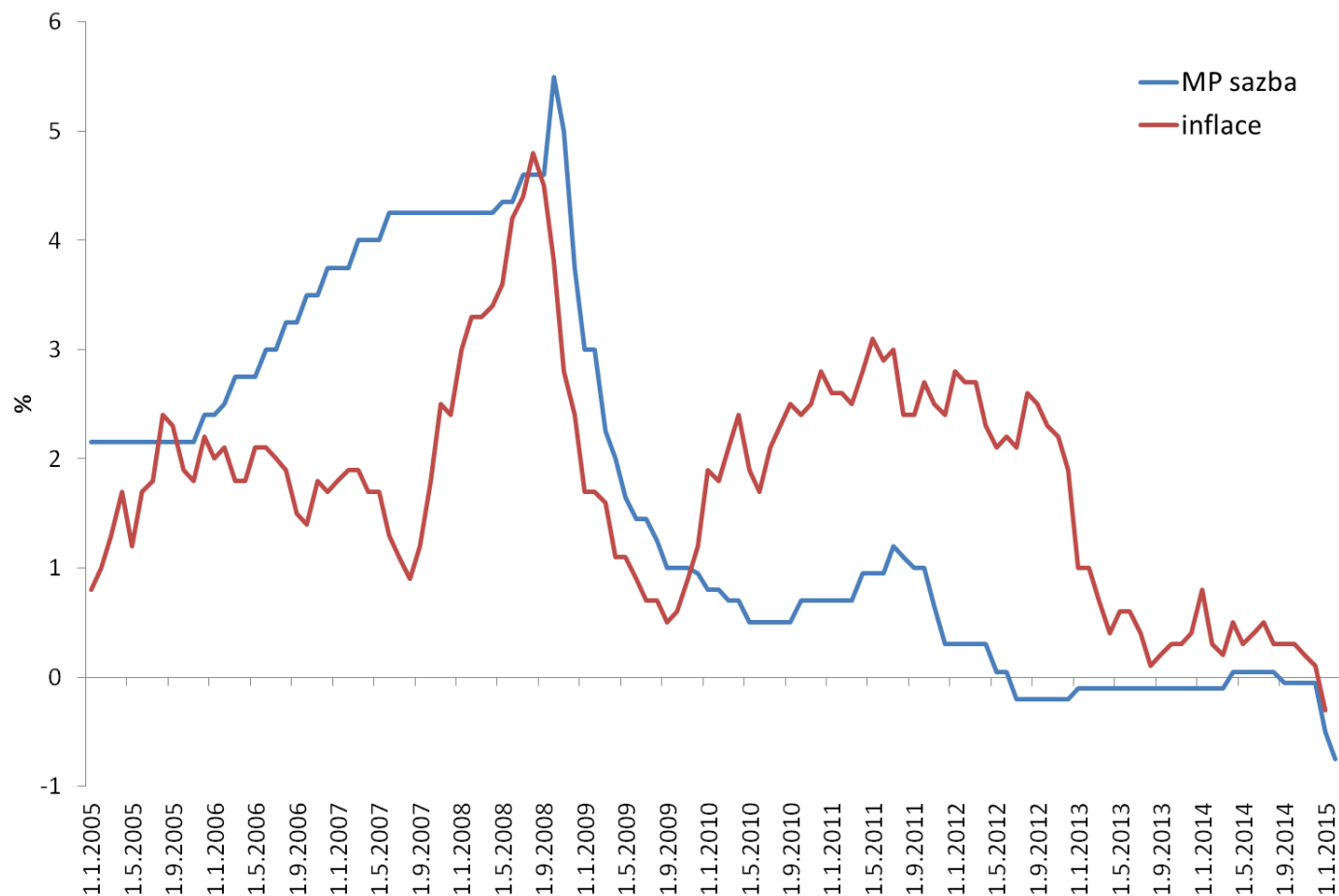
Po dobu platnosti kurzového závazku se kurz franku pohyboval buď na jeho úrovni nebo na slabší straně

Výše devizových rezerv (jako % HDP)



Využívání kurzového závazku vedlo ke strmému růstu devizových rezerv SNB k hodnotě kolem 90% HDP

Inflace a MP sazby: Dánsko



Pramen:
Eurostat

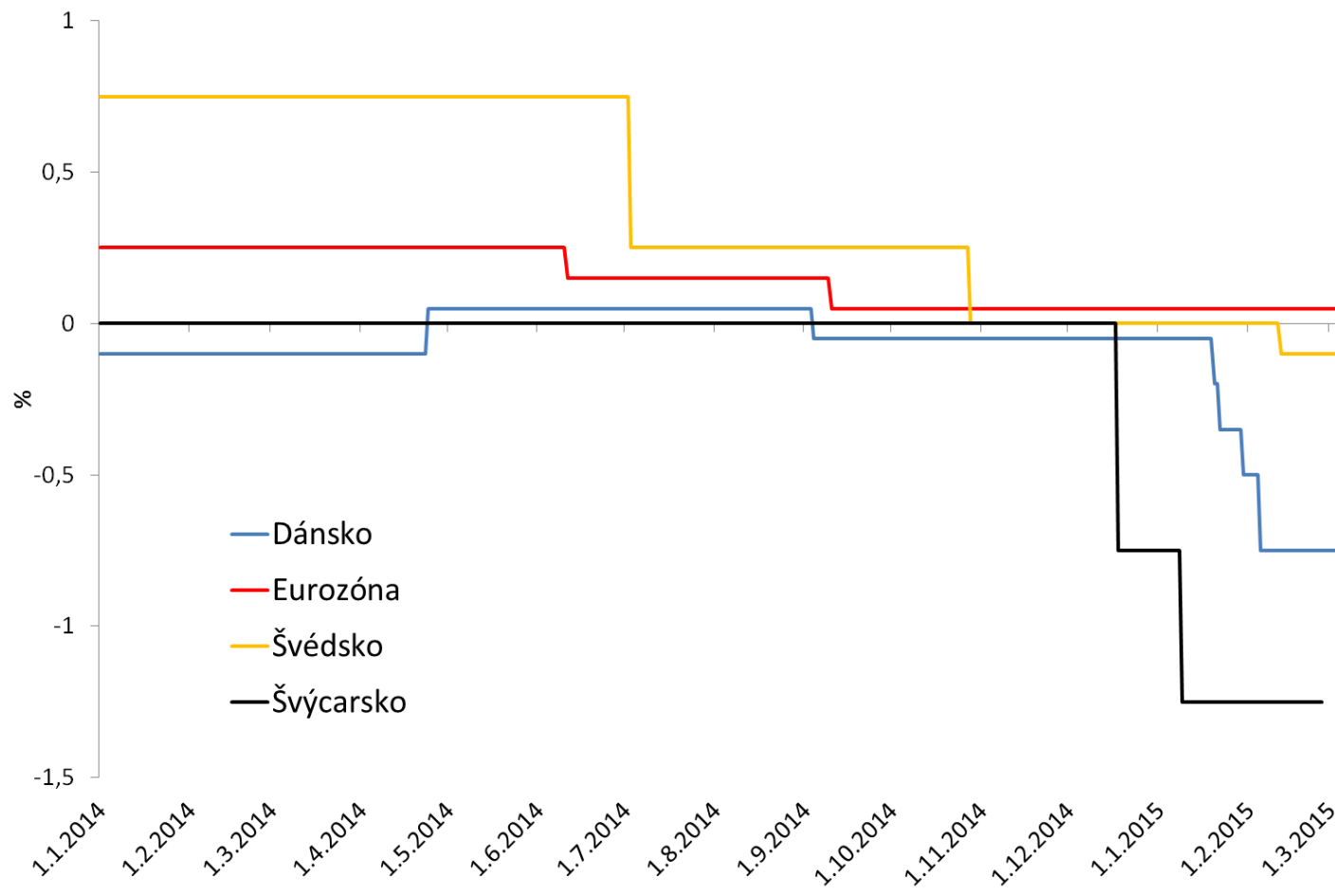
Dánská centrální banka snížila sazby pod nulu již v roce 2012; v únoru 2015 je snížila na -0,75%

Měnová politika Danmarks Nationalbank

- Dánská centrální banka dlouhodobě operuje v režimu fixního kurzu koruny vůči euru (Dánsko je jedinou zemí EU v systému měnových kurzů ERM II s flukтуаčním pásmem $\pm 2,25\%$)
- Změna úrokových sazeb je prováděna v souladu s ECB, avšak pokud by dánská koruna byla vystavena silným tlakům, jsou změny úrokových sazeb prováděny s cílem stabilizovat měnu
- Pro podporu slouží i nákupy a prodeje cizí měny
- V důsledku opuštění kurzového závazku SNB k 15. lednu 2015 zesílily apreciační tlaky na korunu, čemuž se DNB snažila čelit snížením základní měnově-politické sazby na $-0,75\%$ a implikovaných sazeb přes deriváty až na $-2,5\%$
- Dánské ministerstvo financí rozhodlo (na doporučení DNB) pozastavit vydávání korunových i cizoměnových dluhopisů (až do odvolání)
- Další případné snižování sazeb by mohlo stimulovat vkladatele k útěku k hotovosti a k vybírání vkladů ve velkém

Dezinflační tlaky a příliv kapitálu po exitu SNB z kurzového závazku přiměly DNB ke snížení úrokových sazeb do výrazně záporných hodnot

Měnově-politické sazby čtyř bank



Pramen:
centrální
banky

Záporné sazby již nejsou tak nepředstavitelné, jak se ještě nedávno zdálo

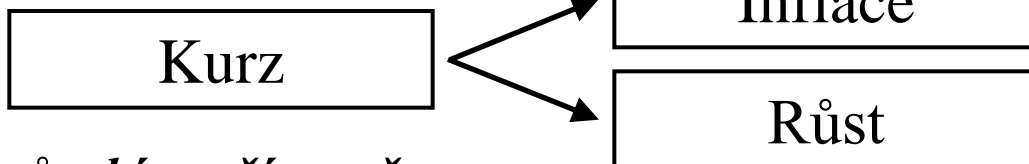
Nekonvenční politiky - shrnutí

- Cílem nekonvenčních politik bylo zpočátku zachovat funkčnost finančního systému narušenou finanční krizí a v pozdějších letech podpořit ekonomický růst a cenovou stabilitu
- 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) tak, aby kurz co nejméně narušil úsilí o cenovou stabilitu

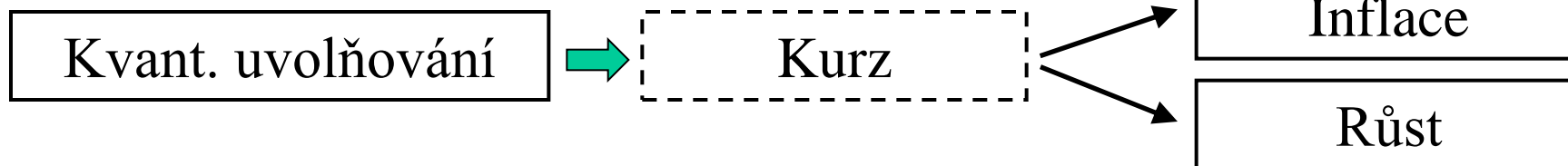
Nekonvenční politiky s různou mírou úspěšnosti splnily své poslání

Nekonvenční politiky a měnový kurz

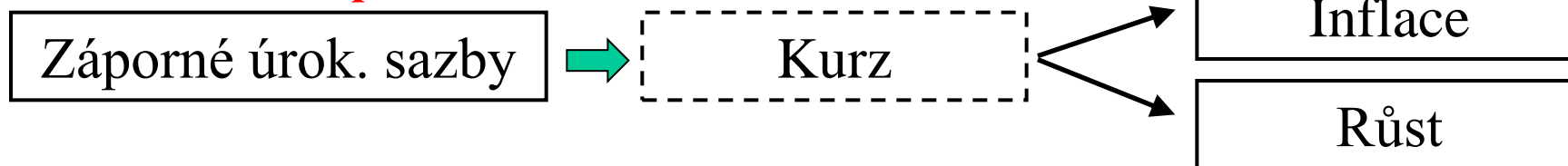
I. Kurzový závazek jako přímý nástroj: **CH, CZ**



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



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



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

Měnová politika ČNB; rizika deflace a oslabení koruny

Měnová politika od podzimu 2012

- Na podzim 2012 ČNB avizovala, že pokud by bylo třeba dále uvolnit měnové podmínky, učiní tak prostřednictvím oslabení devizového kurzu 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

2013: posilování dezinflace

- Ve střední Evropě byla česká ekonomika 2013 nejvíce utlumena
- Odhady mezery výstupu byly v polovině 2013 výrazně záporné
- Již přes dva roky trval pokles fixních investic
- Mzdy v soukromých firmách rostly nejpomaleji v historii
- Pokles inflace v eurozóně ⇒ další snížení úrok. sazeb ECB
- Pokles cen: PPI ve zprac. průmyslu, stavebnictví, služby, zeměd.
- Ani po vyjmutí očekávaného poklesu cen energií by se cenový index bez zásahu ČNB nepohyboval v kladných hodnotách
- Inflační očekávání klesala na historicky nejnižší hodnoty
- Vklady domácností/obyvatele: +33% během 2008 Q1–2013 Q3
- Dl. pokles tempa růstu pen. agregátů a rychlosti obratu peněz
- Řadu let trvající pokles cen nemovitostí (s výjimkou Prahy)

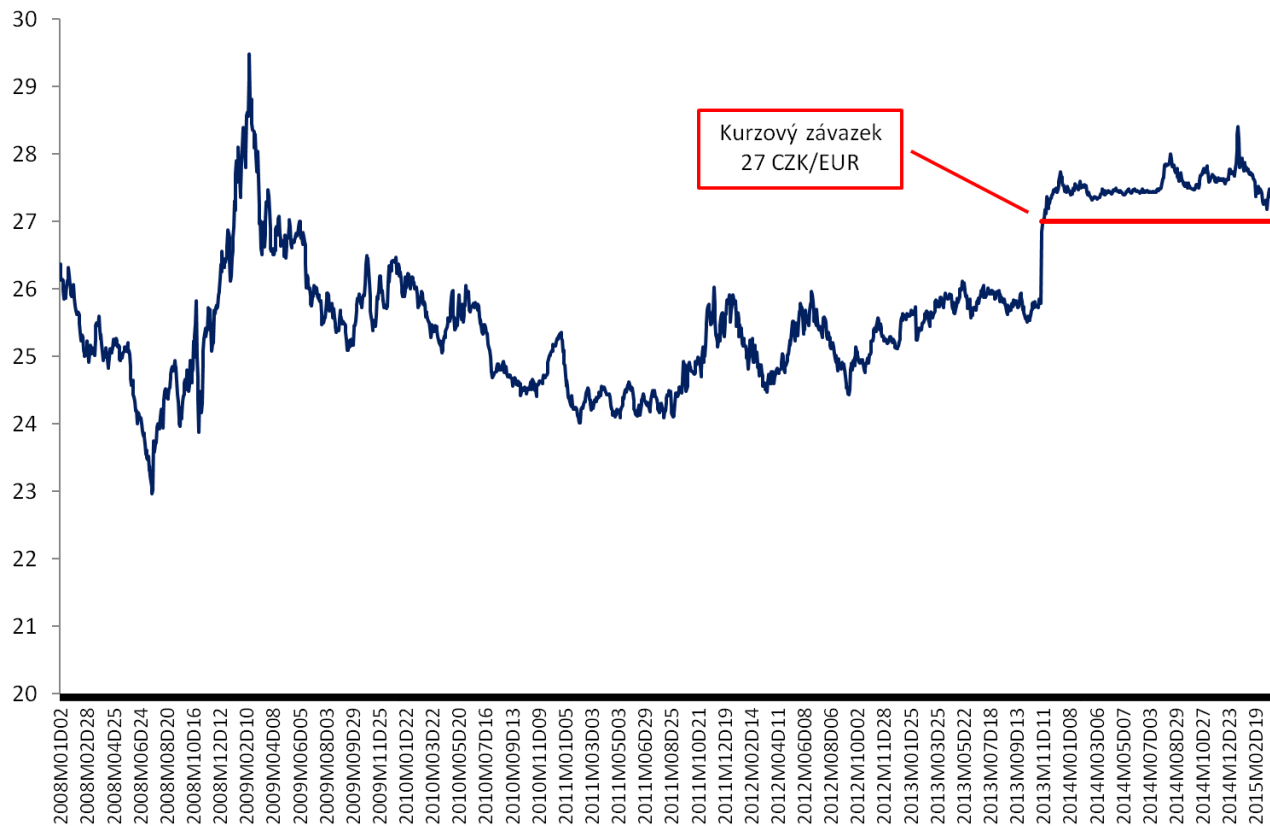
Setrvale narůstající dezinflační tlaky naznačovaly stále větší pokles inflace hluboko pod inflační cíl a reálné riziko propadu do deflace

Rozhodnutí BR ze 7. listopadu 2013

- ČNB oslabila kurz koruny na hodnotu poblíž 27 Kč/euro (přibližný ekvivalent snížení sazeb o cca 1 procentní bod)
- Vyslovila (jednostranný) kurzový závazek:
 - bude bránit přílišnému posílení koruny pod úroveň 27 Kč/euro
 - na slabší straně hladiny 27 CZK/EUR ponechá kurz pohybovat podle vývoje nabídky a poptávky na devizovém trhu
- Cílem oslabení koruny bylo:
 - odvrátit riziko reálně hrozící deflace
 - dříve dosáhnout inflačního cíle
 - rychleji oživit ekonomiku
 - dříve opustit hladinu nulových úrokových sazeb (a vrátit se k využívání základního měnověpolitického nástroje)

Měnový kurz se stal nově používaným nástrojem v režimu cílování inflace

Kurz koruny vůči euru (2. ledna 2008 – 20. dubna 2015)



Pramen: Eurostat, ČNB

Od vyhlášení asymetrického kurzového závazku se koruna pohybovala na jeho slabší straně

Měnová politika 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“
- 17.12.2014: „Deflační tlaky přicházející ze zahraničí jsou v tuto chvíli z významné části spojeny s pozitivním nabídkovým šokem, zejména s poklesem cen energetických komodit; teprve pokud by došlo k dlouhodobému posílení deflačních tlaků schopných způsobit propad domácí poptávky, obnovení rizik deflačního vývoje české ekonomiky a systematický pokles inflačních očekávání, bylo by třeba zvážit posun hladiny kurzového závazku na slabší úroveň“
- 5.2.2015: „ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém pololetí 2016“
- Prohlášení BR z 26.3.2015: „Pravděpodobnost posunutí kurzového závazku se oproti minulému zasedání BR zvýšila“

Po listopadu 2013 byla několikrát prodloužena platnost kurzového závazku

Co se stalo v české ekonomice po oslabení koruny

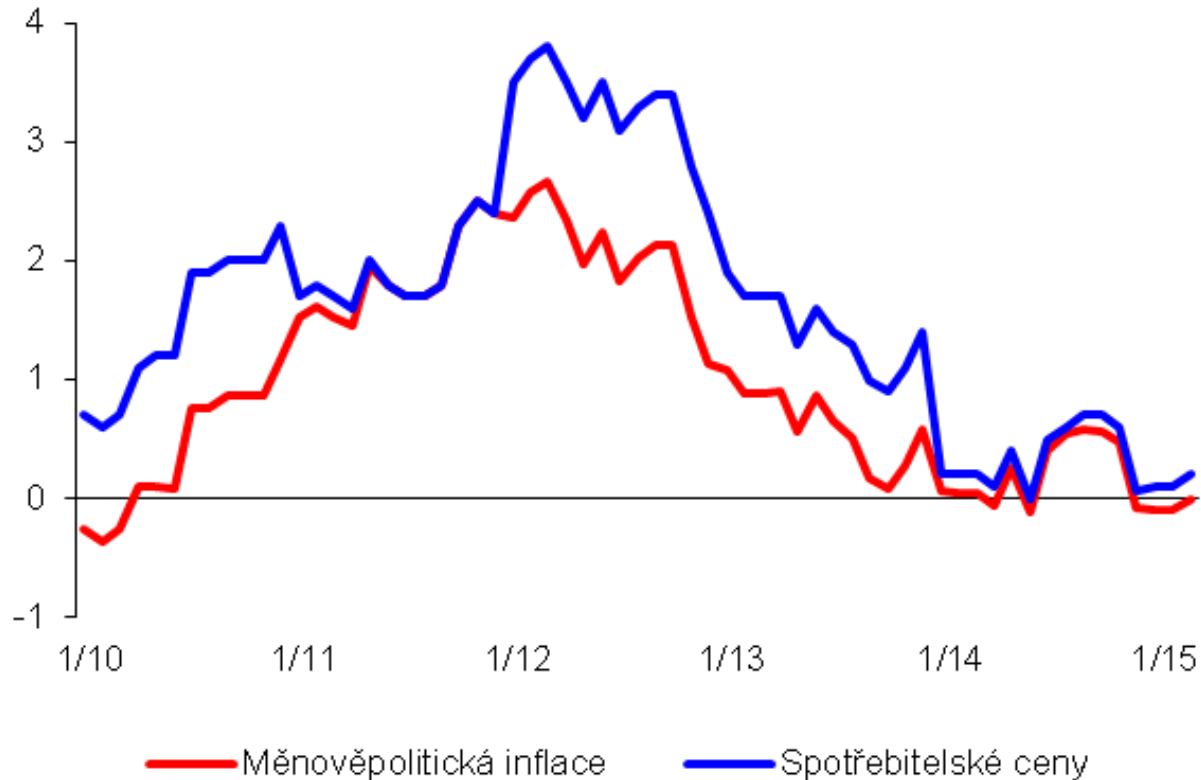
Srovnání makroekonomických veličin

	meziročně v %			
	Dostupné k 7.11.2013		Dostupné k 24. 4. 2015	
Hrubý domácí produkt (s.o.)	II/13	-1,3	IV/14	1,4
Výdaje domácností na konečnou spotřebu (s.o.)	II/13	0,0	IV/14	2,0
Tvorba hrubého kapitálu (s.o.)	II/13	-14,0	IV/14	-0,4
Index spotřebitelských cen	9/13	1,0	3/15	0,2
Index cen výrobců	9/13	0,6	3/15	-2,9
Obecná míra nezaměstnanosti (v %, s.o.)	III/13	7,0	IV/14	5,9
Průměrná nominální mzda celkem	II/13	1,2	IV/14	2,3
Počet volných pracovních míst (s.o.)	9/13	39 040	3/15	77 497
Hrubý provozní přebytek nefinančních podniků	II/13	1,3	IV/14	5,7
Souhrnný indikátor důvěry (index)	10/13	88,9	4/15	95,1
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu (s.o.)	9/13	0,3	2/15	6,8
Průmyslová produkce (s.o.)	9/13	1,8	2/15	4,4
Stavební produkce (s.o.)	9/13	-12,7	2/15	4,1

Pramen: ČSÚ, MPSV

Klíčové makroekonomické veličiny se vyvíjejí mnohem příznivěji než před listopadem 2013

Inflace (meziročně v %)



Pramen:
ČSÚ

Meziroční inflace se od prosince 2014 do února 2015 ustálila na 0,1%, v březnu vzrostla na 0,2%; měnově politická inflace v březnu stagnovala

Dopad různých faktorů na změnu hospodářského růstu ČR

	2013	2014	Rozdíl
HDP	-0,7%	2,0%	2,7 p.b.
<i>dopad:</i>			
Fiskálního impulzu	-0,95 p.b.	0,24 p.b.	1,20 p.b.
Růstu v eurozóně	0,4 p.b.	1 p.b.	0,6 p.b.
Oslabení koruny			0,9 p.b.

Pramen: ČNB, ČSÚ

Oslabení koruny bylo jedním z důvodů obratu
hospodářského vývoje

Měnová politika ČNB – shrnutí

- Když ČNB v listopadu 2012 vyčerpala možnost uvolňovat měnové podmínky pomocí konvenčních nástrojů (úrokových sazeb), začala využívat forward guidance a slovní intervence
- Posilování desinflačních tlaků během roku 2013 a zvýšení rizika deflace koncem roku 2013 vyvolaly potřebu dalšího výrazného uvolnění měnových podmínek; ČNB k tomu použila oslabení kurzu, který se stal v situaci nulových sazeb dalším (nekonvenčním) nástrojem měnové politiky
- Kurzový závazek vnesl do vývoje kurzu koruny nebyvalou stabilitu
- Posilování dezinflačních tlaků během 2014 (nejprve v důsledku nižší než očekávané zahraniční inflace a později v důsledku pozitivního nabídkového šoku) vedlo k několikerému prodloužení kurzového závazku
- Bez oslabení koruny by HDP v roce 2014 vzrostl o 0,4% a inflace by koncem roku 2014 byla nižší než -2%
- Využitím kurzu jako přímého nástroje se politika ČNB podobá politice SNB; rozdíl: frank je vnímán jako „bezpečný přístav“

Oslabením koruny se zabránilo deflaci a napomohlo k oživení ekonomiky – oslabení splnilo svůj účel

Děkuji za pozornost



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

miroslav.singer@cnb.cz
Tel: +420 224 412 000