



Měnová politika: Ohlédnutí do minulosti a výhled

David Marek

duben 2014

Jak se „dělá“ měnová politika

- Důvod pro měnovou politiku:
 - stabilní nízká inflace
 - stabilizace reálné ekonomiky v rámci hospodářského cyklu
- Režimy měnové politiky
 - cílování inflace (ČNB, ECB, BoE)
 - cílování peněžních agregátů (dříve Bundesbank)
 - pevný FX kurz (případně ve formě „currency board“)
 - „just do it“ (bez explicitního kvantitativního cíle, dříve Fed)

Jak se „dělá“ měnová politika

- Obvyklá praxe – Taylorovo pravidlo/reakční funkce:

$$i = r + \text{CPI} + (a * (\text{CPI} - \text{cíl})) + (b * \text{Okun} * (\text{NAIRU} - \text{nezaměstnanost}))$$

i ... úroková sazba centrální banky

r ... neutrální reálná úroková sazba

a, b ... váhy pro inflační odchylku a cyklickou nezaměstnanost

NAIRU ... míra nezaměstnanosti neakcelerující inflaci / strukturální nezaměstnanost

- Transmise měnové politiky
 - centrální banka ovlivňuje krátkodobé úrokové sazby, aby ovlivnila dlouhodobé sazby na finančním trhu a skrze ně klientské sazby bank, za které jsou poskytovány úvěry firmám a domácnostem
 - zároveň artikulace inflačního cíle má ovlivnit inflační očekávání

Jak se „dělá“ měnová politika

- Nezbytné předpoklady :
 - Nezávislost na vládě (měnovou politiku nelze využít k „tištění“ peněz pro splácení státního dluhu)
 - Důvěryhodnost – schopnost ovlivnit očekávání:

„Not all Germans believe in God, but they all believe in the Bundesbank.” (Jacques Delors, president of the European Commission)

Alternativní měnová politika

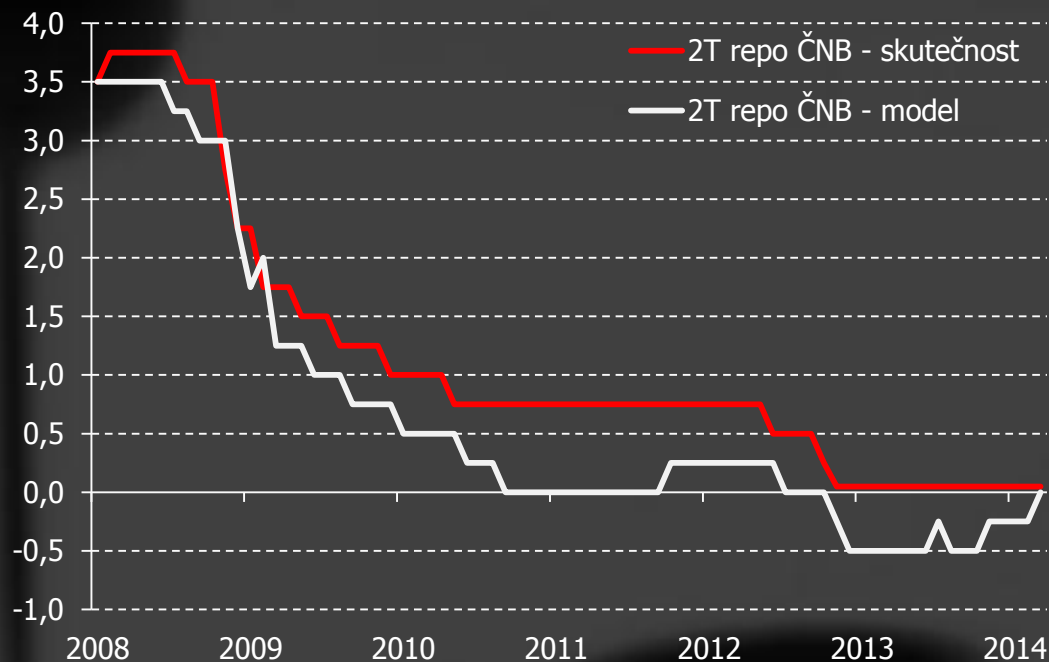
- Při poklesu úrokových sazeb na nulu musely centrální banky nalézt cestu, jak ekonomice pomoci jiným způsobem.

*„Does an economy with a zero nominal interest rate follow more or less the same economic laws as it does in normal times—except that one variable is stuck at zero? Or is the situation more akin to physics at zero gravity, or near absolute zero temperature, where behavior is fundamentally different, even strange?“
(Alan S. Blinder, Princeton University)*

- Odpovědi jsou:
 - kvantitativní uvolňování: centrální banka nakupuje dlouhodobé dluhopisy za účelem snížení dlouhodobých úrokových sazeb
 - záporné úrokové sazby (Dánsko, dříve Švédsko)
 - devizové intervence: omezení nadměrného posilování kurzu měny (Švýcarsko), využití kurzu k oslabení měnových podmínek (ČR)

Měnová politika v ČR

ČNB x model reakční funkce



Zdroj: ČNB, Patria Finance

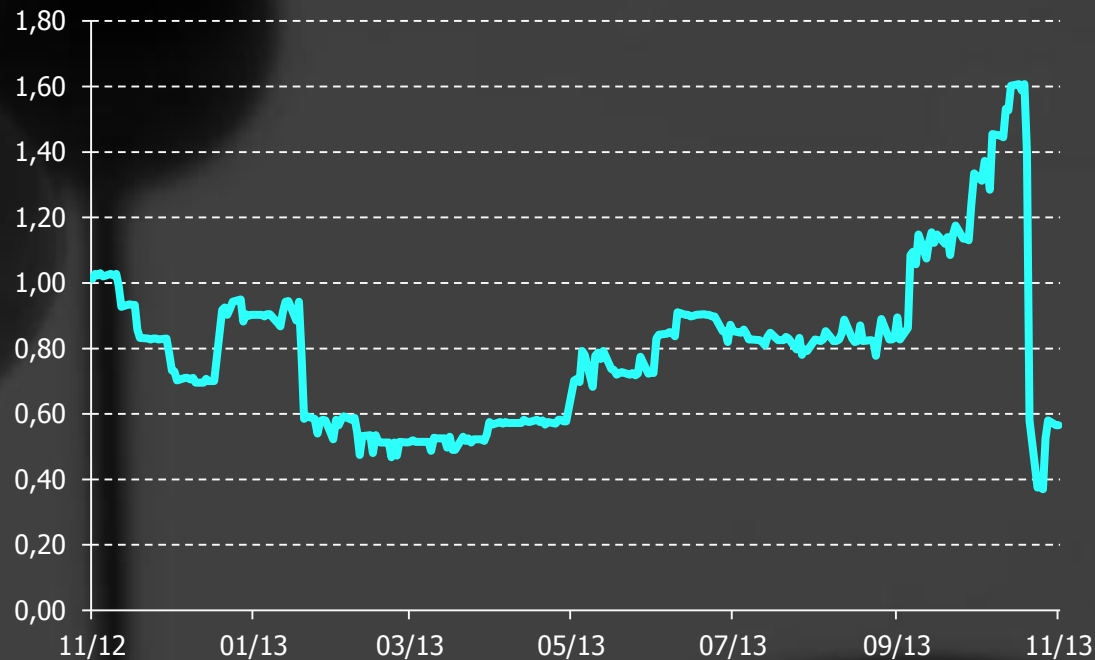
- Vývoj HDP a inflace identifikovaly potřebu výrazného uvolnění měnové politiky. Z ex-post pohledu měla ČNB postupovat v posledních 5 letech razantněji

Cesta k intervenci

- V listopadu 2012 ČNB snížila klíčovou úrokovou sazbu na „technickou nulu“ 0,05% (níže nemohla jít kvůli tomu, že některá legislativně zakotvená penále jsou navázaná na úrokové sazby ČNB)
- Nicméně měnové podmínky (úrokové sazby, devizový kurz) stále neodpovídaly ekonomické situaci => model indikoval potřebu snížit úrokové sazby na -0,5% ... nebo přistoupit k devizovým intervencím a oslabit kurz koruny.
- V reportu před jednáním ČNB, kde bylo rozhodnuto o intervenci, jsme varovali: „... adekvátní úroveň měnových podmínek by měl zajistit kurz koruny. ... Po dosažení aktuálních dat a prognóz do reakční funkce nyní vychází interval 26,70-26,80 CZK/EUR.“
- ČNB rozhodla oslabit kurz na 27,0 CZK/EUR

Očekávání intervence na trhu

EURCZK 1M risk reversal (25d)



Zdroj: Bloomberg

- Devizový trh rostoucí riziko intervencí ČNB vnímal, jak je patrné z ocenění FX opcí.

Překvapení pro ekonomy

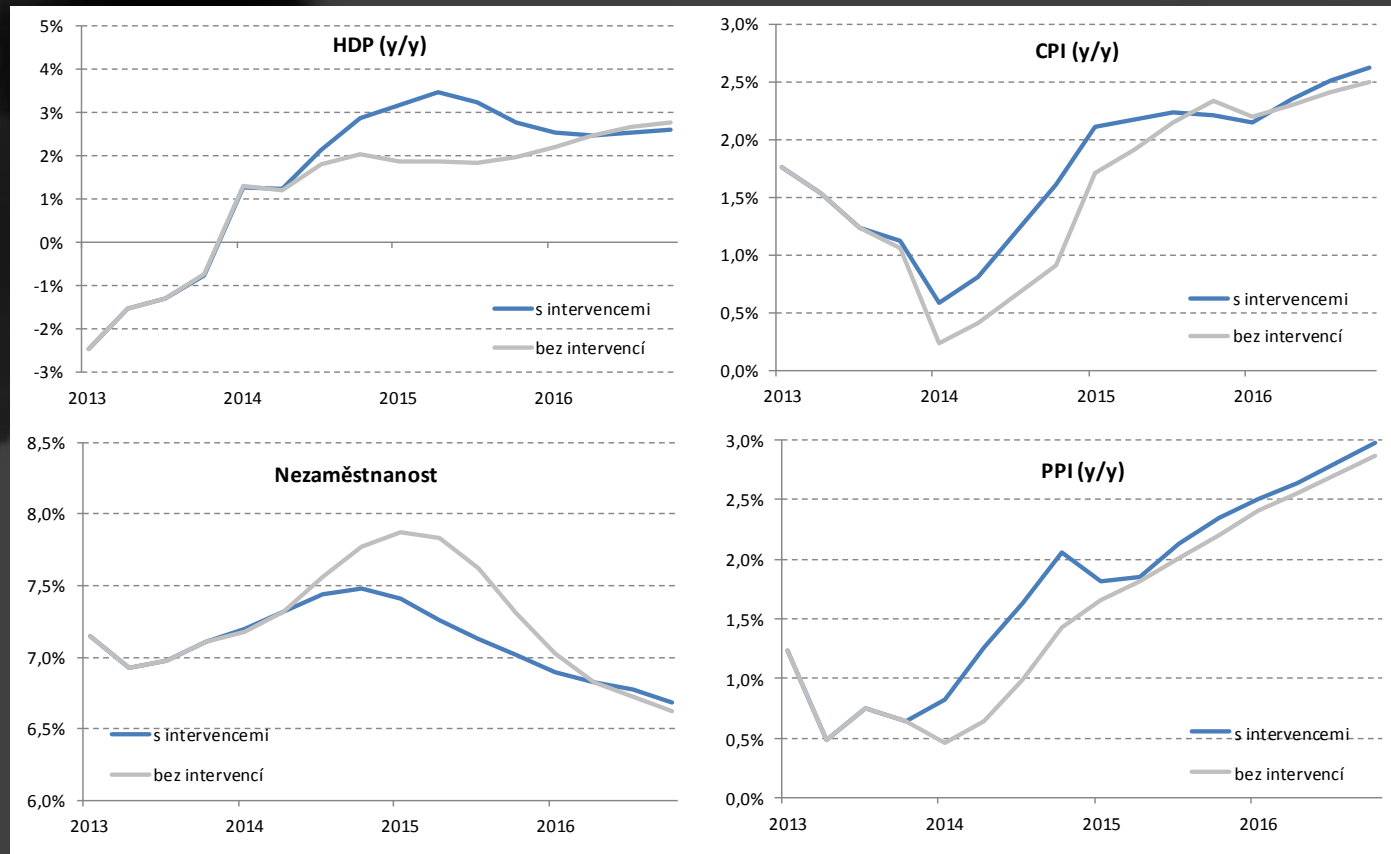
Anketa agentury Reuters před jednáním ČNB:

Question: Will the bank decide to launch interventions at its November session?

Organization	Answer
1) 4CAST	no
2) Barclays Capital	no
3) Capital Economics	no
4) Ceska Sporitelna	no
5) Citibank	---
6) CN Finance	no
7) CSOB unit of KBC	no
8) Danske Bank	no
9) GE Money Bank	no
10) Generali PPF AM	no
11) Goldman Sachs	---
12) J&T Banka	no
13) Komerční Banka	no
14) Moody's Analytics	no
15) Next Finance	no
16) Patria Finance	yes
17) Raiffeisenbank	no
18) UniCredit GR	no

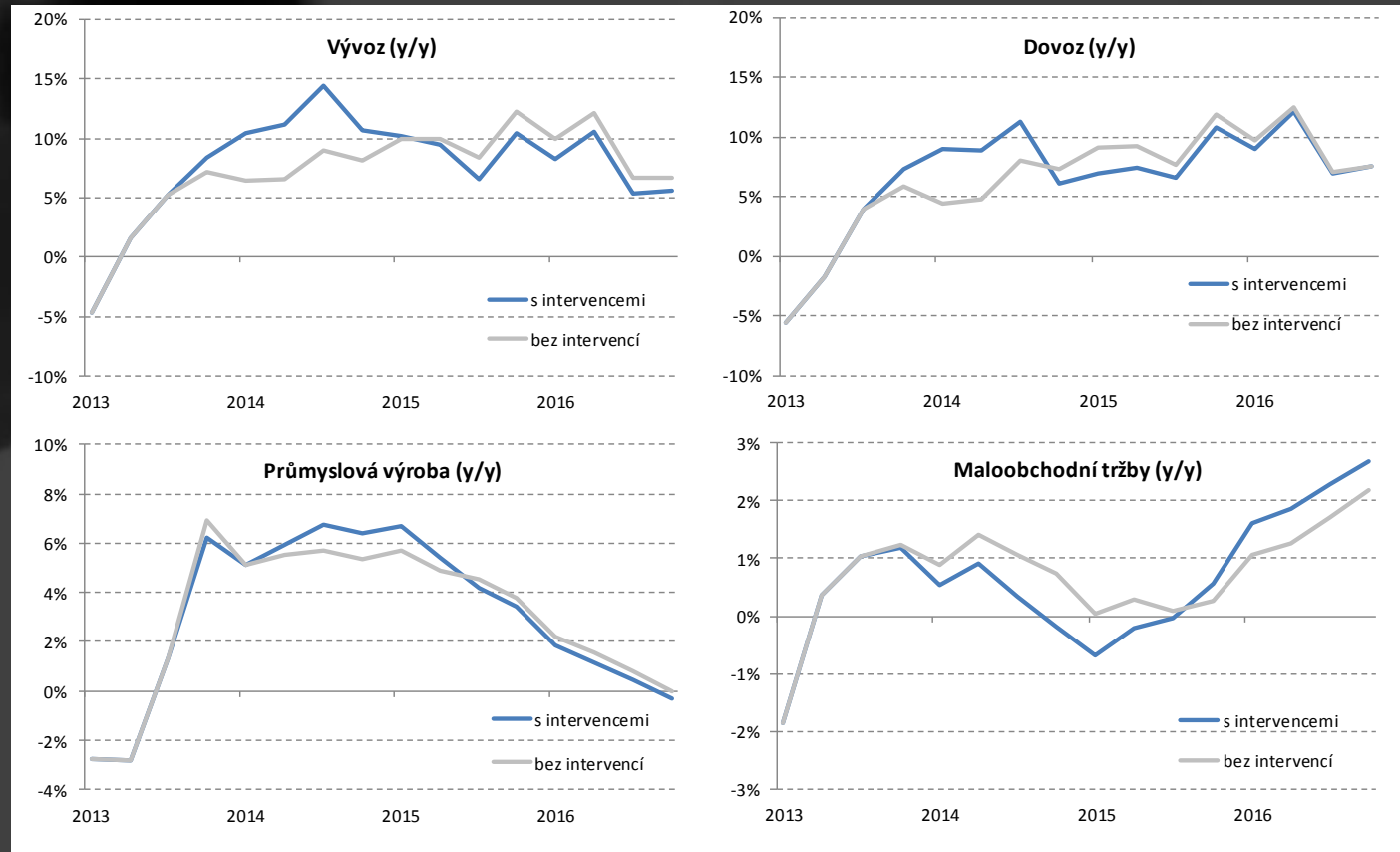
Zdroj: Thomson Reuters

Předpokládané dopady



Zdroj: Patria Finance

Předpokládané dopady



Zdroj: Patria Finance


Půl roku poté ...

- Vývoz leden-únor: +16,2% meziročně (důvodem je především vnější vývoj, vliv slabší měny se projeví později)
- Průmysl leden-únor: +6,2% meziročně, nové zakázky +16,6% meziročně (zahraniční +22,1%, domácí +6,9%)
- Maloobchodní tržby leden-únor: +7,2% meziročně, automobily +19,4% (efekt FX intervencí patrně silnější, než se očekávalo)
- Na druhé straně inflace zůstává nízká i přes růst dovozních cen: CPI leden-březen 0,2% meziročně, PPI -0,7% meziročně, cen tržních služeb -1,1% meziročně, ceny stavebních prací -0,3% meziročně.

A co dál?

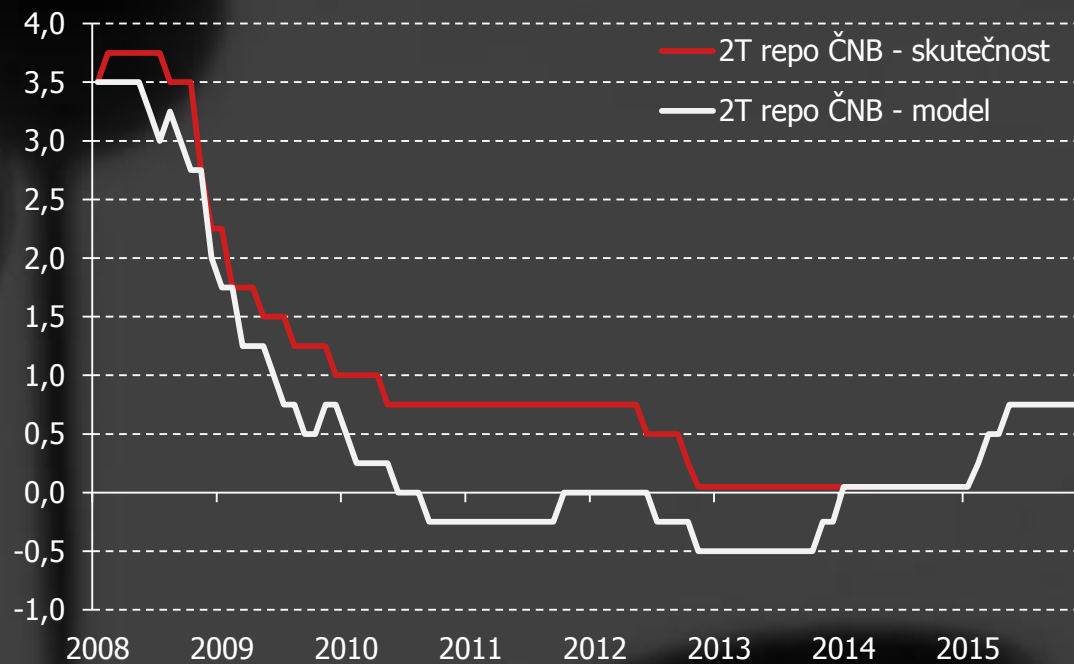
- Kurz koruny:
 - Akcelerace ekonomiky a nízká inflace dávají měnové politice protichůdné signály ...
 - ... ČNB bude chtít dostat slibu, že kurz zůstane nad 27 CZK/EUR do začátku příštího roku (mimo jiné kvůli své kredibilitě)
 - Exit strategie
 - Komunikace omezující spekulace na konec kurzového závazku
 - Možnost výrazné aktivity ČNB na FX trhu k vyhlazení vývoje kurzu po ukončení závazku

A co dál?

- Úrokové sazby:
 - Po ukončení kurzového závazku a návratu ke standardnímu režimu měnové politiky může přijít poměrně brzo zvyšování úrokových sazeb.
 - Podle aktuální prognózy ČNB by měla být hlavní úroková sazba (2T repo; aktuálně 0,05%):
 - 0,70% v 1Q/2015
 - 0,80% v 2Q/2015 To představuje například zvýšení 3x o 25 bps během první poloviny roku
 - Finanční trh přitom v horizontu roku se zvýšením nepočítá: 3M PRIBOR 0,37% versus FRA 12x15 0,36% (prognóza ČNB pro 3M PRIBOR v 1Q 2015: 1,0%)

A co dál?

Model reakční funkce ČNB



Zdroj: ČNB, Patria Finance

Poslední slova

„The men who guided the world’s leading central banks through the mega crisis had different assumptions, challenges, and approaches to leadership. But their common legacy is this: As ugly as the global economy looked five years after the onset of crisis, no war had broken out among the great global powers. Europe remained united. There had been no confidence-shattering hyperinflation or, outside of perhaps Greece and Spain, economic depression. None of this was a certainty. Peace and prosperity are never as deeply entrenched as they may seem at times when things are going well. Rather, they require people like Bernanke, King, and Trichet to safeguard them, often by doing things that are wildly unpopular. It may seem like damning by faint praise, but a catastrophe averted is no small thing.”
(Neil Irwin, *The Alchemists: Three Central Bankers and a World on Fire*)



Děkuji za pozornost

David Marek

Patria Finance