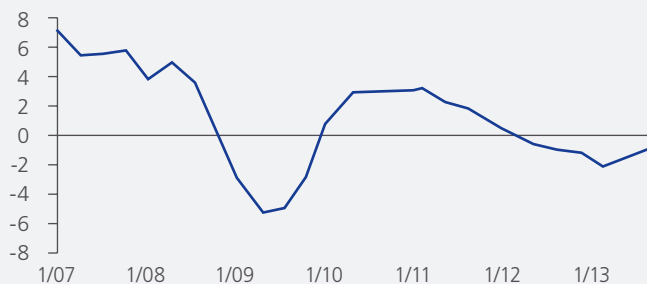


KURZ JAKO NÁSTROJ MĚNOVÉ POLITIKY

Proč Česká národní banka přistoupila k oslabení kurzu koruny

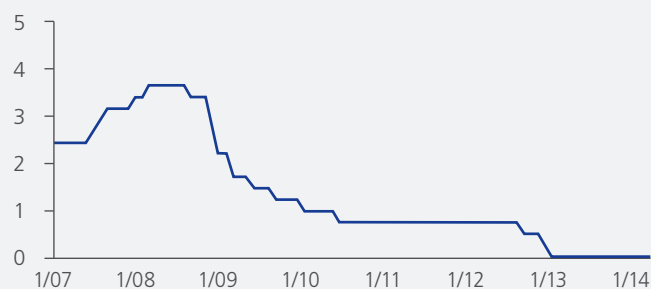
Následkem světové finanční a ekonomické krize růst české ekonomiky v roce 2008 prudce zpomalil a následující rok se hospodářství propadlo o více než čtyři procenta. Následovaly dva roky pozvolného oživení, po nichž však ekonomika v letech 2012 a 2013 opět oslabovala. To se nepříznivě odrazilo v nárůstu nezaměstnanosti, snížení příjmů a spotřeby domácností, stejně jako zisků a investic firem. Česká národní banka reagovala na zmíněný vývoj tím, že zcela využila svůj hlavní měnověpolitický nástroj, když postupně snížila úrokové sazby na technickou nulu (0,05 %). Současně s poklesem úrokových sazeb na technicky nulovou úroveň se ČNB na podzim roku 2012 zavázala, že na této hladině budou úrokové sazby ponechány tak dlouho, jak bude potřeba. Jelikož ovšem úrokové sazby nelze snížit do záporných hodnot, ČNB od podzimu roku 2012 sdělovala, že je připravena použít ostatní nástroje, bude-li třeba dále uvolnit měnovou politiku. Po důkladném zvážení banka vybrala měnový kurz. Tento nástroj je pro Českou republiku, která je malou otevřenou ekonomikou s dlouhodobým přebytkem likvidity v bankovním sektoru, vhodnější než například nákup státních dluhopisů.

Obrázek 1: Růst HDP



Již samotné vyhlášení ČNB, že je připravena použít kurz k uvolnění měnové politiky, vedlo koncem roku 2012 a začátkem roku 2013 k oslabení a následné stabilizaci kurzu koruny, což zbrzdilo deflační tendence a pomohlo ekonomice se přeci jen trochu nadechnout.

Obrázek 2: Hlavní úroková sazba ČNB



Ukázalo se však, že recese a útlum na trhu práce odeznívají jen velmi pomalu a jejich protiinflační dopady vedou spolu s poklesem cen surovin a energií k dalšímu snižování inflace. Krátkodobý výhled ČNB z konce roku 2013 ukazoval na vzrůstající riziko deflace. Ceny mnoha položek spotřebního koše (zejména ceny spotřebního zboží) přitom klesaly již delší dobu a hrozilo, že klesající ceny budou domácnostmi a firmami brány jako samozřejmost a budou zapracovány do jejich očekávání i mzdového vývoje. To by však mělo pro českou ekonomiku neblahé důsledky. Proto se v listopadu 2013 ČNB rozhodla v souladu se svým zákonným mandátem, kterým je péče o cenovou stabilitu, a v souladu se svojí předchozí komunikací začít využívat kurz koruny jako další nástroj měnové politiky.

Co by hrozilo bez zásahu ČNB

Kdyby ČNB dále neuvolnila měnovou politiku, hrozilo, že se do té doby poměrně stabilní kurzový vývoj přeruší a koruna začne výrazně posilovat. Současně by podniky, domácnosti a finanční trhy ještě více sázely na další pokles cen, a byly by tak méně ochotné čerpat úvěry i při rekordně nízkých úrokových sazbách. Následně by dále zesílily protiinflační tendence a počinající oživení by se zbrzdilo či úplně zastavilo. Ekonomika by tím mohla spadnout do další vlny recese či dokonce do deflace, tj. do setrvalého poklesu cenové hladiny. Pokles cenové hladiny by vedl k dalšímu posílení kurzu a deflačních očekávání a česká ekonomika by se tak mohla ocitnout v začarovaném kruhu, který ekonomové nazývají deflačně-recesní spirála.

Pokles cen nakupovaného zboží a služeb, který je z pohledu jednotlivého spotřebitele zdánlivě pozitivní, je na úrovni národního hospodářství jevem krajně nepříznivým a nevitným. Centrální banky všude ve světě se maximálně snaží rizikům takového vývoje předcházet. V očekávání poklesu cen totiž řada podniků či domácností odkládá nákupy na pozdější dobu. To ovšem vede k tomu, že chybí, resp. se v čase odsouvá poptávka. Není-li poptávka, není potřeba tolik vyrábět, firmy propouštějí, snižují se příjmy domácností i zisky podniků, což tlačí na další pokles cen. Takto se celý proces opakuje stále dokola. Pokles cen a příjmů zvyšuje reálnou hodnotu dluhů a způsobuje problémy s jejich splácením. Z deflačně-recesní spirály není snadného úniku. Silně negativní zkušenost s deflačním vývojem ekonomik ve 30. letech minulého století je v tomto ohledu stále výrazným mementem pro všechny hospodářskopolitické autority, zejména pak pro centrální banky. Negativní zkušenost s deflací má v posledních dvou desetiletích rovněž Japonsko. ČNB se proto v souladu se svým mandátem péče o cenovou stabilitu rozhodla konat tak, aby výše uvedené riziko vyloučila, tj. aby zajistila rychlejší návrat inflace do dvouprocentního cíle, tedy do bezpečné vzdálenosti od deflačních hodnot.

Obrázek 3: Inflace očištěná o primární vliv daní



Podkladem pro rozhodnutí o dalším uvolnění měnové politiky byly ekonomické analýzy ČNB. Tyto analýzy ukázaly, že by se při nečinnosti měnové politiky mohla česká ekonomika v roce 2014 dostat do deflace trvající přinejmenším dvě až tři čtvrtletí. To je ovšem velmi optimistický předpoklad. Jak totiž ukazuje historická zkušenost, deflací může být velmi obtížné zastavit, jakmile se jednou rozjede. Proto je její včasná prevence vždy lepší než pokusy o následnou léčbu.

Přínosy oslabeného kurzu

Po důkladném zvážení všech rizik se bankovní rada v listopadu 2013 rozhodla začít používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek. ČNB se zavázala intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Tento kurzový závazek ČNB je asymetrický, tzn., že ČNB bude bránit posílení kurzu koruny pod úroveň 27 korun za euro. Naopak případné další oslabování nad hladinu 27 CZK/EUR nechává ČNB plně v rukou nabídky a poptávky na devizovém trhu.

Díky oslabení kurzu hrozba dlouhodobé deflační pasti pominula a ekonomický růst zrychlí. Podle únorové prognózy ČNB hrubý domácí produkt v roce 2014 vzroste o 2,2 %. Díky uvolnění měnové politiky poroste česká ekonomika v roce 2014 o více než 1 procentní bod rychleji, než by rostla bez tohoto zákroku. To současně znamená, že na trhu práce bude k dispozici o zhruba 35 tisíc pracovních míst více, než kdyby ČNB nezasáhla.

Obrázek 4: Kurz CZK/EUR



Oslabení měnového kurzu podpoří cenovou konkurenceschopnost českých vývozců, kteří zároveň budou za stejné množství utržených eur inkasovat více korun. Slabší kurz dále zvedne ceny dováženého zboží, což podpoří i na českém trhu poptávku po zboží domácího původu. Domácnosti a firmy uvidí, že se nevyplatí čekat na další pokles cen, a část domácností (zejména středně- a vysokopříjmových) a firem začne více spotřebovávat a investovat. Českým firmám vzroste odbyt, najmou více pracovníků a lépe své zaměstnance zaplatí. Vyšší příjmy a spotřeba domácností, stejně jako zisky a investice podniků, předznamenávají vyšší daňový výnos pro veřejné rozpočty. Hlavním přínosem pro občany je větší jistota udržení stávajícího zaměstnání či vyšší šance nalézt nové. Tyto přínosy jednoznačně převáží nad bezprostředními důsledky oslabení koruny, které mohou být v krátkém období nepříznivé, protože firmám zdraží nakupované suroviny, materiály a polotovary ze zahraničí a dražší budou i dovážené zboží a energie pro domácnosti.

Dopady oslabení kurzu do inflace přitom nebudou nijak dramatické, protože dovozní náročnost spotřeby domácností je jen zhruba čtvrtinová. Průměrná míra inflace v roce 2014 dosáhne přibližně 1,2 %, a bude tak druhá nejnižší za poslední desetiletí. V průměru za roky 2014 a 2015 pak bude inflace těsně pod 2% cílem ČNB.

Jak se provádějí intervence

Na základě mandátu uděleného bankovní radou nakupuje ČNB dle potřeby a podmínek na trhu zahraniční měnu tak, aby dosáhla požadovaného uvolnění měnových podmínek. Na nákup cizí měny může ČNB použít korunu v neomezeném množství, neboť českou měnu sama emituje v papírové i elektronické podobě. ČNB je rozhodnuta intervenovat v takovém objemu a tak dlouho, jak bude potřeba k tomu, aby udržela zvolenou úroveň měnového kurzu, odvrátila riziko deflace a postupně vrátila inflaci k 2% cíli.

Adekvátnost zvolené úrovně kurzu bude ČNB průběžně monitorovat a v případě potřeby nelze vyloučit její přehodnocení. Ke změně cílového kurzu by však bylo třeba mnohem silnějšího impulsu a přehodnocení situace, než je tomu při změně úrokových sazeb.

Používání měnového kurzu jako nástroje měnové politiky skončí okamžikem, kdy bude v důsledku velmi významných inflačních tlaků k dosažení inflačního cíle zapotřebí významně zpřísnit měnovou politiku. Teprve tehdy ze strany ČNB dojde k ukončení intervencí a následně ke zvýšení úrokové sazby nad (technicky) nulovou úroveň. Přitom lze předpokládat, že potřeba uvolnění měnové politiky bude trvat delší dobu. Je tak pravděpodobné, že ČNB bude používat kurz jako nástroj měnové politiky přinejmenším do počátku roku 2015.