

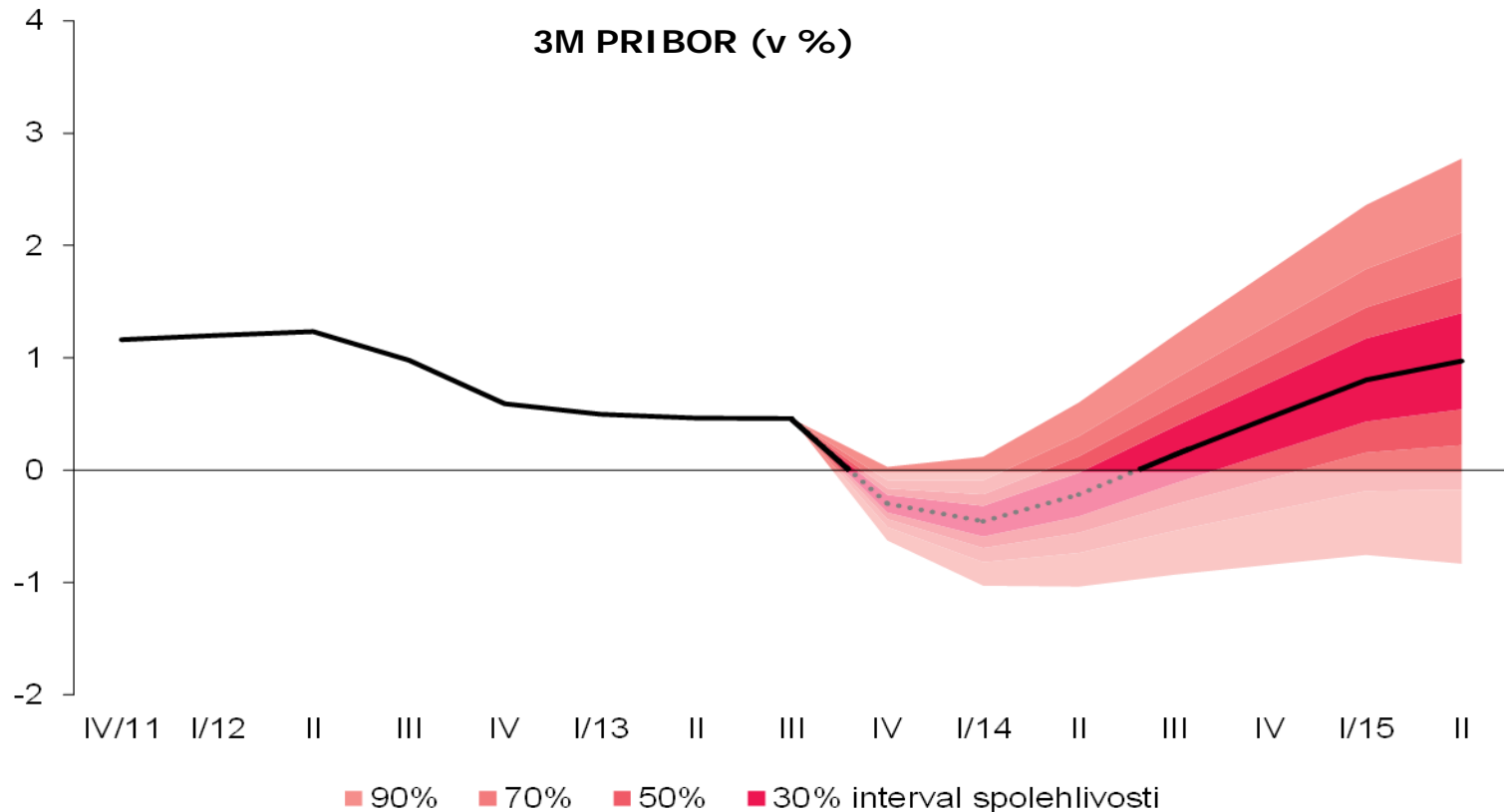
Příběh dvou scénářů (resp. tří až čtyř)

Tomáš Holub

Praha, 15. listopadu 2013

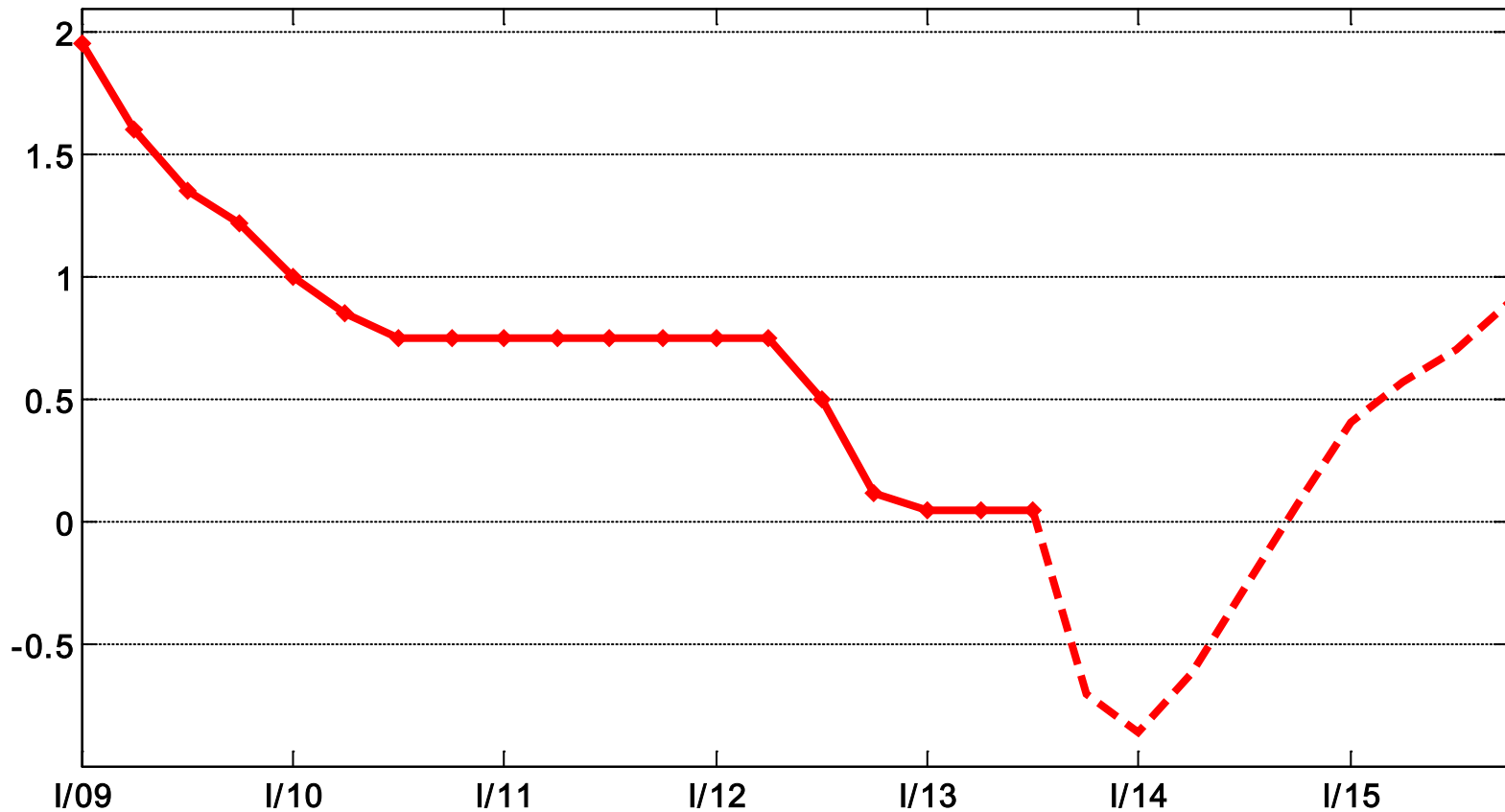
- Trajektorie úrokových sazeb a jejich „chybějící“ snižování
- Potenciální důsledky pasivní měnové politiky
- Základní scénář prognózy se zápornými úrokovými sazbami a alternativní scénář používání měnového kurzu jako nástroje
- Srovnání všech scénářů
- Shrnutí a závěry

- Trajektorie úrokových sazeb a jejich „chybějící“ snižování
- Potenciální důsledky pasivní měnové politiky
- Základní scénář prognózy se zápornými úrokovými sazbami a alternativní scénář používání měnového kurzu jako nástroje
- Srovnání všech scénářů
- Shrnutí a závěry



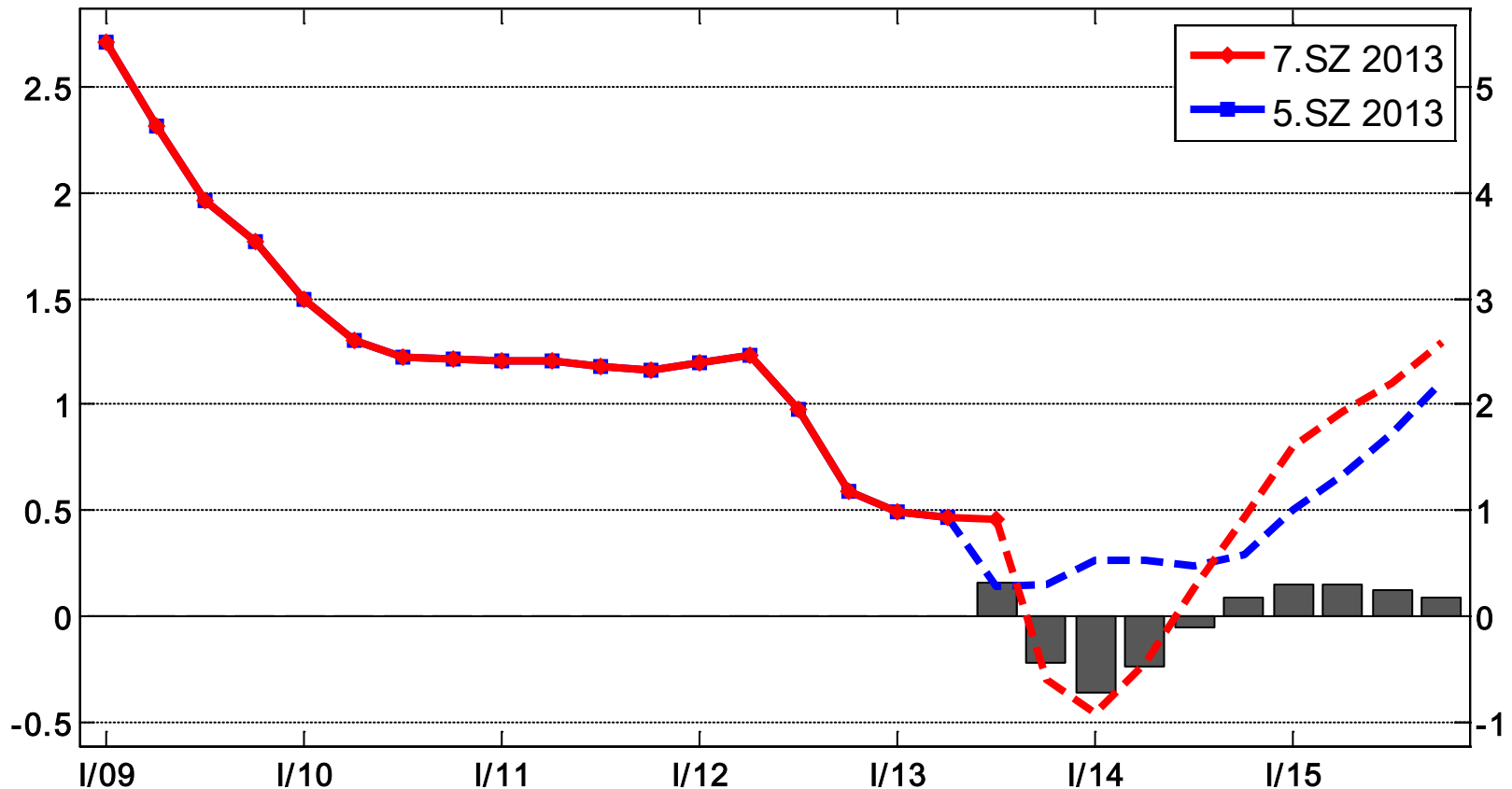
- S prognózou je konzistentní výrazný pokles tržních úrokových sazeb zřetelně pod nulovou úroveň a jejich nárůst nad současné hodnoty až ke konci roku 2014.
- To při existenci nulové dolní meze pro úrokové sazby (ZLB) ukázalo na potřebu uvolňování měnové politiky jinými nástroji.

2T repo sazba (v %)

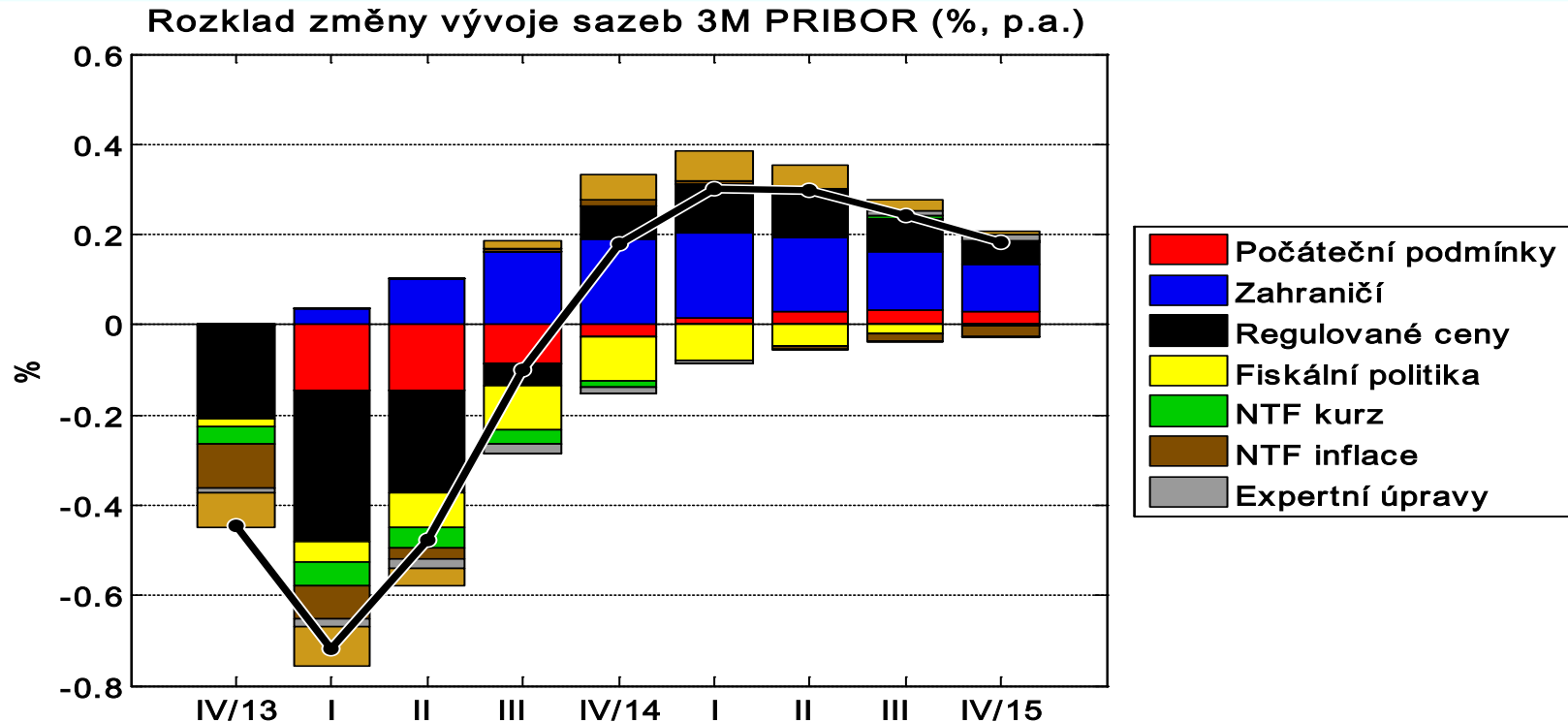


- Vzhledem k rizikové prémii na peněžním trhu ve výši 0.4 p.b. by prognózou implikovaná trajektorie sazby 3M PRIBOR znamenala 2-týdenní repo sazbu hypoteticky na úrovni -0,9 % počátkem roku 2014.

3M PRIBOR (v %)

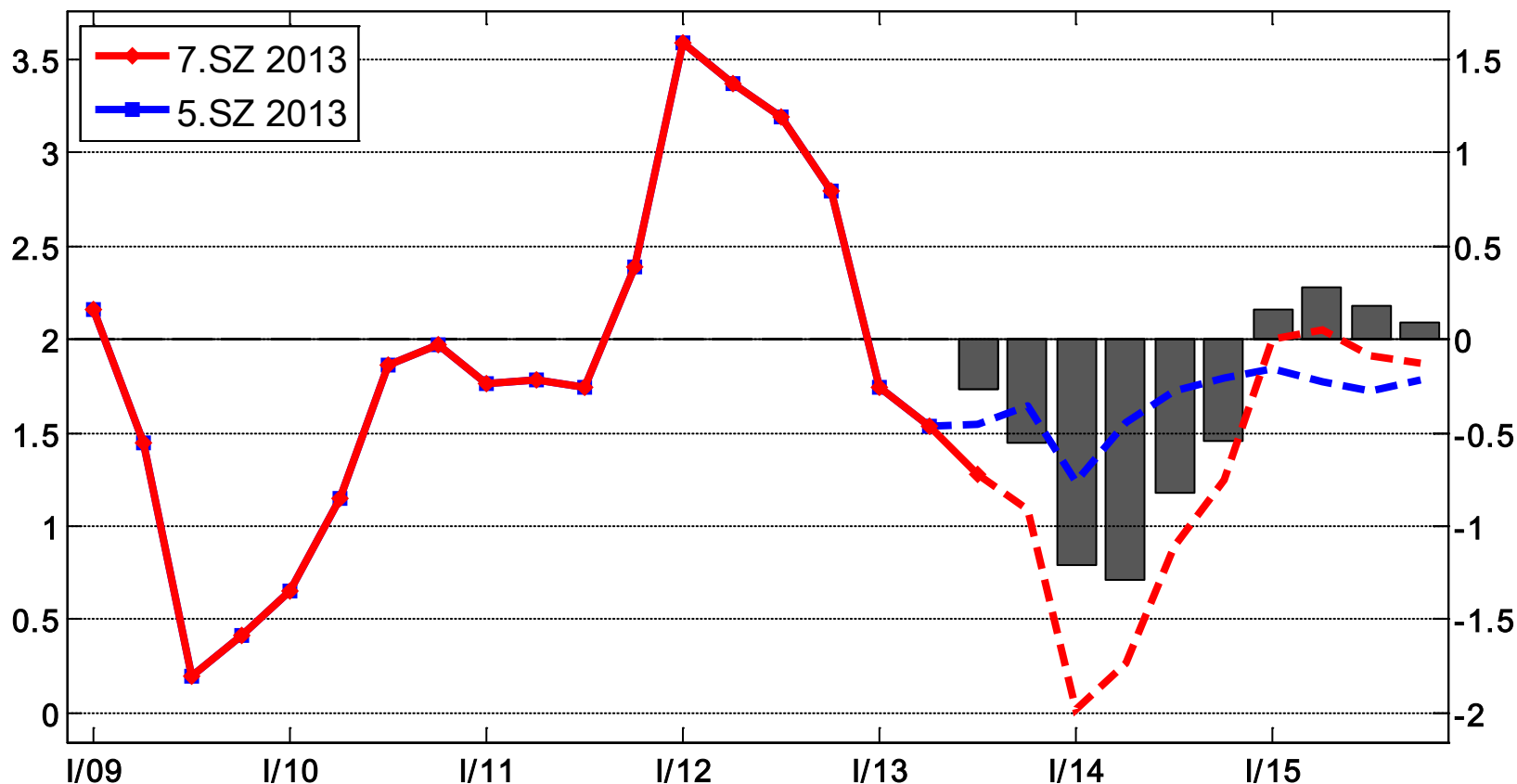


- Trajektorie úrokových sazeb se oproti minulé prognóze výrazně snížila (čtyři „chybějící“ snížení úrokových sazeb oproti dvěma minule).

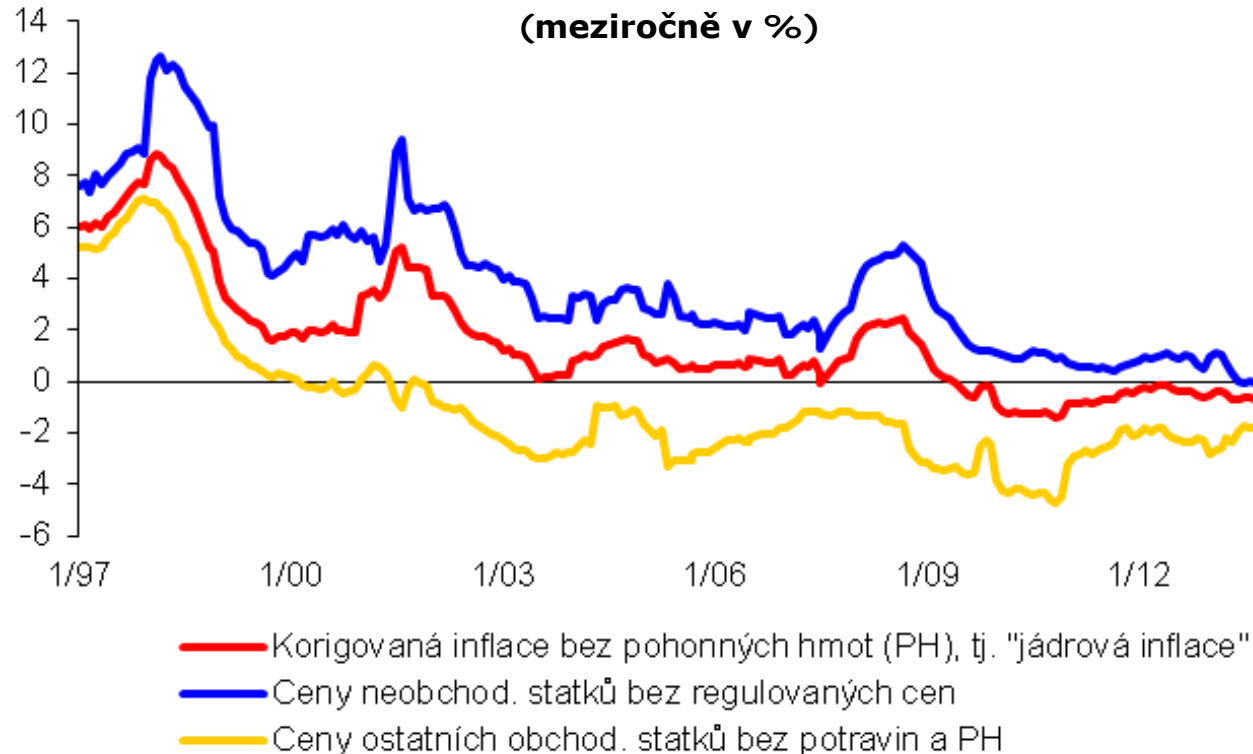


- Tlak na nižší úrokové sazby pochází z mnoha stran: nejde jen o výrazně nižší výhled regulovaných cen, ale i nižší čistou inflaci ve 2. pololetí 2013, utlumenější růst mezd (v rámci působení „počátečních podmínek“ prognózy) atd.
- Vliv směrem nahoru ze zahraničních sazeb je jen zdánlivý (tj. založený na překonaných tržních výhledech, viz nečekané snížení sazeb ECB).

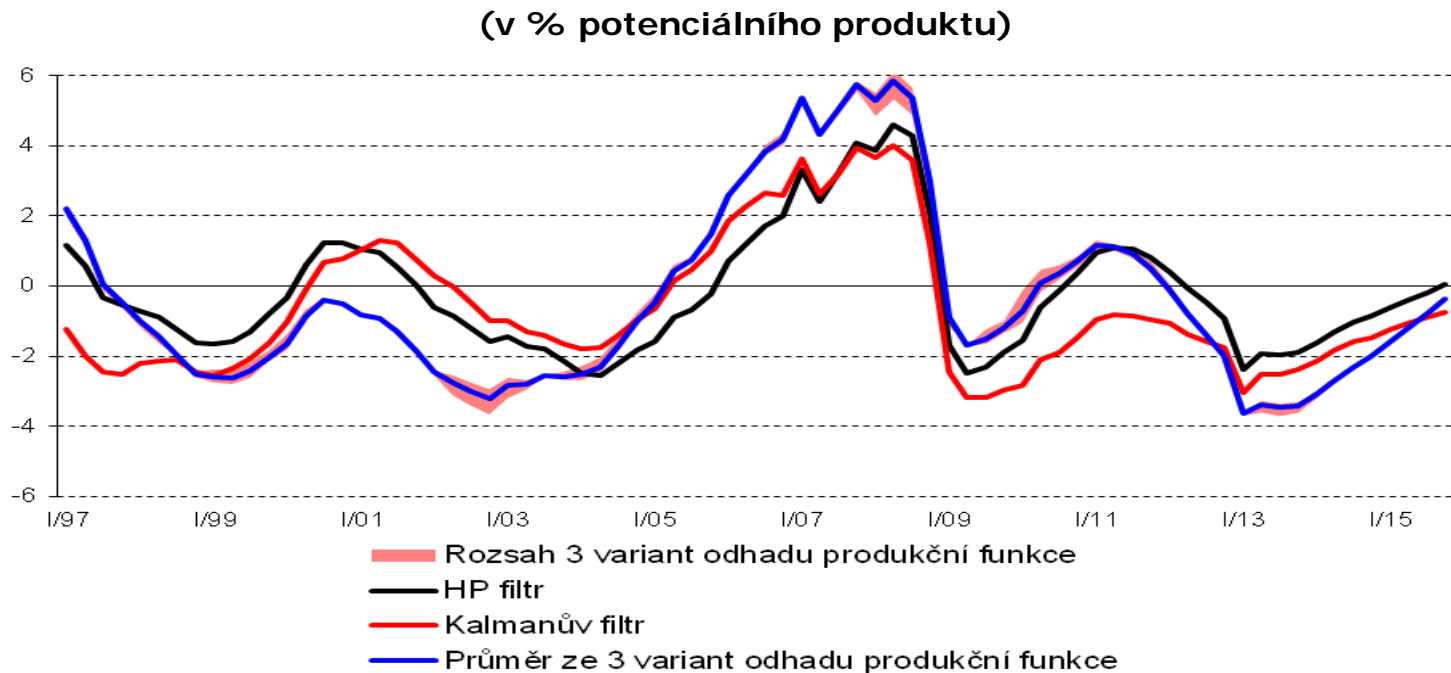
Celková inflace (% , mizr.)



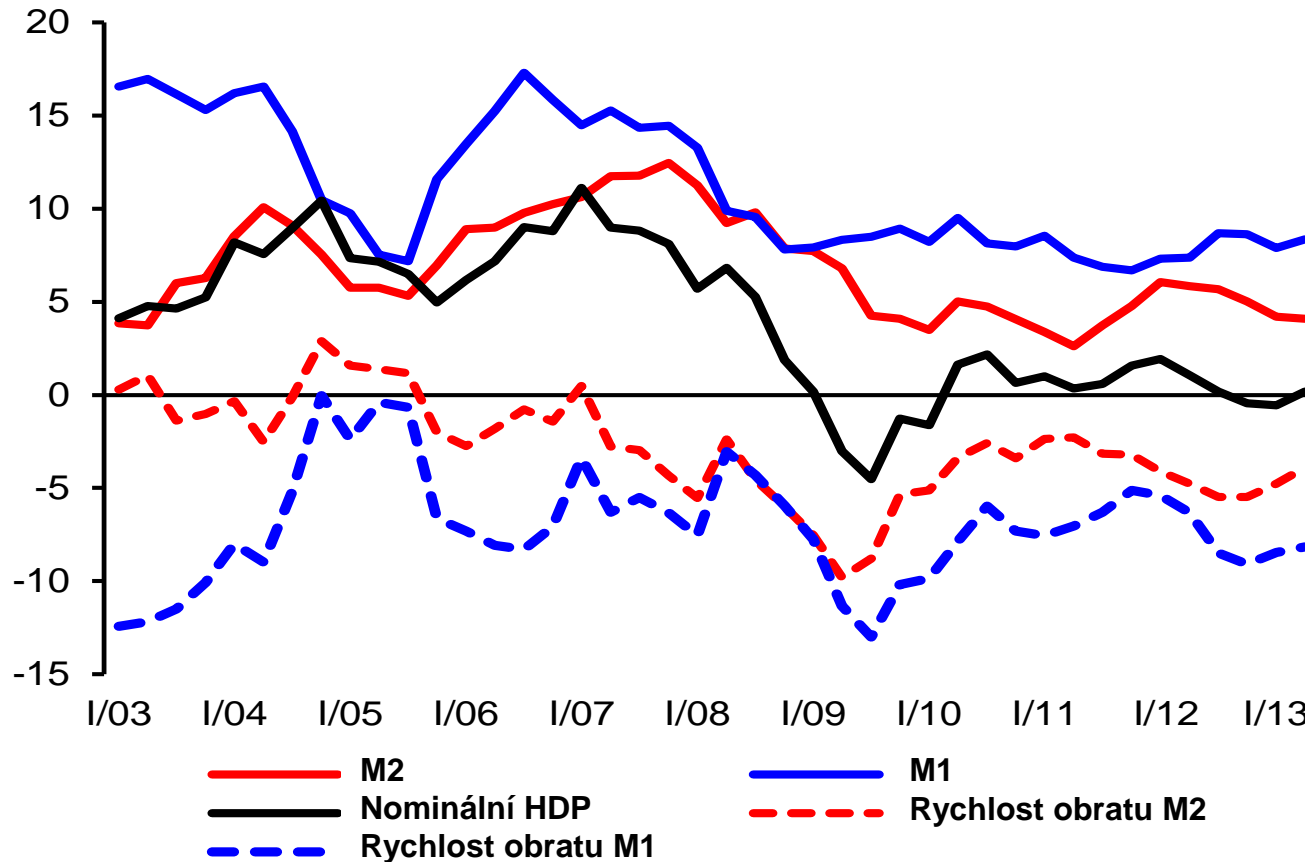
- Zároveň došlo k podstatnému snížení prognózy inflace pro rok 2014, a to pro 1. čtvrtletí až na nulu (resp. do lehce záporných hodnot pro měnověpoliticky relevantní inflaci).



- Nízká inflace není pouze odrazem poklesu regulovaných cen.
- Jádrová inflace je záporná již od poloviny roku 2009.
- Poprvé v moderní historii se zastavil růst cen neobchodovatelných statků (tj. služeb); a opět je nutno zdůraznit, že toto není pouze důsledek snižování cen v telekomunikacích.



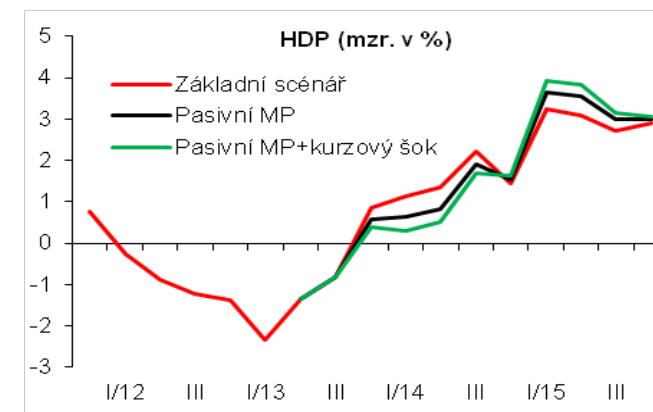
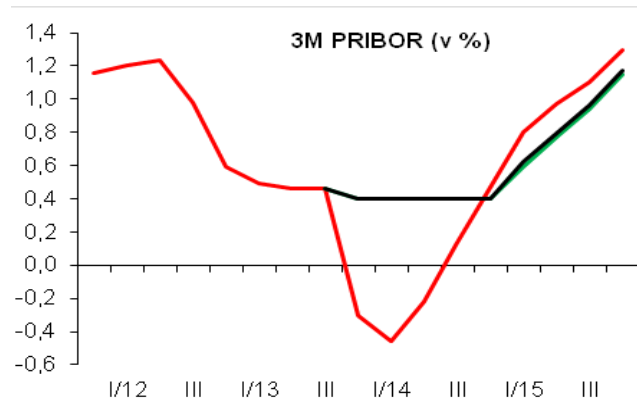
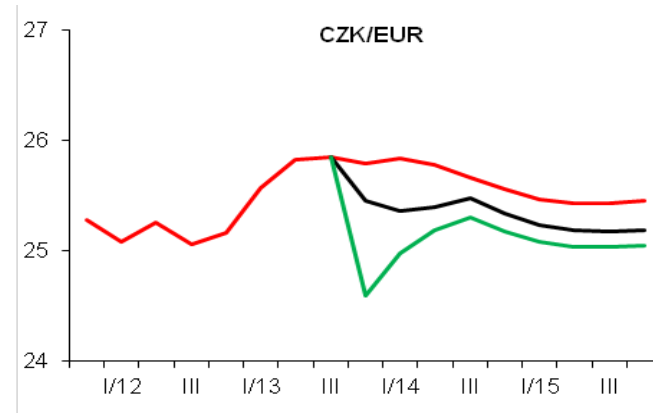
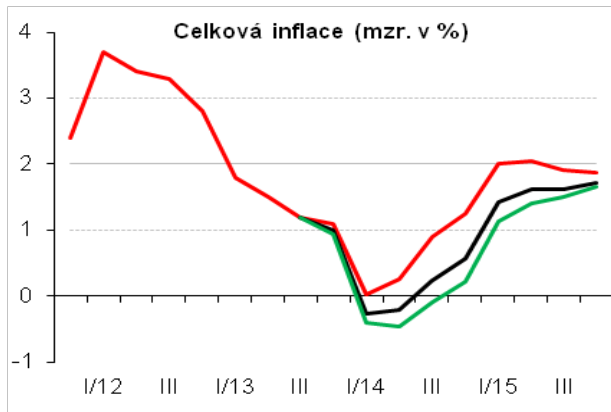
- Mezera výstupu momentálně činí -2 až -4 % (tj. je více záporná než v letech 1998-1999), a ani při záporných úrokových sazbách by k jejímu uzavření nedošlo před koncem roku 2015.
- Mírné oživení ekonomiky ve 2. čtvrtletí 2013, jakkoli je vítané, na tomto moc nezměnilo (+ předběžný odhad za 3. čtvrtletí je překvapivě špatný).
- Model založený na mezeře výstupu by pravděpodobně prognózoval ještě utlumenější vývoj cen než náš model g3.



- Peněžní agregáty pozvolna rostou, ale je to doprovázeno zřetelným poklesem rychlosti jejich obrátu.
- Vývoj nominálního HDP (které se rovná M^*V) se posunul ze záporných hodnot do blízkosti nuly ve 2. čtvrtletí 2013.

- Trajektorie úrokových sazeb a jejich „chybějící“ snižování
- **Potenciální důsledky pasivní měnové politiky**
- Základní scénář prognózy se zápornými úrokovými sazbami a alternativní scénář používání měnového kurzu jako nástroje
- Srovnání všech scénářů
- Shrnutí a závěry

- Klíčovou otázkou v této situaci bylo, jak by se ekonomika vyvíjela, pokud by měnová politika nezasáhla.
- Bylo by zcela nereálné očekávat stabilitu měnového kurzu při úrokových sazbách na nule, a také ostatní makroekonomické veličiny by se nemohly vyvíjet v souladu se základním scénářem prognózy.
- Nepřijetí žádného kroku ze strany ČNB poté, co byly překročeny všechny doposud komunikované hranice pro spuštění intervencí, by učinilo dosavadní verbální intervence nevěrohodnými a pasivita měnové politiky by se stala plně očekávanou.
- Byl proto nasimulován scénář pasivní měnové politiky, a to ve dvou verzích lišících se mírou jejich nepříznivého dopadu.
- Jedná se o scénář typu „co by, kdyby...“, který v praxi nebudeme pozorovat, je ho však třeba mít na paměti při hodnocení měnové politiky.

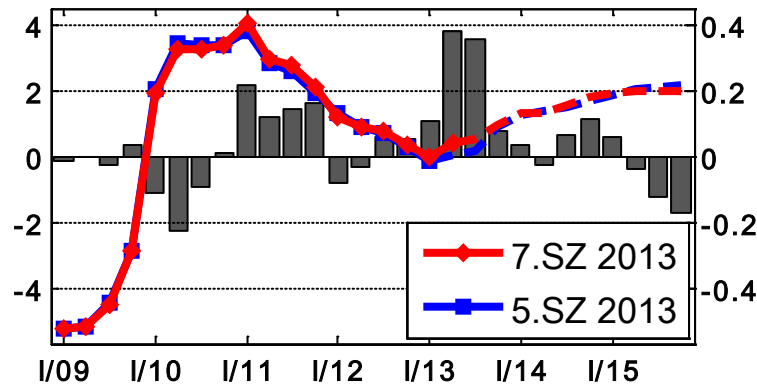


- Inlace by byla záporná minimálně 2-3 čtvrtletí, koruna by posílila a oživení ekonomické aktivity by přišlo později.
- Rizika směrem dolů: v krátkém období nadměrné posílení kurzu; v dlouhém období ztráta ukotvenosti inflačních očekávání (v modelu se inflace vždy vrací k cíli, ale bylo by tomu tak i ve skutečnosti?).

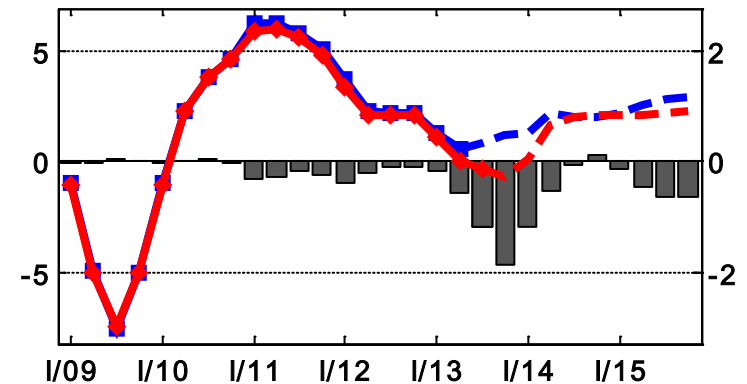
- Trajektorie úrokových sazeb a jejich „chybějící“ snižování
- Potenciální důsledky pasivní měnové politiky
- **Základní scénář prognózy se zápornými úrokovými sazbami a alternativní scénář používání měnového kurzu jako nástroje**
- Srovnání všech scénářů
- Shrnutí a závěry

- Se základním scénářem prognózy je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb, který v praxi nemůže nastat, což ukázalo na potřebu použití jiného nástroje měnové politiky.
- Rozhodnutím BR zahájit používání kurzu (poblíž 27 CZK/EUR) se alternativní scénář stal nejpravděpodobnějším popisem očekávaného budoucího ekonomického vývoje.
- Oba scénáře mají společné některé předpoklady např. ohledně vývoje v zahraničí nebo diskrečních opatření rozpočtové politiky – tyto společné předpoklady jsou popsány jako první.
- Další snímky pak porovnávají základní scénář prognózy s alternativní scénářem (rozdíl vůči scénáři pasivní měnové politiky by byl v případě alternativy ještě větší – viz poslední část prezentace).

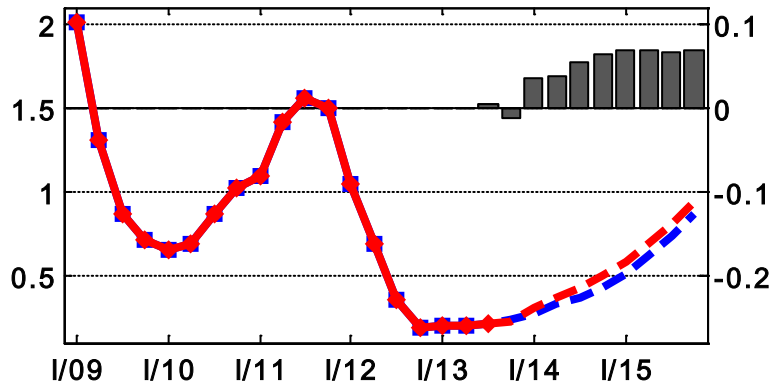
Tempo růstu HDP eurozóny (% , mZR.)



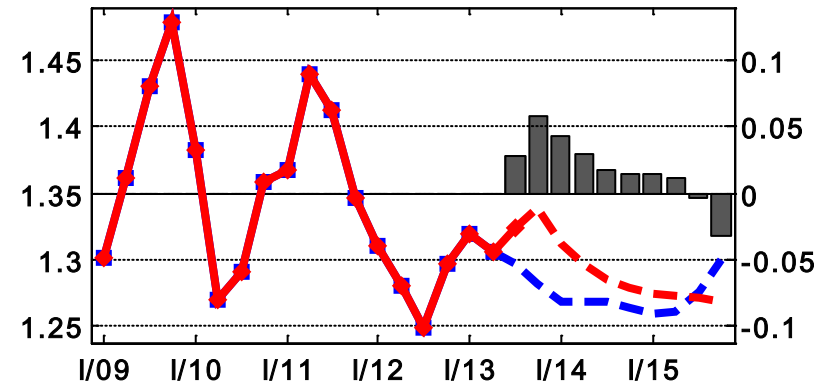
PPI eurozóny (% , mZR.)



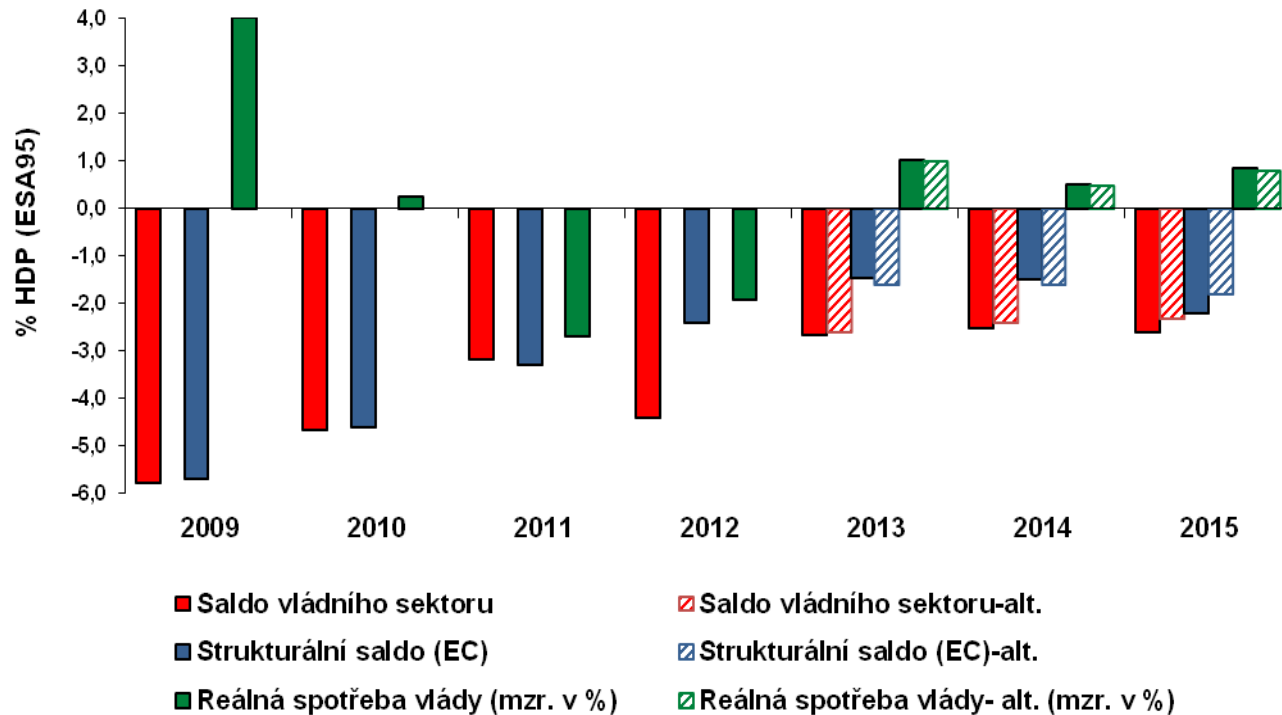
Zahraněční sazby Euribor (% p.a.)



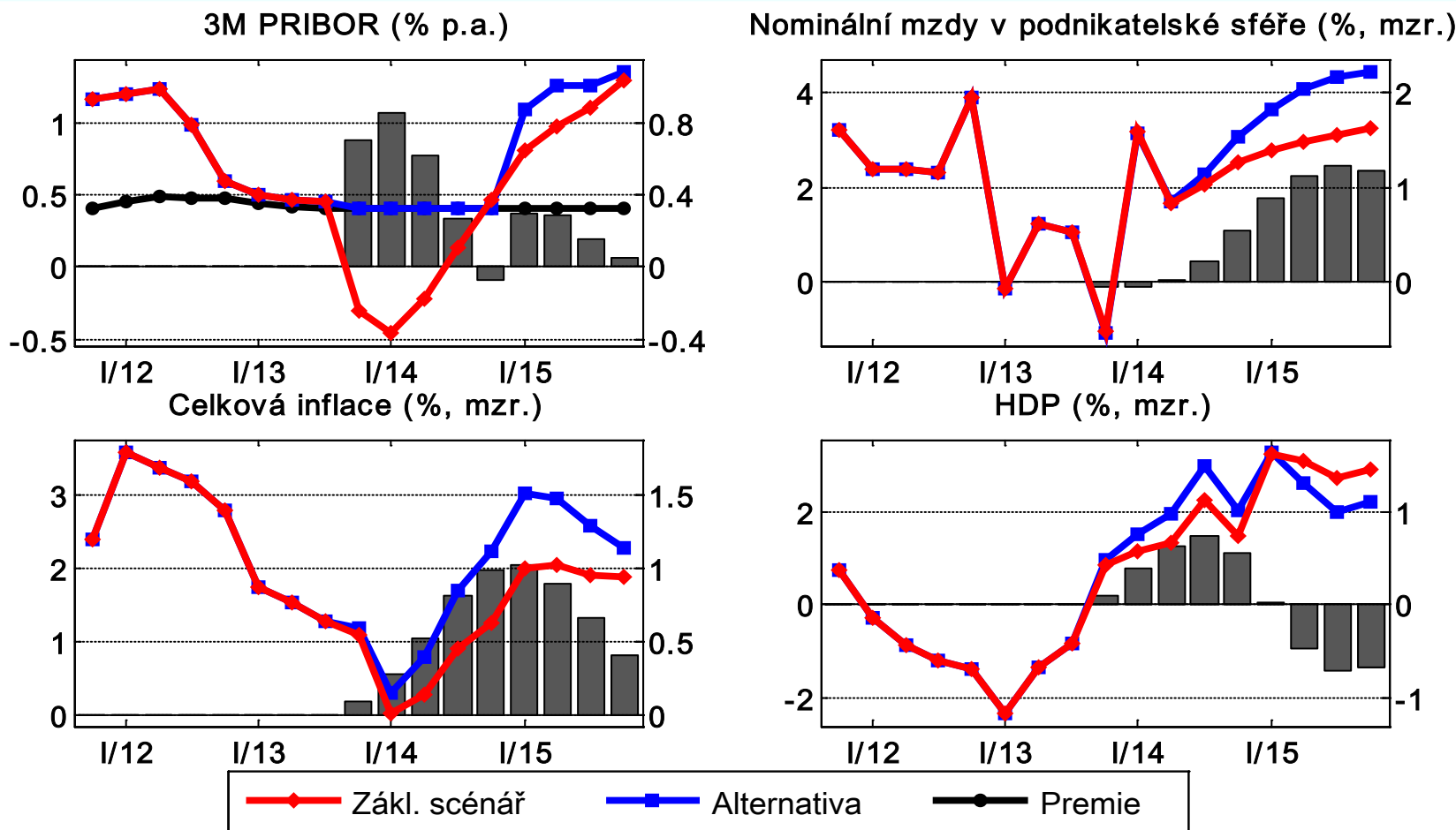
Křížový kurz USD/EUR



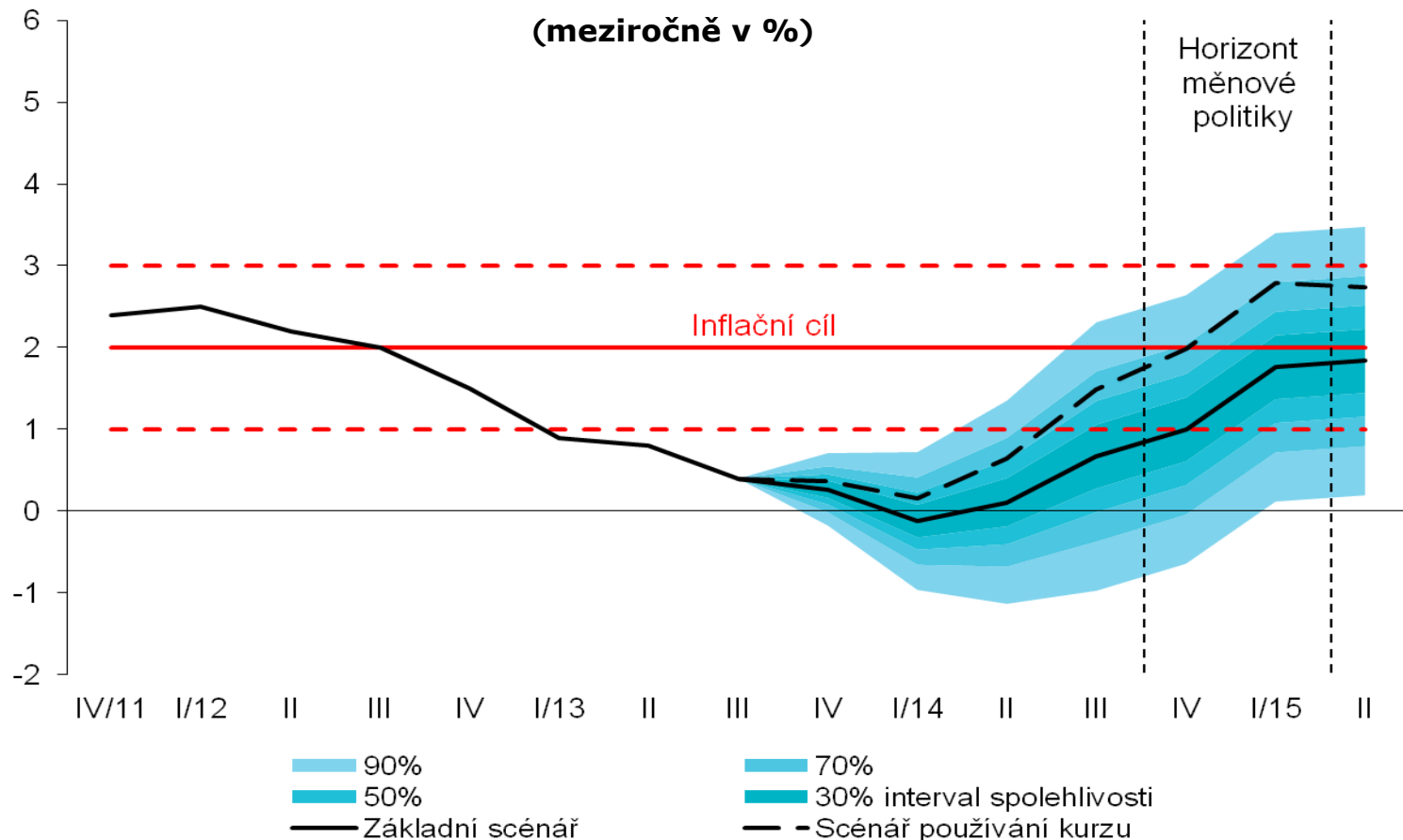
- Růst HDP v tzv. efektivní eurozóně je utlumený, ceny průmyslových výrobců klesají; postupně by ale měly oba ukazatele zrychlovat.
- Úrokové sazby v eurozóně pravděpodobně zůstanou dosti nízké.



- Celkový i strukturální schodek se v roce 2013 výrazně sníží vlivem přijatých konsolidačních opatření.
- Fiskální impuls -0,6 p.b. v r. 2013, -0,1 p.b. ve 2014 a +0,3 p.b. v r. 2015.
- Reálná vládní spotřeba od roku 2014 zvolna poroste.
- Schodek rozpočtu je nižší v alternativním scénáři – vyšší příjmy z daní. 18

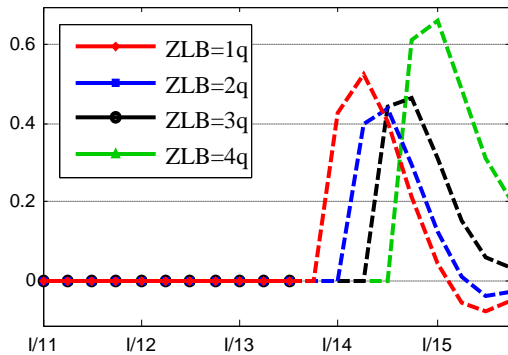


- Koruna blízko 27 CZK/EUR odvrací hrozbu deflace a urychluje návrat inflace k 2% cíli i při nulových (tj. nezáporných) úrokových sazbách. Růst HDP a nominálních mezd oživuje rychleji než v základních scénáři (nemluvě o scénáři s pasivní měnovou politikou).

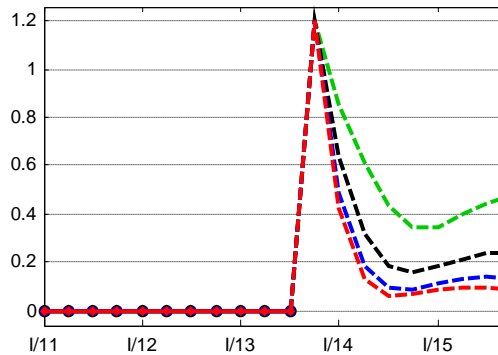


- Na začátku roku 2015 se MP-relevantní inflace přechodně dostane do horní poloviny tolerančního pásma, čímž bude podporovat oživení prostřednictvím kanálu nižších úrokových sazeb a zvyšovat robustnost opuštění nulové dolní meze. Poté se bude k cíli přibližovat shora.

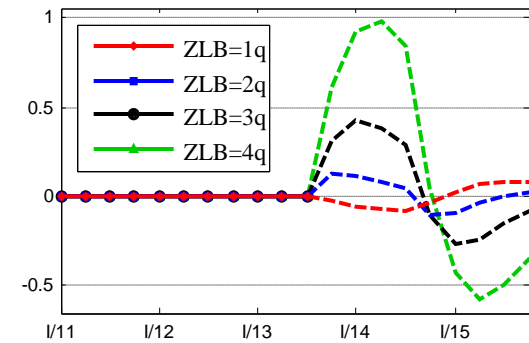
Úrokové sazby



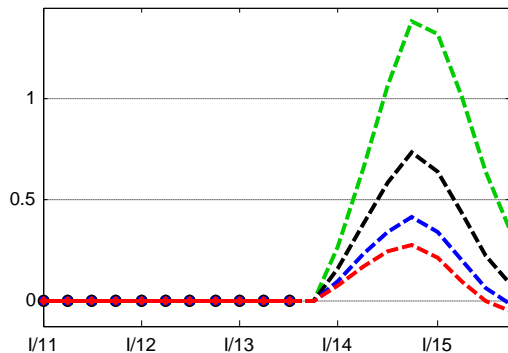
CZK/EUR



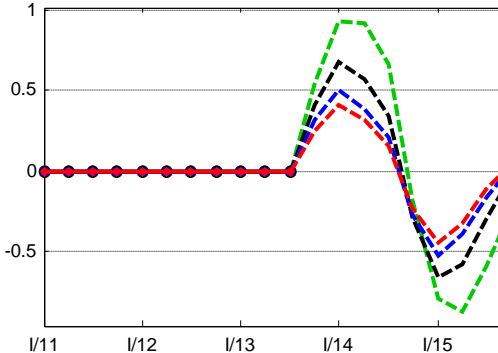
Reálná spotřeba (mzr.)



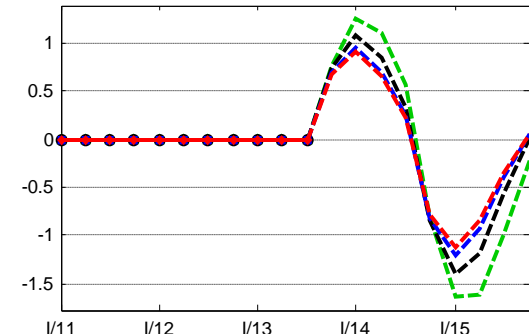
Inflace (mzr.)



Reálný HDP (mzr.)

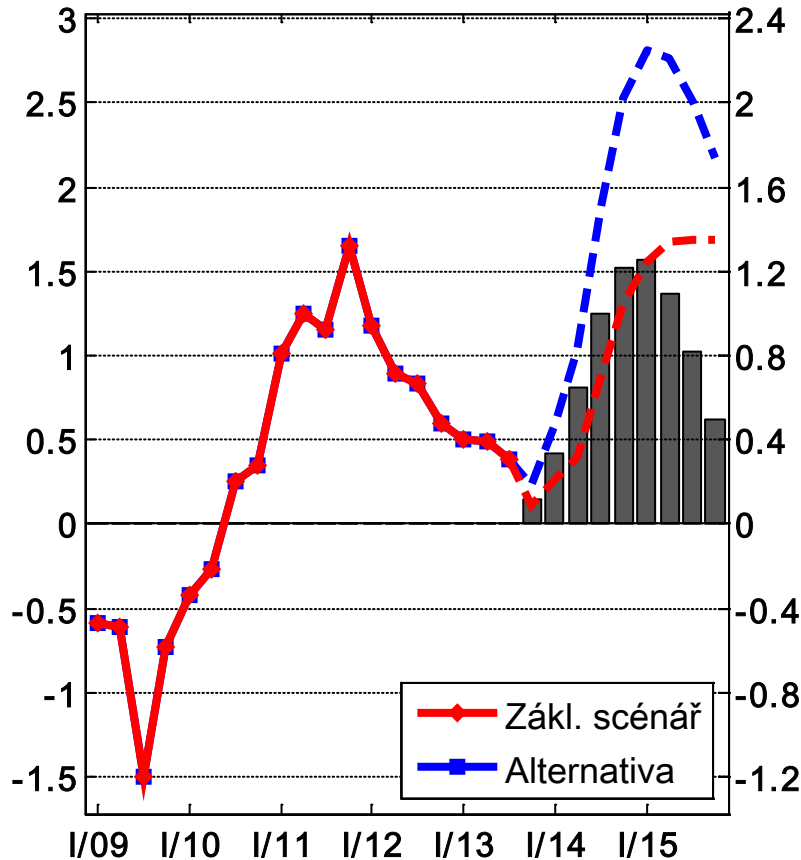


Reálný vývoz (mzr.)

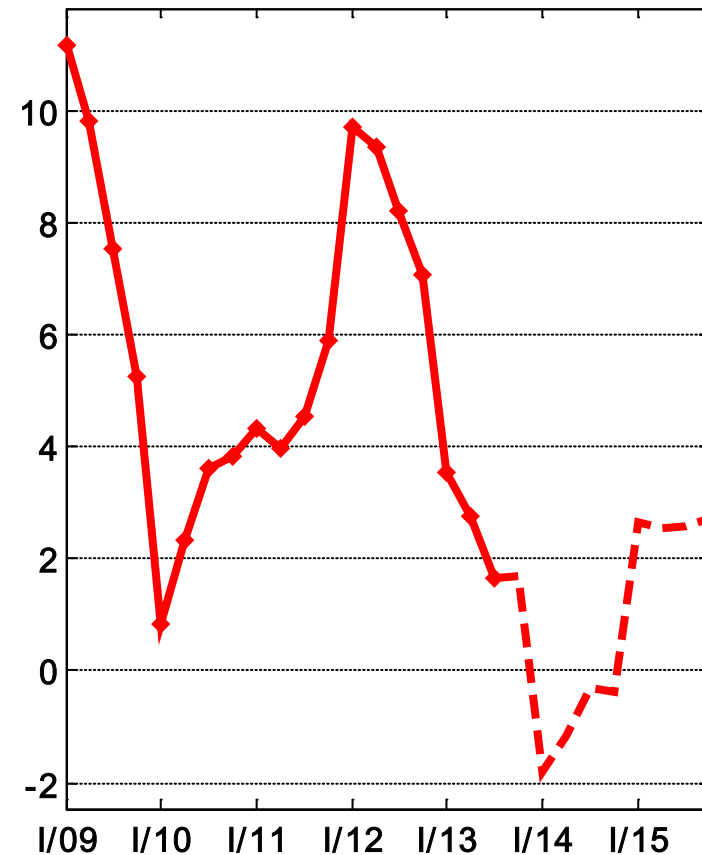


- Průsak kurzu bude zřejmě vyšší než v normálních dobách ze dvou důvodů: (i) posun kurzu bude mít trvalejší charakter; (ii) nulová dolní mez sazeb (ZLB), které nepůjdou proti kurzovému pohybu.
- Čím déle je ZLB svazující (a čím více to lidé očekávají), tím je průsak kurzu do cen větší a tím pozitivnější dopad na HDP i spotřebu.

Čistá inflace (% , mzr.)

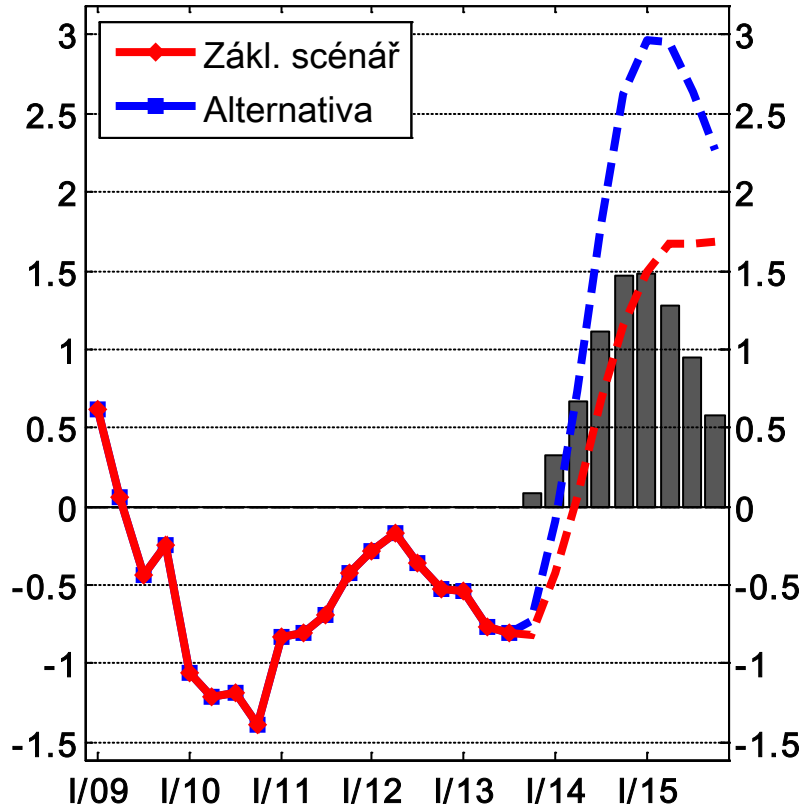


Inflace regul. cen (% , mzr.)

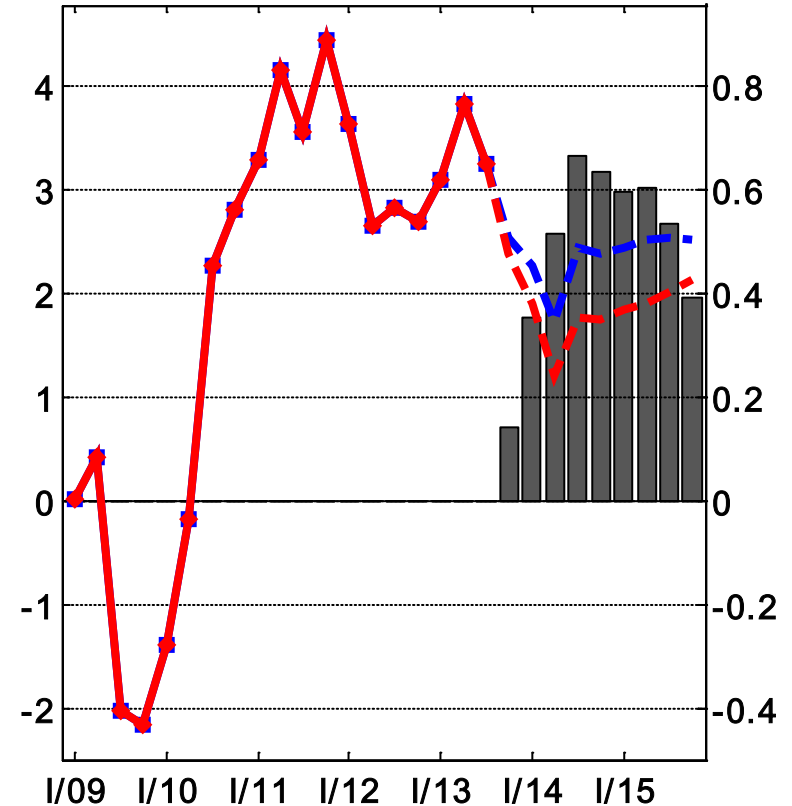


- Alternativní scénář vede ke zřetelnějšímu zrychlení čisté inflace z její aktuálně velmi stlačené úrovně.
- Regulované ceny v roce 2014 poklesnou (elektřina, plyn); mohly by být o něco výše v alternativní scénáři (dopad +0.1 p.b. do inflace).

Korigovaná inflace bez PH (% m.zr., bez prim. dopadů změn nepř. daní)

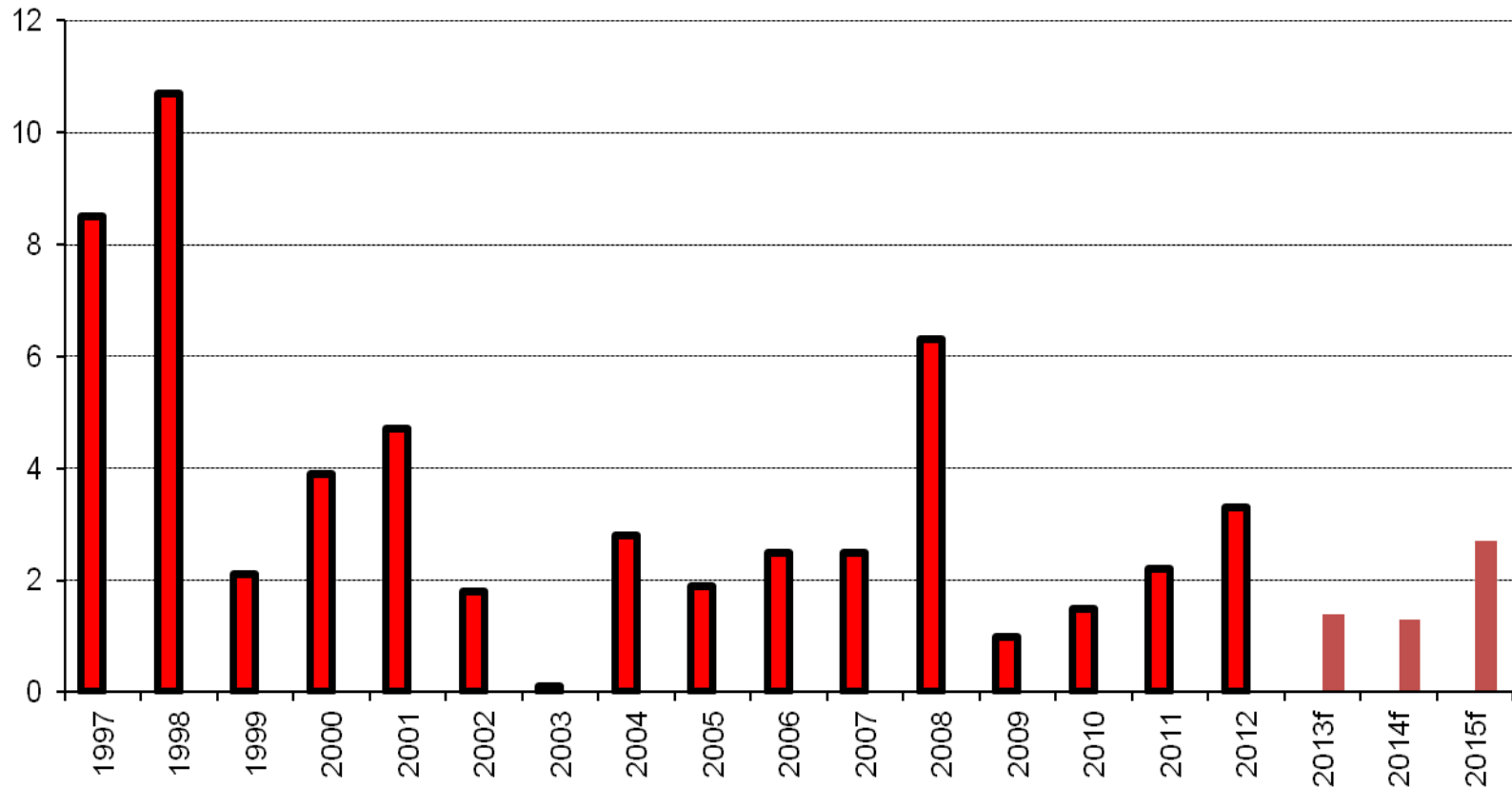


Růst cen potravin (% m.zr., bez prim. dopadů změn nepř. daní)



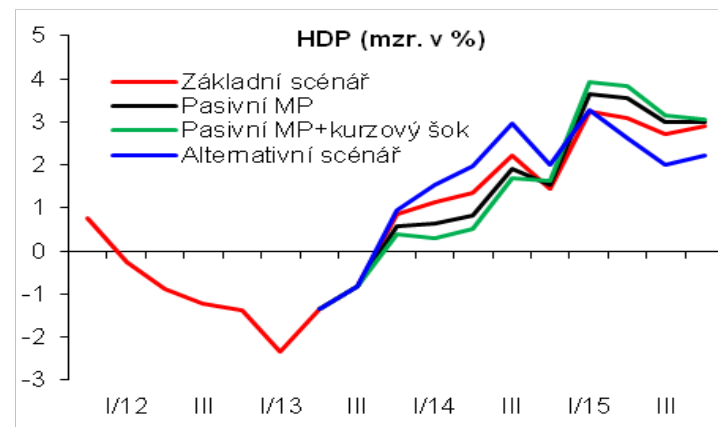
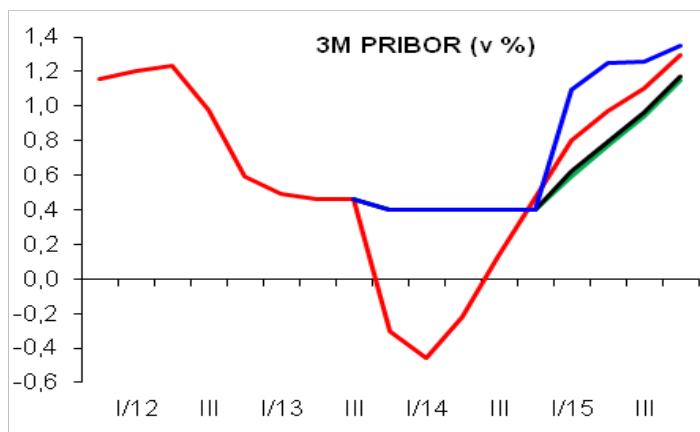
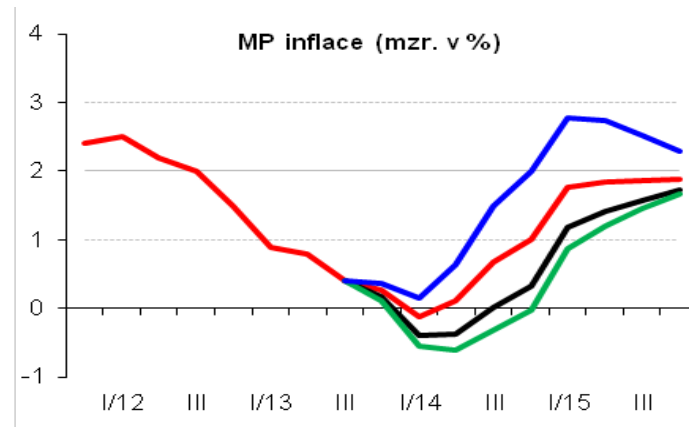
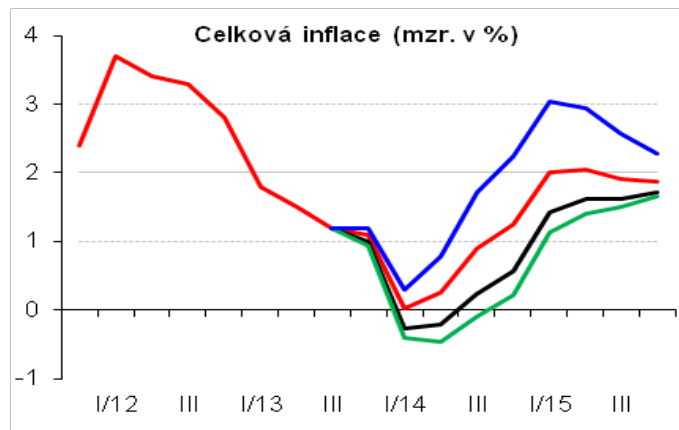
- Oslabení kurzu a rychlejší oživení ekonomiky se s různou intenzitou promítne do vývoje hlavních skupin tržních cen.

(Roční míra inflace v %)

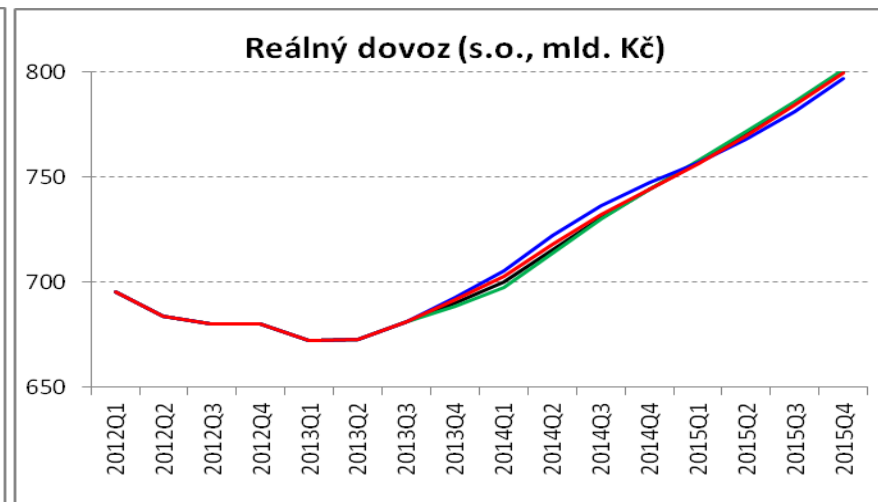
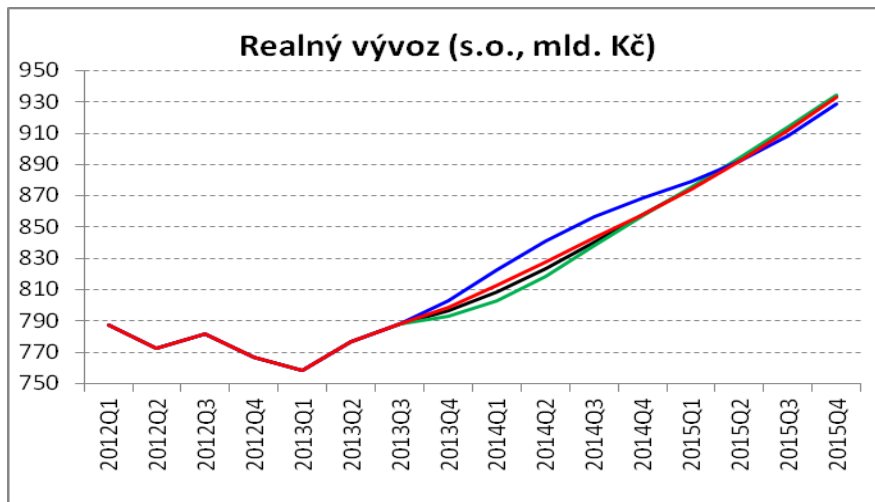
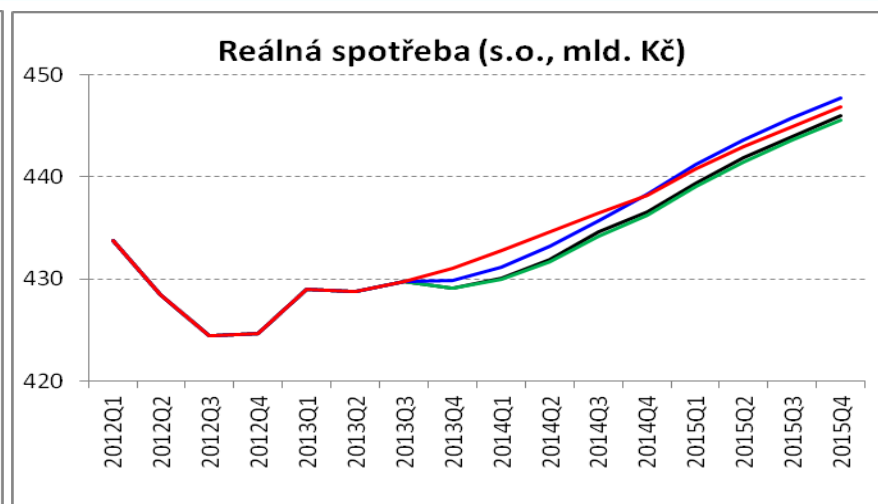
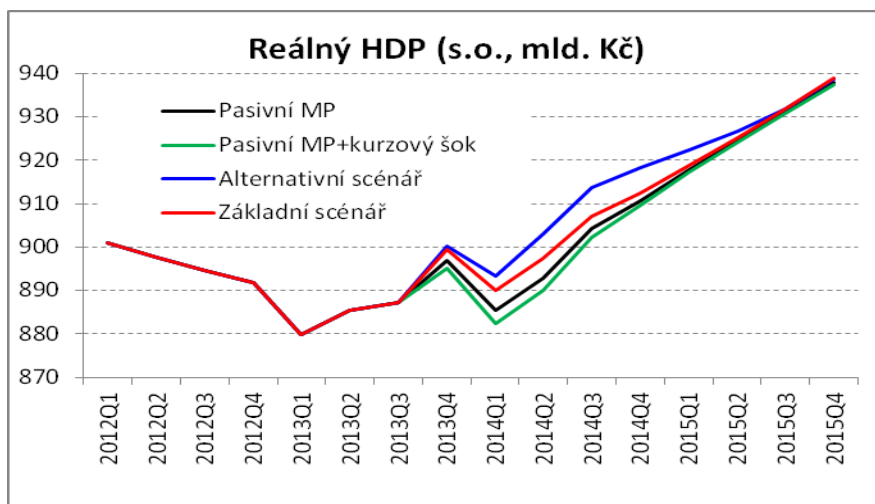


- Průměrná míra inflace bude v roce 2014 zřejmě druhou nejnižší za poslední desetiletí, a to i po měnověpolitickém kroku ČNB.
- Průměrná inflace v letech 2014-2015 dosáhne 2 % (což je cíl ČNB).

- Trajektorie úrokových sazeb a jejich „chybějící“ snižování
- Potenciální důsledky pasivní měnové politiky
- Základní scénář prognózy se zápornými úrokovými sazbami a alternativní scénář používání měnového kurzu jako nástroje
- **Srovnání všech scénářů**
- Shrnutí a závěry

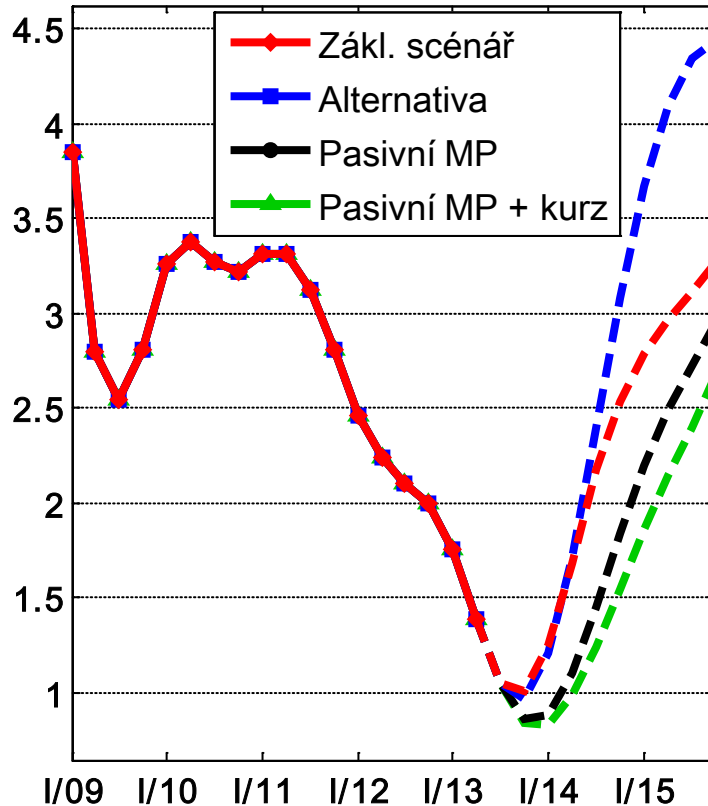


- Relevantní srovnání z hlediska hodnocení měnové politiky je mezi alternativním scénářem používání kurzu a simulacemi s pasivní měnovou politikou – a to vyznívá příznivě pro všechny hlavní veličiny (a navíc pasivní politika by měla rizika vychýlená dále směrem dolů). 26

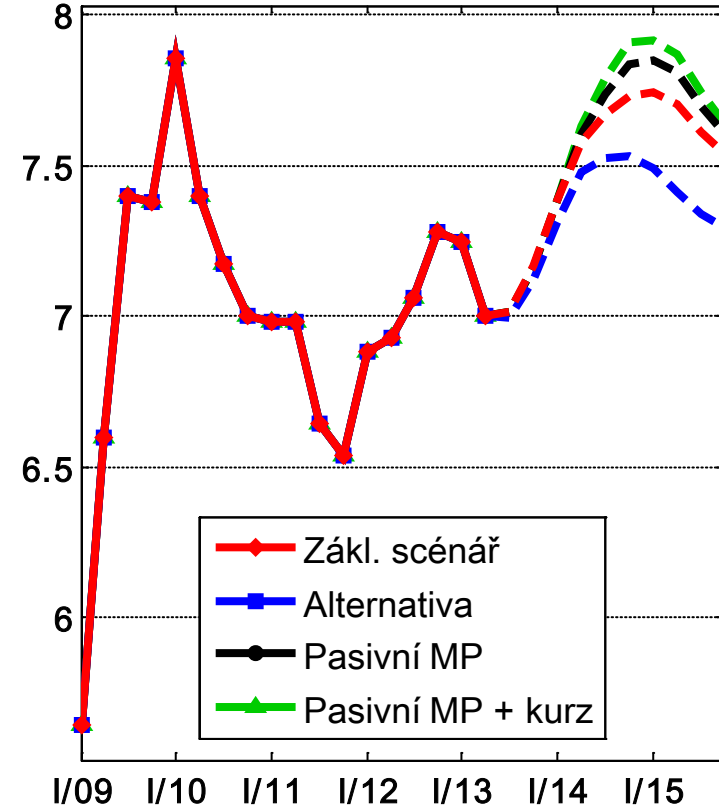


- Výrazně rychlejší stabilizace ekonomiky v alternativním scénáři.
- Spotřeba je pod (nerealistickým) základním scénářem, ale nad vývojem při pasivní měnové politice.

Tempo růstu nominálních mezd (% mzd., upravené)
v podnikatelské sféře

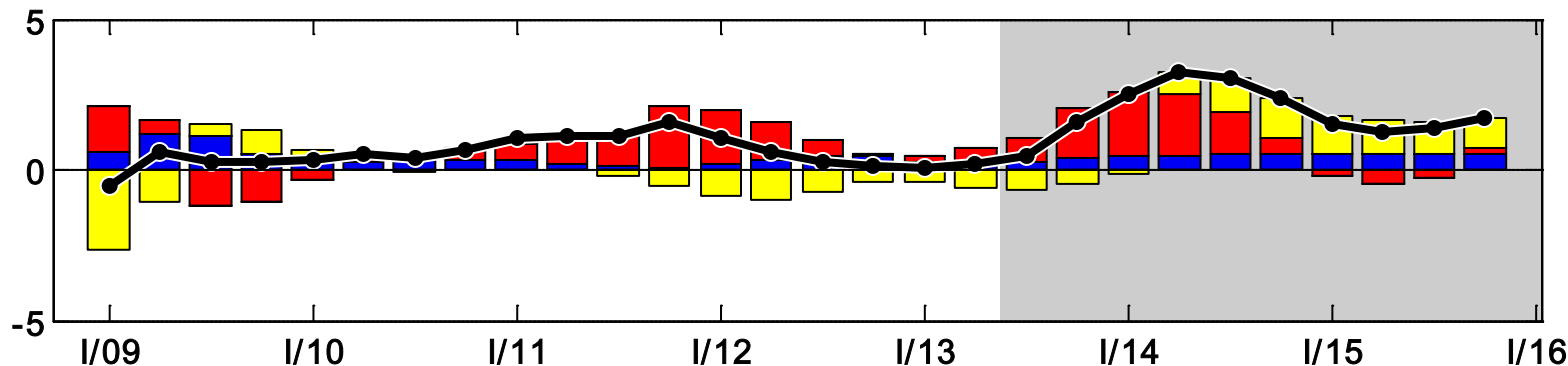


Obecná míra nezaměstnanosti (v %, s.o.)

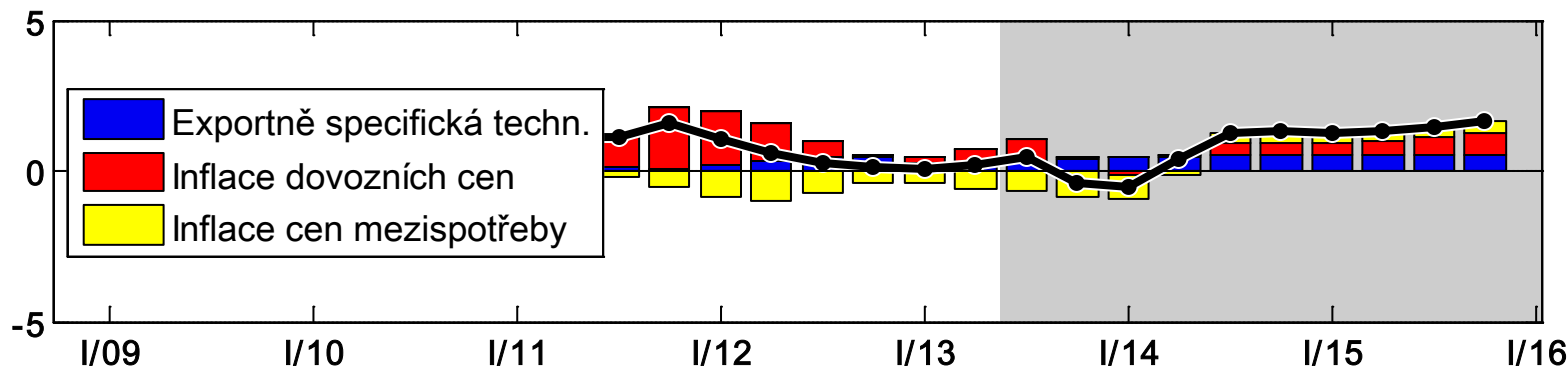


- Použití kurzu jako nástroje uvolnění měnových podmínek se promítá do rychlejšího oživení růstu nominálních mezd a nižší míry nezaměstnanosti.

Nom. mezní náklady ve spotřebě (% , mzč., anual.) - alternativa

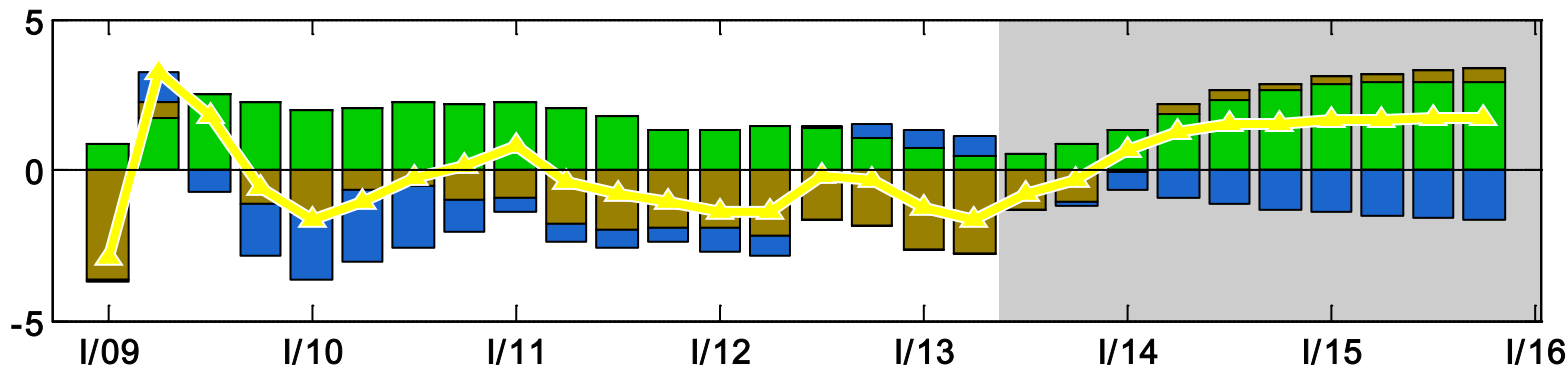


Nom. mezní náklady ve spotřebě (% , mzč., anual.) - pasivní MP

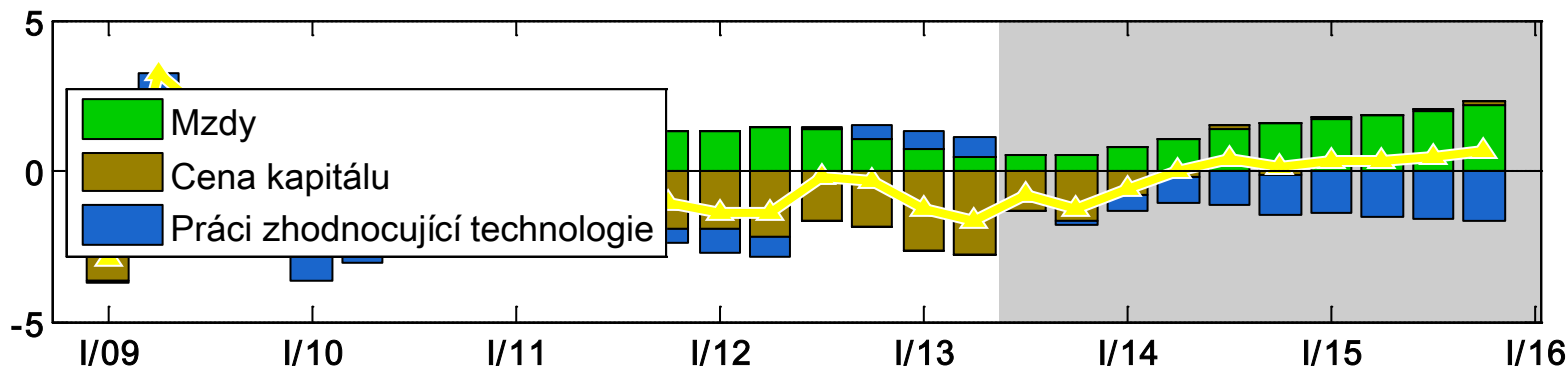


- Při pasivní měnové politice by vznikly deflační tlaky.
- V alternativním scénáři oslabení kurzu nejprve prosakuje do dovozních cen. Následně pozitivně ovlivňuje vývoj domácí ekonomiky a vrací inflaci k 2% cíli udržitelným způsobem.

Nom. mezní náklady mezispotřeby (% , mzč., anual.) - alternativa

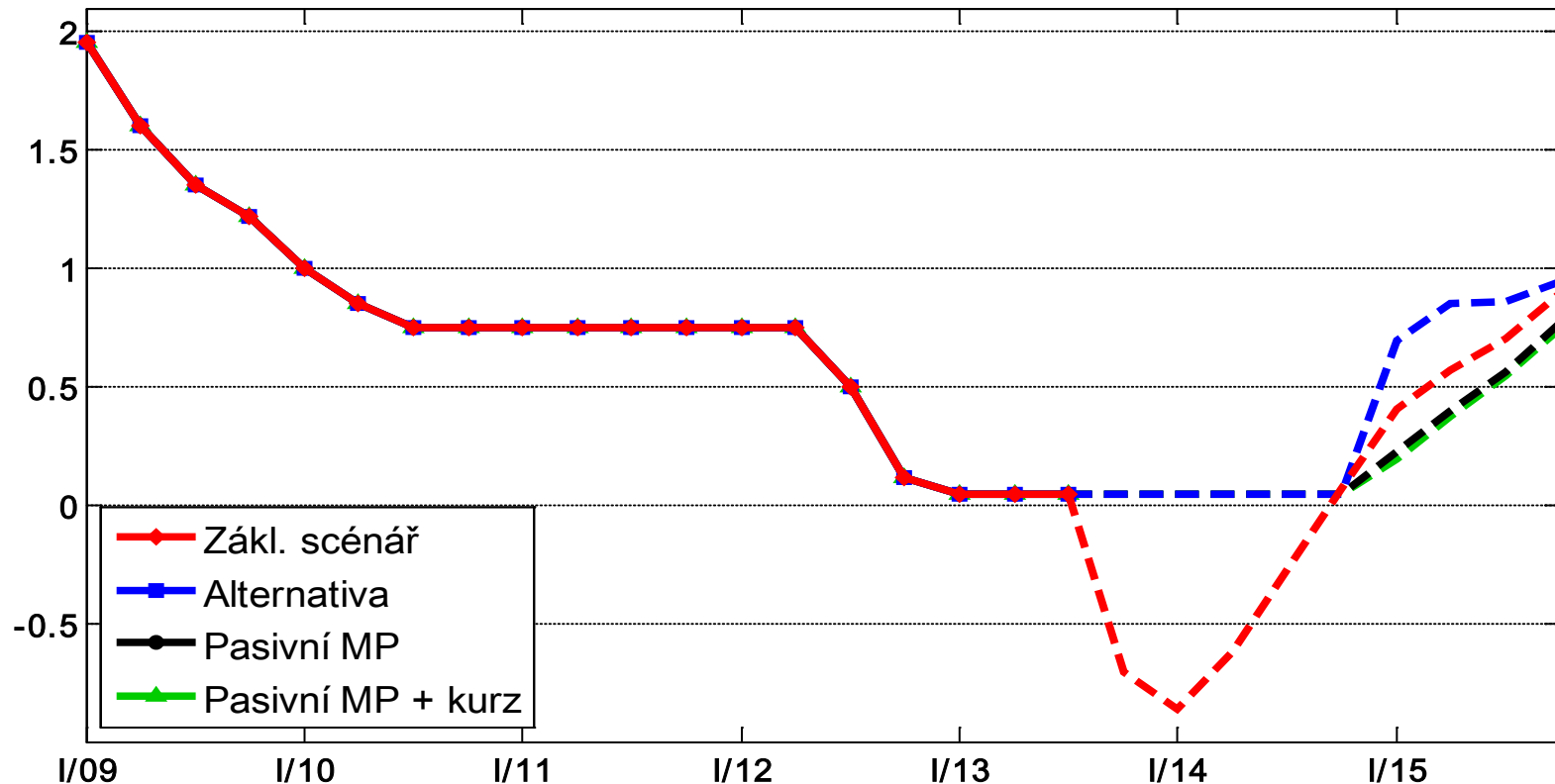


Nom. mezní náklady mezispotřeby (% , mzč., anual.) - pasivní MP



- Hlavní rozdíl spočítá v rychlejším oživení růstu mezd v alternativě.
- Cena kapitálu je rovněž lehce vyšší, což odráží vyšší dovozní ceny a rychlejší oživení ekonomické aktivity.

2T repo sazba (v %)



- Alternativní scénář předpokládá opuštění ZLB v 1. čtvrtletí 2015, ale v realitě to může nastat později (Bankovní rada může mít jiný názor, je třeba se vyvarovat předčasného exitu, průsak kurzu do cen se může ukázat jako slabší, makroekonomická situace se může změnit apod.).

- Trajektorie úrokových sazeb a jejich „chybějící“ snižování
- Potenciální důsledky pasivní měnové politiky
- Základní scénář prognózy se zápornými úrokovými sazbami a alternativní scénář používání měnového kurzu jako nástroje
- Srovnání všech scénářů
- **Shrnutí a závěry**

- Situace vyžadovala výrazné další uvolnění měnových podmínek.
- Pasivní měnová politika by byla spojena s významnými náklady: kurz by posílil, inflace by byla záporná přinejmenším 2-3 čtvrtletí (ale možná i více; žádná dlouhodobá deflace v moderní historii nebyla předem předpovězena), oživení ekonomiky by bylo velmi slabé.
- Alternativní scénář jasně ukázal, že dopady používání kurzu (poblíž 27 CZK/EUR, tedy oslabeného o 4-5 %) jsou pozitivní z hlediska udržování cenové stability, rychlosti ekonomického oživení i z pohledu pravděpodobnosti a robustnosti budoucího opuštění nulové dolní meze úrokových sazeb – nevzniká tedy rozpor mezi sledováním jednotlivých cílů měnové politiky.
- ČNB je rozhodnuta prodávat koruny na devizovém trhu v takovém objemu a tak dlouho, jak bude potřeba k dosažení požadované hodnoty měnového kurzu, a tím k hladkému plnění jejího inflačního cíle v budoucnosti.

www.cnb.cz

Tomáš Holub

Sekce měnová a statistiky

Tomas.Holub@cnb.cz