

Dilemata měnové politiky a jak se je pokusit vysvětlit?

Luboš Komárek

INEV, vystoupení pro žáky a studenty

Finále Ekonomické olympiády 2024

ČNB, Praha 7. června 2024



Obsah prezentace

1. Může vůbec CB reagovat „ideálně“ (načasování, data)?
2. Ví přesně CB, na jakou situaci reaguje?
3. Jakými nástroji může CB reagovat?
4. Jakou silou a rychlostí má CB reagovat?
5. Jak se přenáší reakce CB do ekonomiky?
6. A co měnověpolitické obraty?
7. Možný konflikt mezi cíli finanční a cenové stability?
8. Co (ne)můžeme čekat od modelů?

1. Může vůbec CB reagovat „ideálně“ (načasování)?

Odpověď: vlivem existence zpoždění to vlastně není možné; obdobné nejistotě jsou ale vystaveny i ostatní subjekty v ekonomice (domácnosti, firmy i vláda)

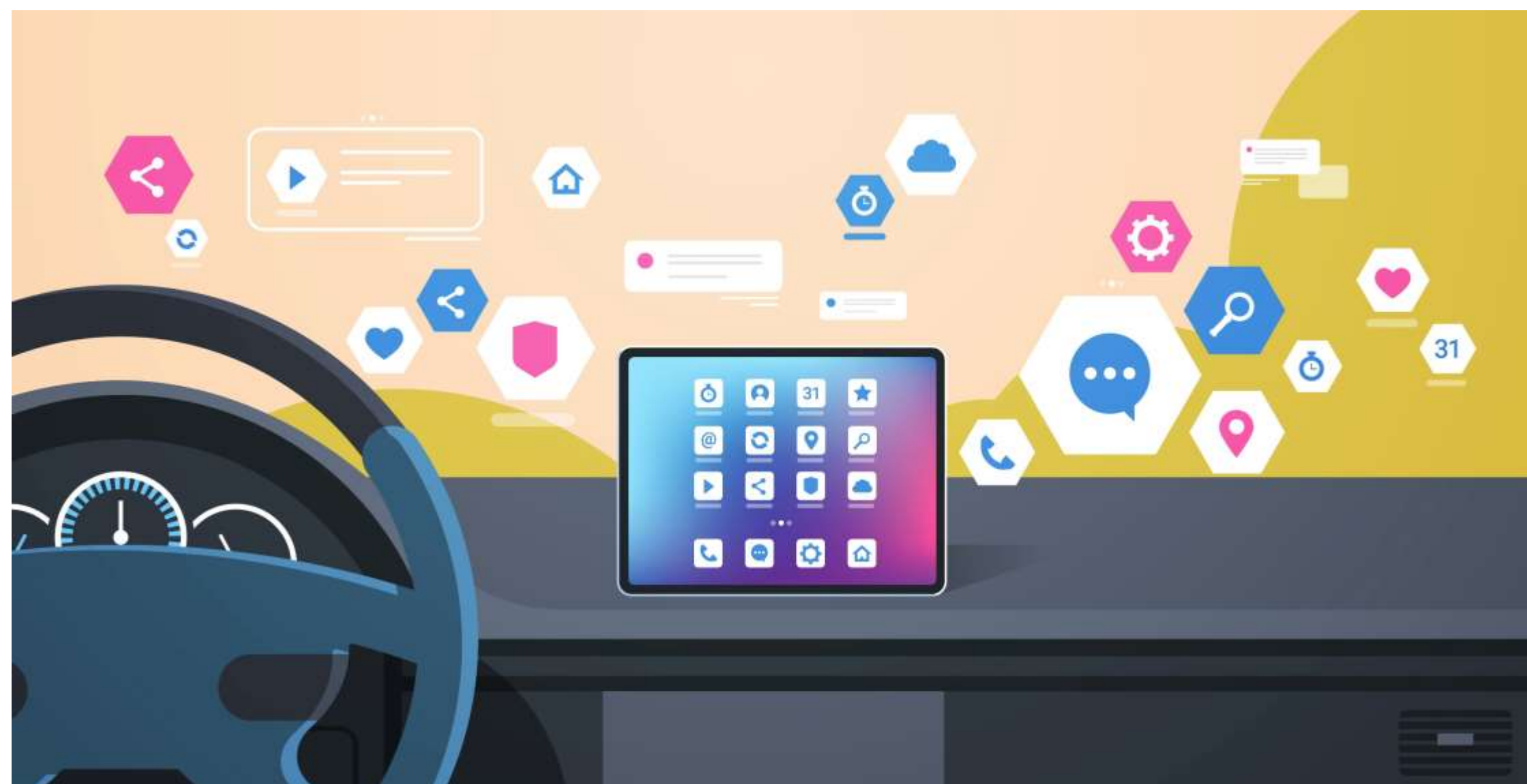


- **poznávací zpoždění** – doba, který uplyne od vlastního vzniku problému k jeho projevení se na nějakém měřitelném statistickém výstupu (≈ „než událost poznáme v datech“)
- **rozhodovací zpoždění** – doba potřebná k vyhotovení analýz a nalezení řešení, tj. měnověpolitické reakci CB (≈ „než rozhodneme“)
- **prováděcí zpoždění** – doba, která uplyne od provedení rozhodnutí až po jeho postupné působení v ekonomice (≈ „než opatření začne působit“)

Je to podobné jako při řízení auta – nějakou dobu trvá, než rozpoznáme změnu dopravní situace, než se rozhodneme, co učinit, a než toto rozhodnutí provedeme (např. sešlápneme brzdový pedál).

1. Může vůbec CB reagovat „ideálně“ (data)?

Odpověď: vlivem různé frekvence dat a jejich revizí to vlastně není možné; obdobné datové nejistotě jsou ale vystaveny i ostatní subjekty v ekonomice (domácnosti, firmy i vláda)



- **hrubý domácí produkt** – čtvrtletní frekvence, data se zpětně revidují
- **inflace** – měsíční frekvence, data se zpětně nerevidují
- **měnový kurz** – (intra)denní frekvence, data se zpětně nerevidují

Je to podobné jako při řízení auta, kdybychom dostávali některé údaje později a nepřesně.

2. Ví přesně CB, na jakou situaci reaguje?

Odpověď: ne vždy je jasně zřejmé, zda nová událost (šok) pramení z poptávkové nebo nabídkové strany

- **nabídkový šok** – centrální banka na prvotní efekty zpravidla nereaguje a některé události výjimkuje
- **poptávkový šok** – centrální banka se na výkyvy v poptávce snaží reagovat



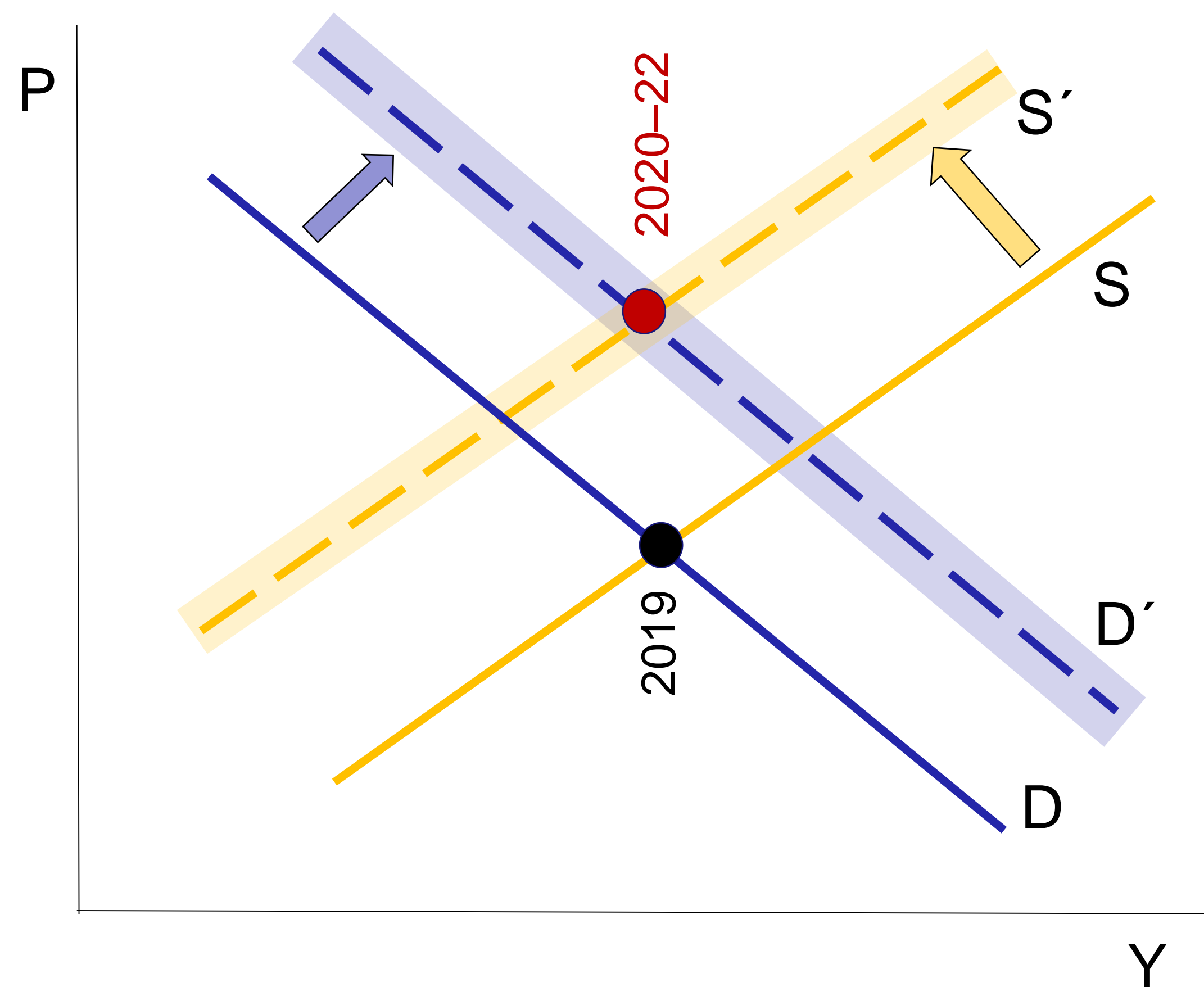
Při rozhodování se CB snaží porozumět, zda v ekonomice dochází ke:

- **změně fundamentů** (základních parametrů a trendů v ekonomice)
- **změně sentimentu** nebo **krátkodobým „šokům“**

Centrální banka je spíše zaoceánským parníkem než automobilem.

2. Ví přesně CB, na jakou situaci reaguje?

Nabídkové a poptávkové faktory stojící za inflační vlnou



- Kombinace faktorů na nabídkové a poptávkové straně vedla k strmému cenovému růstu, tj.:
 - nabídková strana (S): omezená nabídka některých obchodovatelných statků (problémy v **GVC**) a skokový růst **cen energií a komodit** (agrese Ruska na Ukrajině)
 - ↓
 - poptávková strana (D): přesunutá poptávka (od neobchodovatelných k obchodovatelným statkům: **COVID-19**) a až nezdravě **štědrá fiskální politika** (prohloubení již tak vysokého zadlužení) vedla k dramatickému cenovému růstu
 - ↑
- To vše na pozadí **extrémně uvolněných měnových podmínek centrálních bank** (úrokové sazby delší dobu blízké nule)
- **Makroekonomická ztráta:** ekonomikám v průměru trvalo 2 roky dostat se zpět nad předcovidovou úroveň (ztěžující faktor války na Ukrajině)

3. Jakými nástroji může CB reagovat?

Odpověď: Tato odpověď není obecně jednoznačná, záleží na tzv. zvoleném měnověpolitickém režimu (cílování inflace, měnového kurzu, peněžních agregátů, multikriteriální cíle, ...)

- Inflačně cílující CB by měla jako základní nástroj používat úrokové sazby
 - ekonomika je přehřátá a inflace je nad inflačním cílem ⇒ **zvýšení MP sazeb**
 - ekonomice se nedaří a inflace je pod inflačním cílem ⇒ **snížení MP sazeb**



- Ve specifických situacích (použití úrokové sazby již není možné) CB použily jiné, tzv. nekonvenční nástroje, tedy:
 - forward guidance (delfská i odysseovská)
 - kvantitativní uvolňování
 - měnové intervence (na oslabení měnového kurzu)
 - negativní úrokové sazby
 - cílování výnosové křivky
 - podpora úvěrování

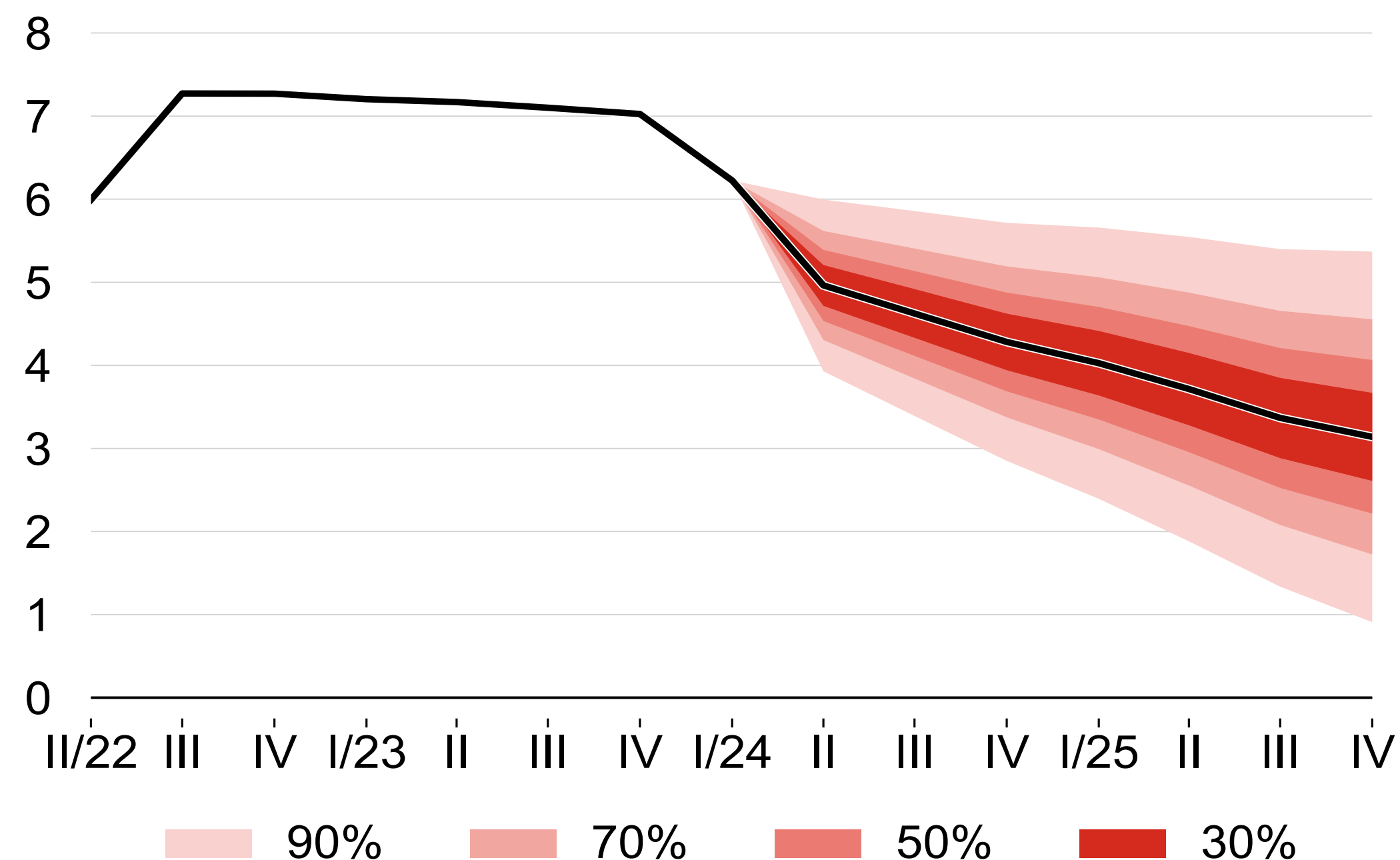
- Na velikosti devizových rezerv a bilance CB záleží, stejně tak jako na její komunikaci

3. Jakými nástroji může CB reagovat?

Úrokové sazby a měnový kurz jsou dvě strany jedné pomyslné „mince“, tvoří tzv. **měnové podmínky**

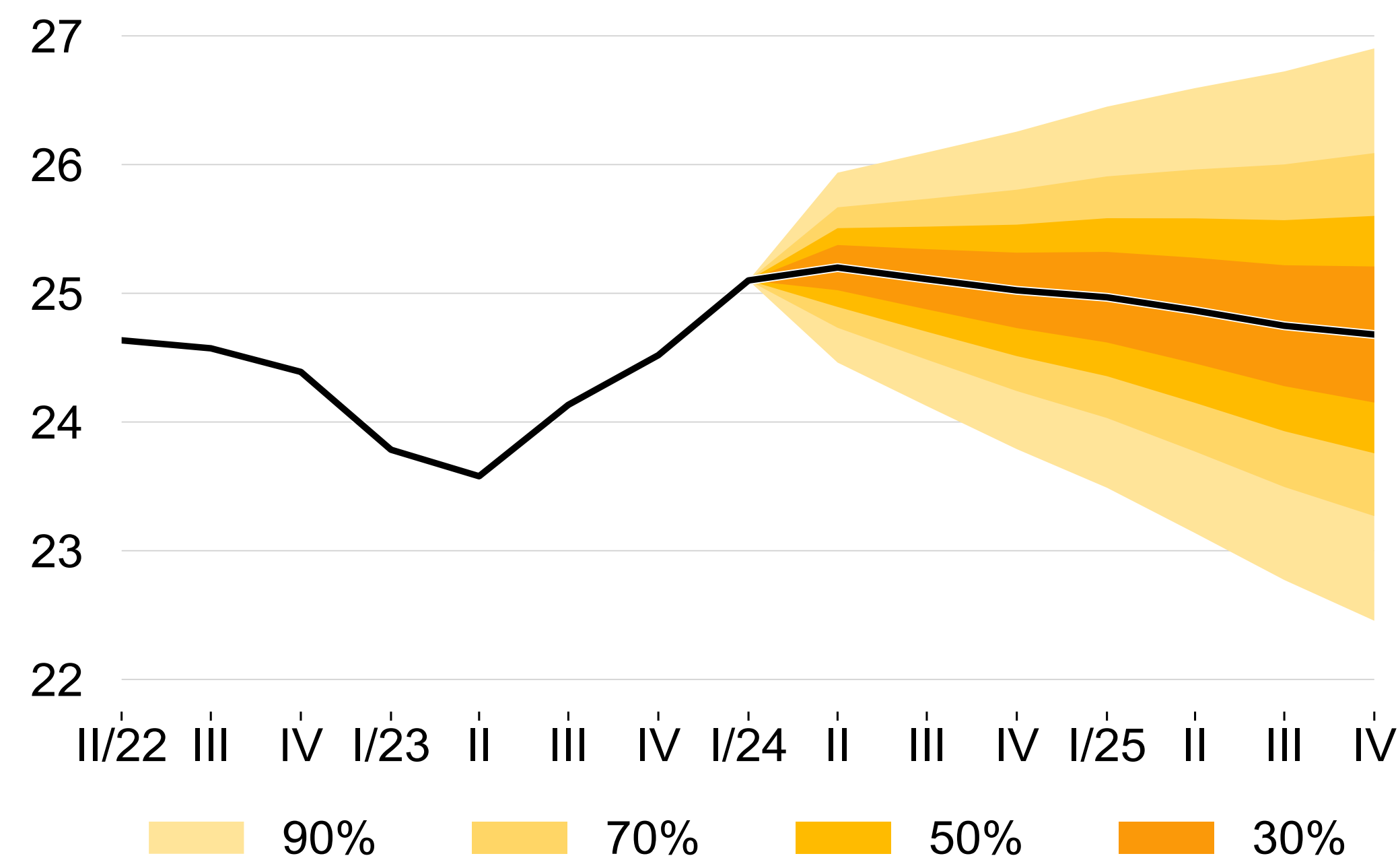
Úrokové sazby

(3M PRIBOR v %, barevně intervaly spolehlivosti)



Kurz koruny

(CZK/EUR, barevně intervaly spolehlivosti)



Pozn.: Intervaly spolehlivosti prognózy úrokových sazeb 3M PRIBOR odrážejí predikční schopnost minulých prognóz. Jsou symetrické, lineárně se rozšiřující a zdola omezené nulovou hranicí.

Pozn.: Intervaly spolehlivosti prognózy kurzu CZK/EUR odrážejí predikční schopnost minulých prognóz. Jsou symetrické a lineárně se rozšiřující.

4. Jakou silou a rychlostí má CB reagovat?



Odpověď: záleží na konkrétní situaci, tj. razantně a krátce, nebo pozvolna a dlouhodoběji



Matterhorn

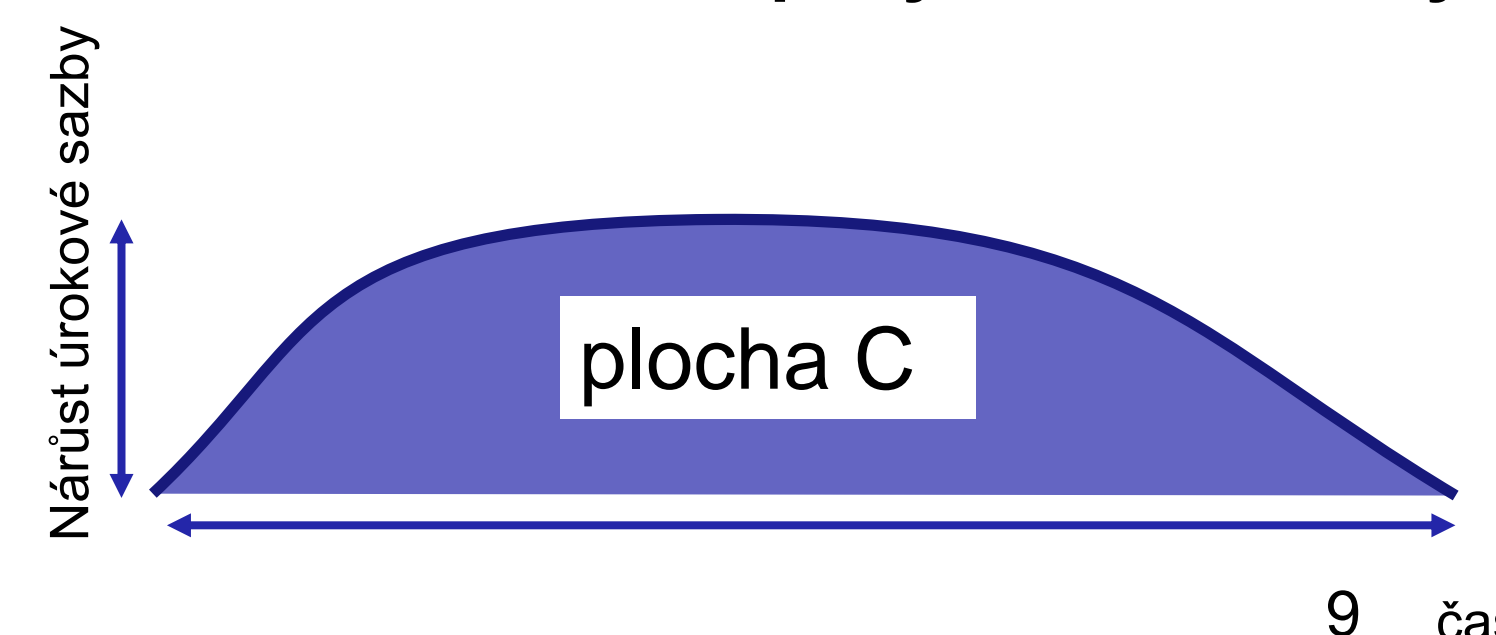
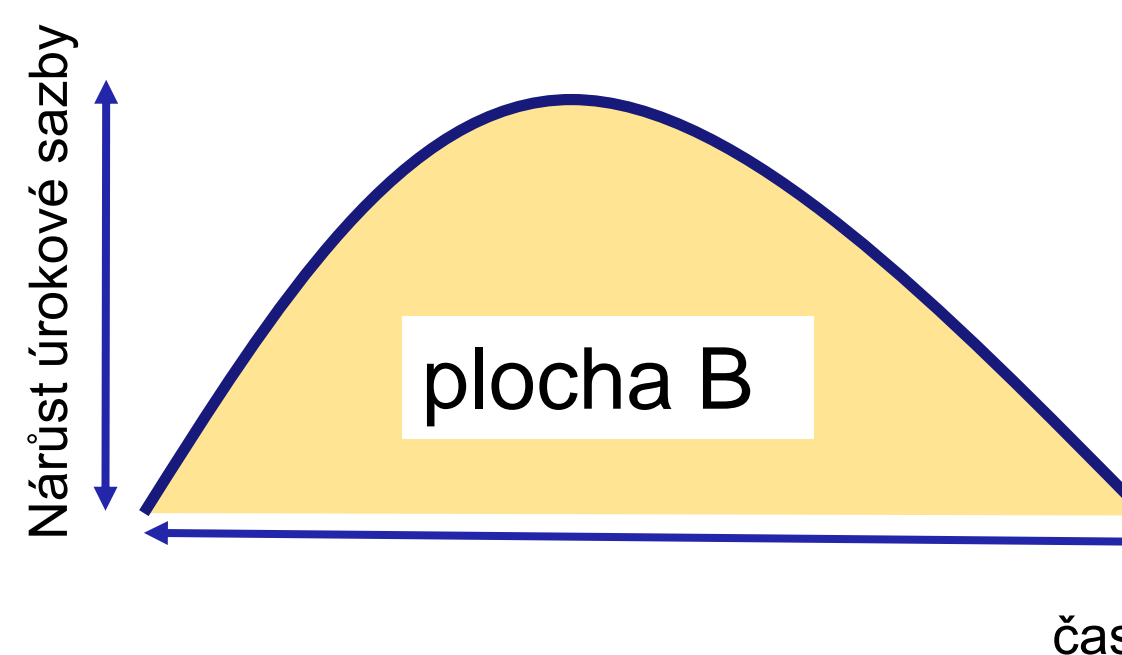
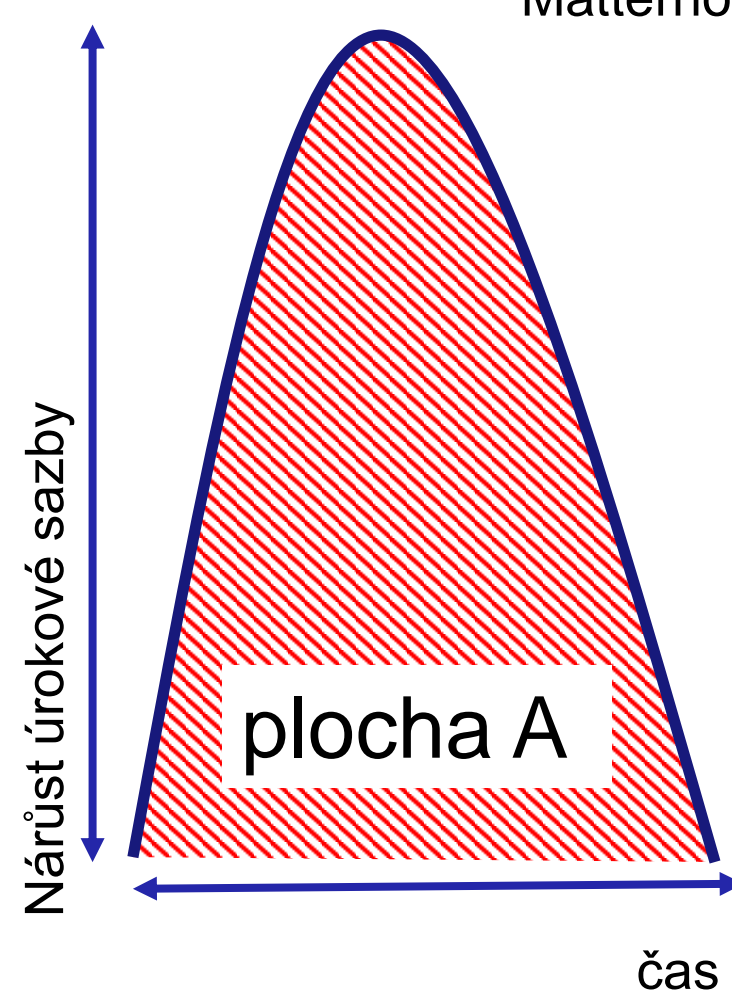


Sněžka



Stolová hora

plocha A \approx plocha B \approx plocha C



Rozdílná „úroková agresivita“,
obdobné celkové zprůsnění, ale
rozdílné dopady do ekonomiky

4. Jakou silou a rychlostí má CB reagovat?



Grand Canyon (Colorado)

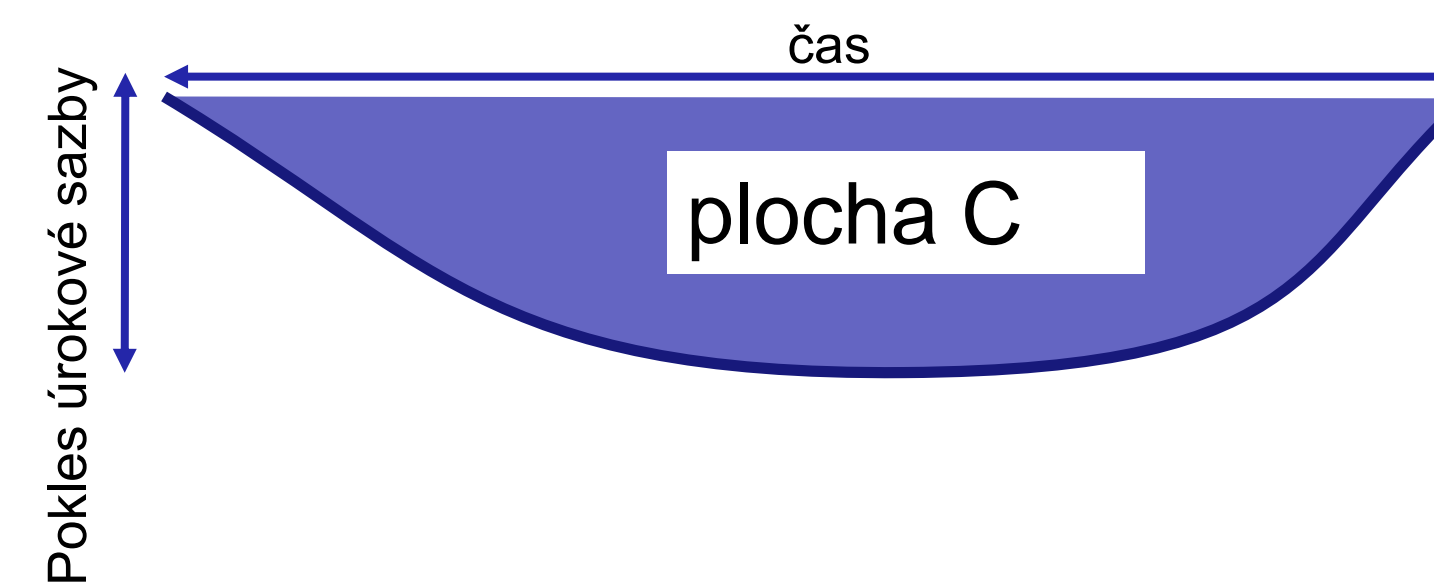
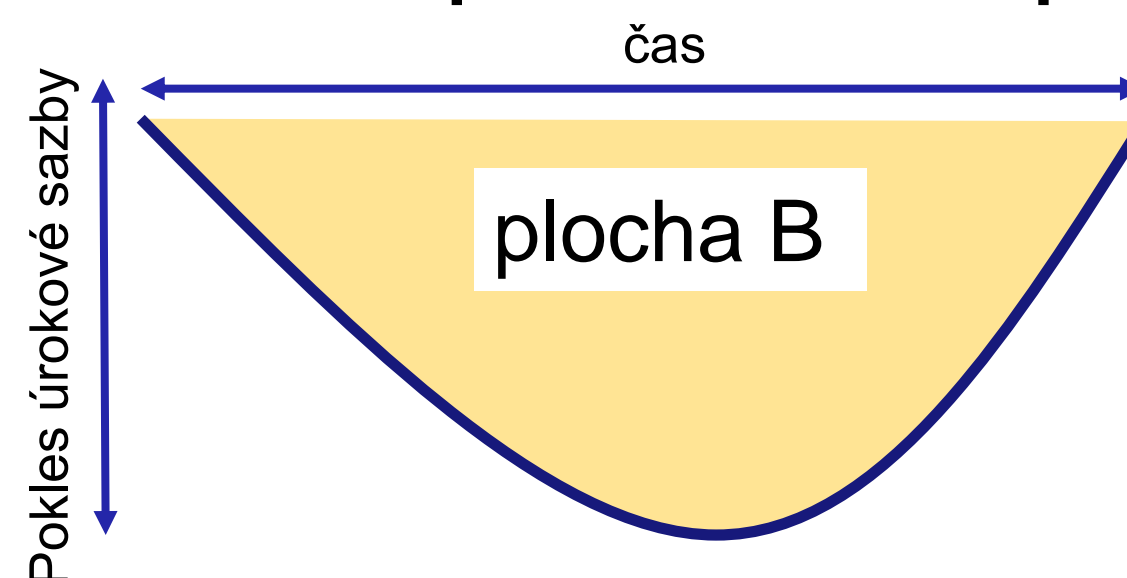
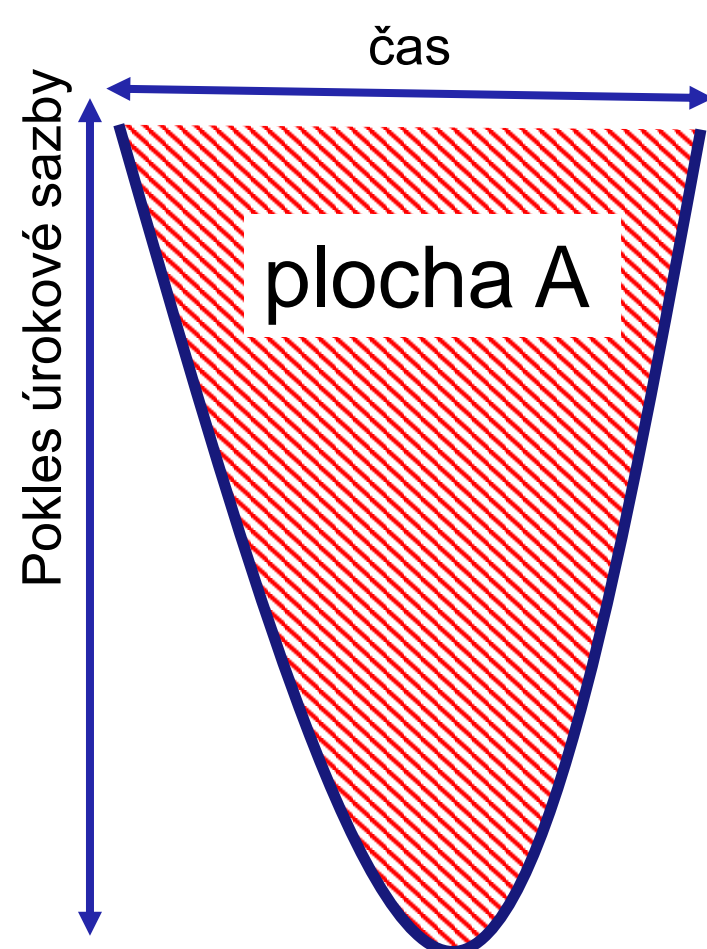


Vysoké Tatry (pleso)



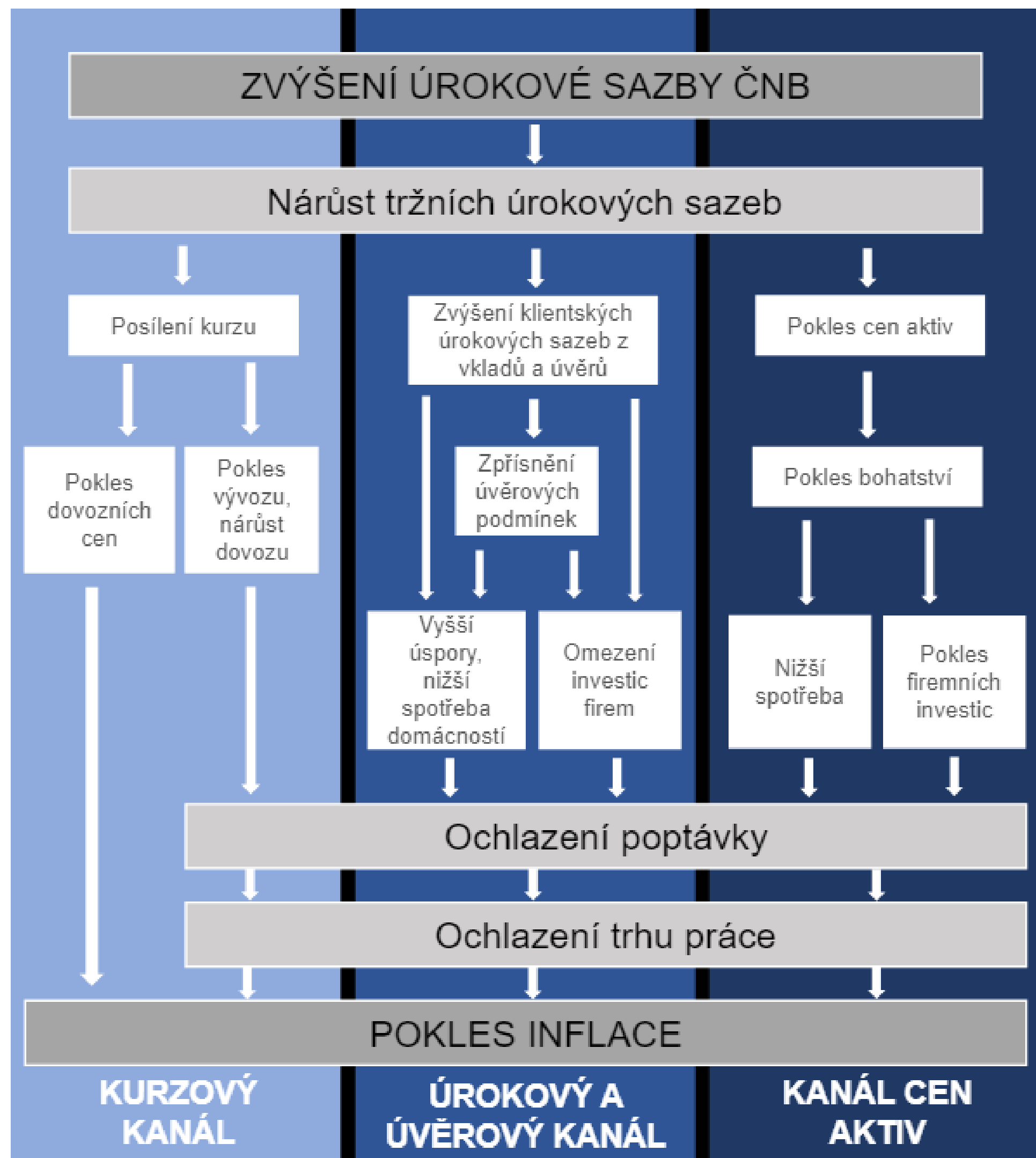
Šumava (Lipno)

plocha A \approx plocha B \approx plocha C



Rozdílná úroková agresivita, obdobné kumulativní uvolnění, rozdílné dopady do ekonomiky. Omezení nulovou hranicí úrokových sazeb.

5. Jak se přenáší reakce CB do ekonomiky (kanály)?



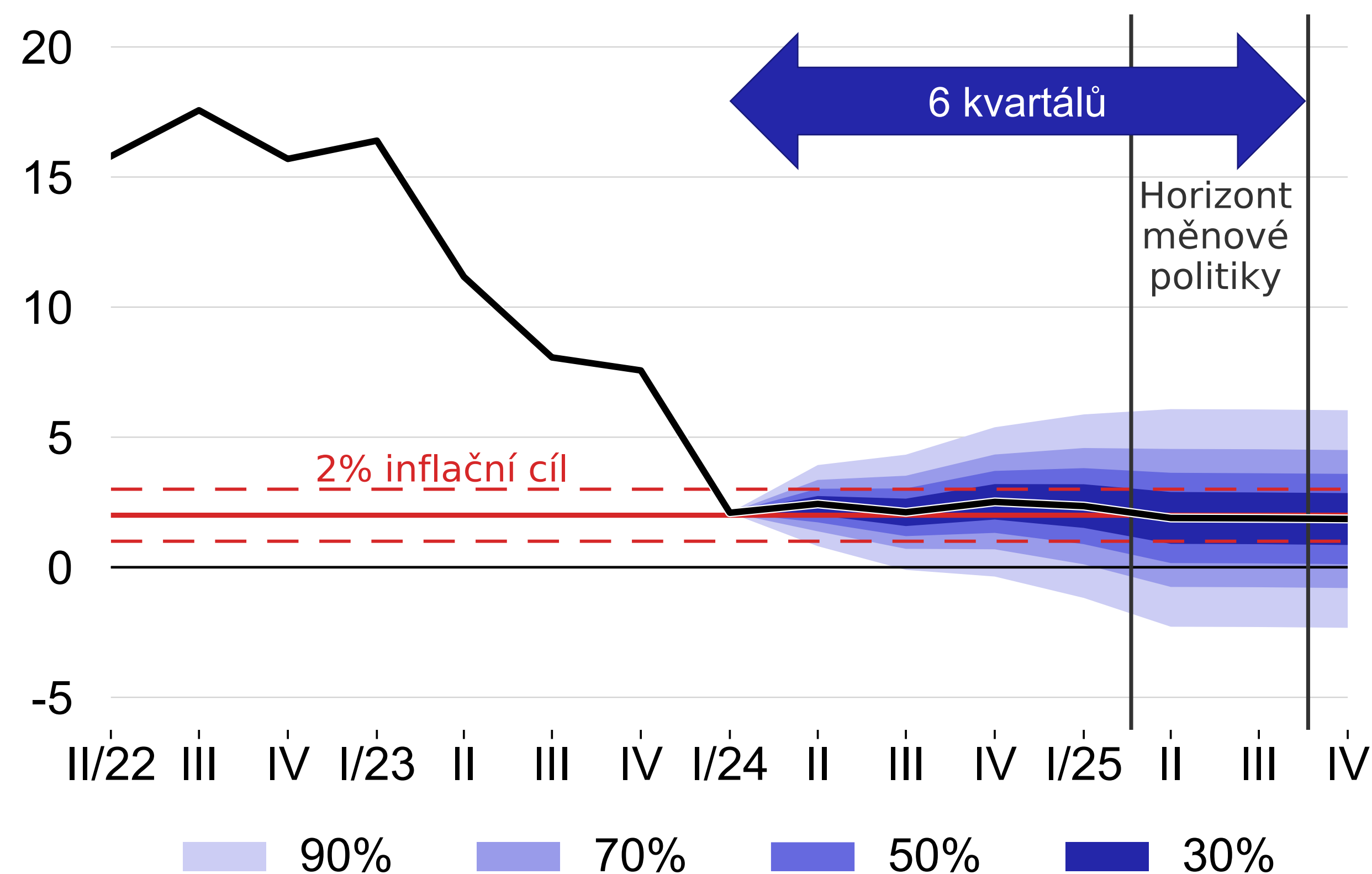
Odpověď: prostřednictvím tzv. „kanálů“

- V malé otevřené ekonomice (české ekonomice) hrají důležitou roli zejména **tři transmisní kanály**:
 - kurzový
 - úrokový
 - cen aktiv
- Kanály mají různou:
 - rychlost
 - sílu
 - dopad (na inflaci) v čase
- Na úrovni a četnosti změn měnověpolitických sazeb CB záleží. Má se za to, že jednorázová změna úrokových sazeb o 0,5 p. b. má mírně silnější dopad do ekonomiky než dvě shodné změny úrokových sazeb o 0,25 p. b. rozložené do dvou kroků

5. Jak se přenáší reakce CB do ekonomiky (čas)?

Celková inflace v ČR

(meziročně v %, barevně intervaly spolehlivosti)



- **Síla transmise (úrokové sazby):**

- je nejsilnější zhruba v polovině transmisního období (4Q)
- „**stop-go policy**“, tj. rychlé protisměrné pohyby úrokových sazeb zeslabují účinnost měnové politiky
- ALE malé otevřené ekonomiky jsou stále vystavovány vlivům, trendům, šokům..., na které je potřeba adekvátně reagovat nastavení měnových podmínek
- měnit horizont měnové politiky?

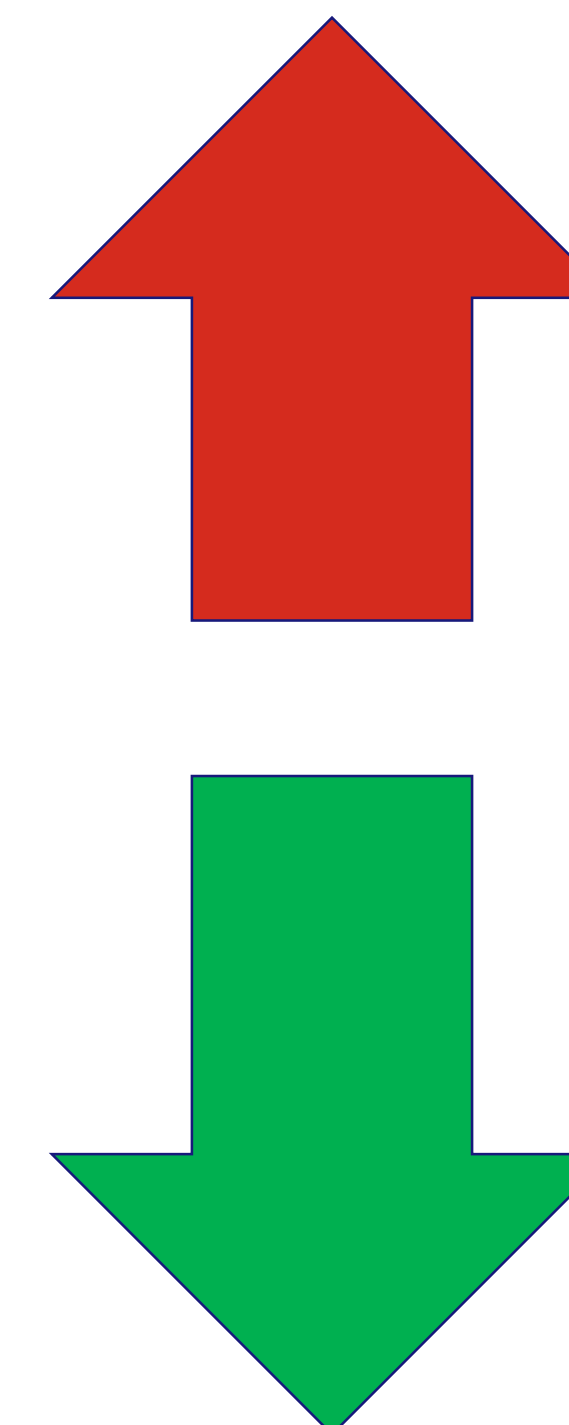
Pozn.: Intervaly spolehlivosti prognózy celkové inflace odrážejí predikční schopnost minulých prognóz a jsou symetrické. Pro prvních pět čtvrtletí se lineárně rozšiřují, poté zůstávají konstantní, což odpovídá jak minulé predikční schopnosti, tak stabilizační roli měnové politiky.

Zdroj: Zpráva o měnové politice, jaro 2024.

6. A co měnověpolitické obraty?

Pohyby úrokových sazeb a účinnost měnové politiky (úrokové sazby)

1	0,25												
0,75	0,25												
0,5	0,25												
0,25	0,25												
0	0	1Q	2Q	3Q	4Q	5Q	6Q	7Q	8Q	9Q	10Q	11Q	12Q
-0,25	-0,25												
-0,5	-0,25												
-0,75	-0,25												
-1	-0,25												



Musíme dávat pozor, abychom zároveň nestlačovali plynový pedál a současně neměli zataženou ruční brzdu.

7. Možný konflikt mezi cíli finanční a cenové stability?

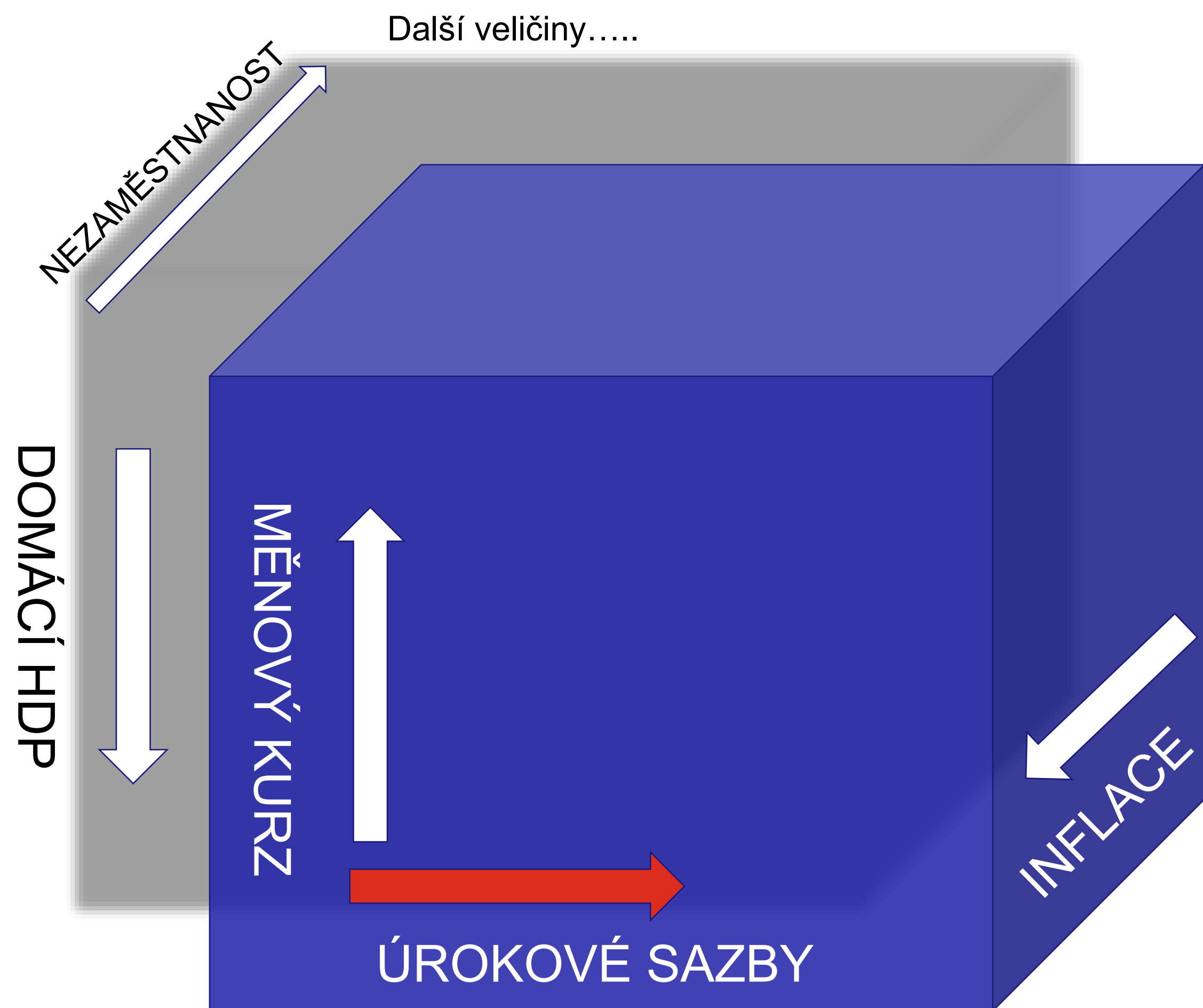
Odpověď: ... může nastat



- Udržování prostředí **dlouhodobě nízkých úrokových sazeb** řady CB před rokem 2020, tedy vysoce uvolněné měnové politiky, vedlo k:
 - špatnému ocenění rizika
 - zvýšení zranitelnosti finančních systémů (obvykle se projeví až v momentě, kdy ekonomiku zasáhne nepříznivý šok)
- Změna úrokové sazby CB ovlivňuje nejen úročení vkladů, poskytování nových úvěrů, ale dopadá i do splácení stávajících dluhů (domácností, firem, státu)
- Čím je doba fixace úrokových sazeb v úvěrových smlouvách delší, tím jsou okamžité efekty změny úrokových sazeb CB nižší
- Koordinace obou politik je potřebná

8. Co (ne)můžeme čekat od modelů?

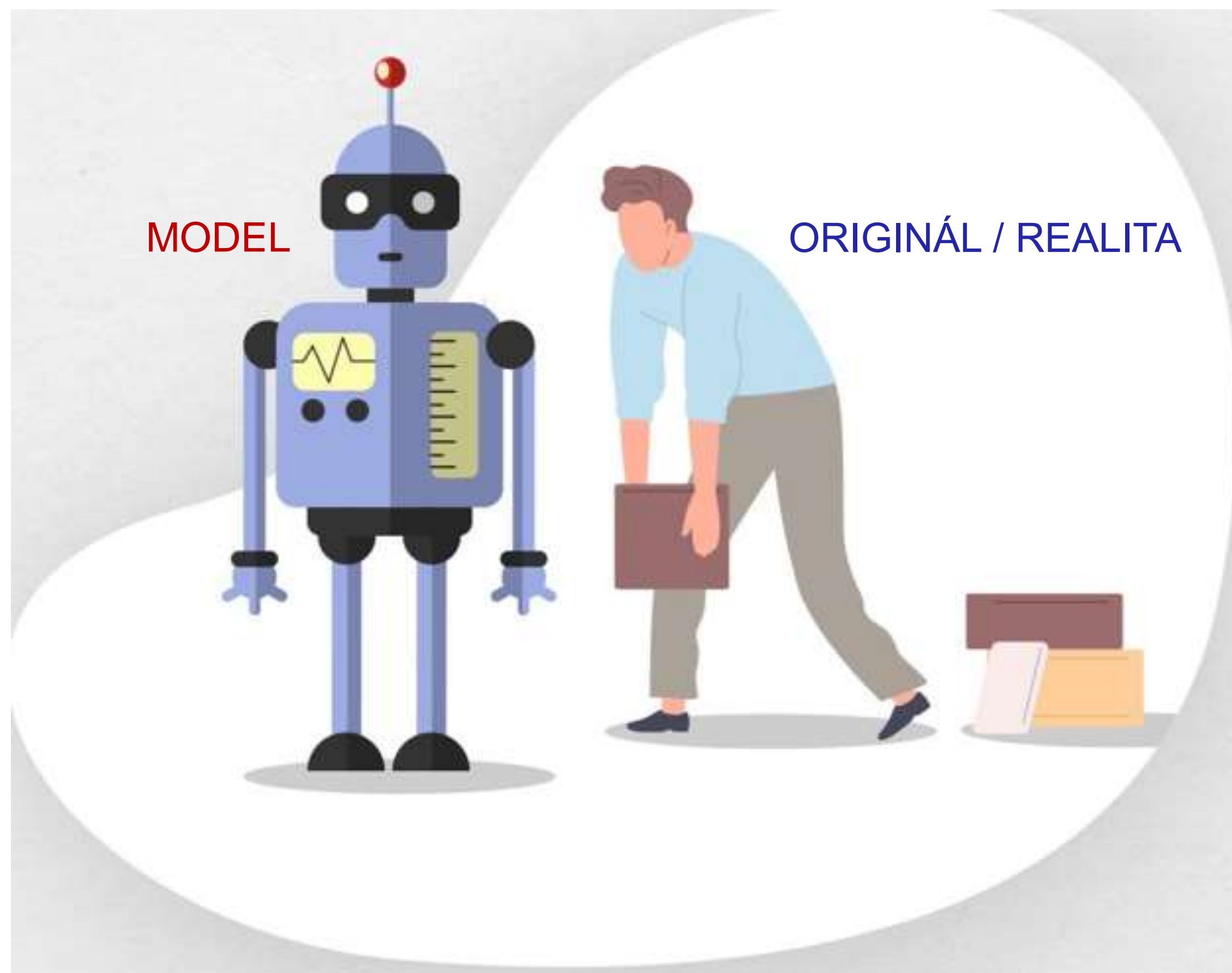
Odpověď: bez modelů by rozhodování CB bylo mnohem obtížnější...



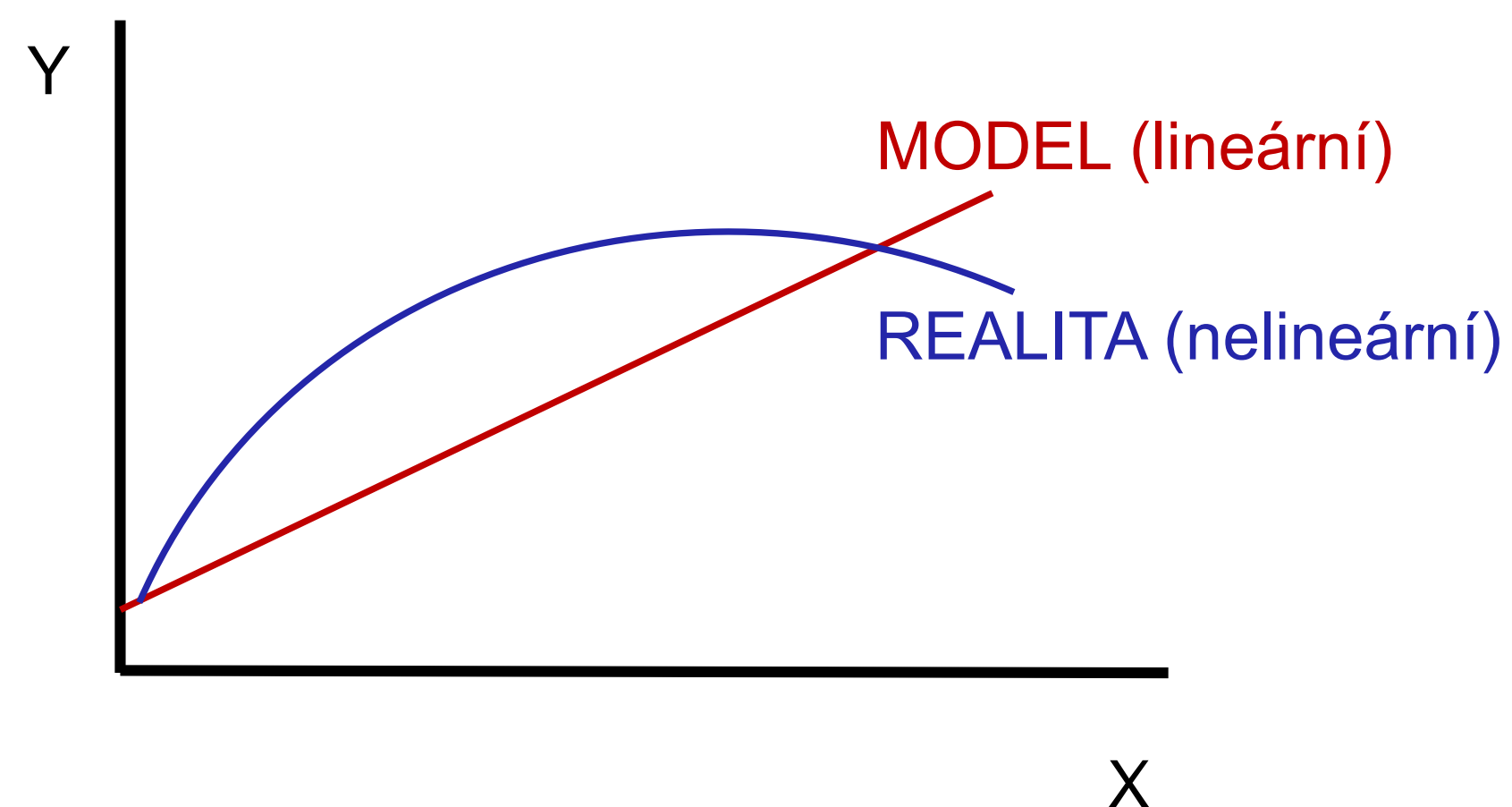
- **Model zajišťuje:**
 - soulad vazeb mezi modelovanými veličinami
 - strukturu debaty o fungování ekonomiky
 - simulování různých scénářů atd.

8. Co (ne)můžeme čekat od modelů?

Odpověď: ... ale neočekávejme od modelů nemožné...



- Sebelepší model je vždy „pouze“ **zjednodušeným odrazem reality**, tj. postihuje ty hlavní vazby v ekonomice a v chování nás všech (domácností, firem, vlády, zahraničních obchodních partnerů, finančních a komoditních trhů)
- Modelové vazby jsou lineární (až na výjimky), realita je nelineární a život hodně pestrý



Děkuji za pozornost



prof. Luboš Komárek

ředitel odboru vnějších ekonomických vztahů
Česká národní banka

Lubos.Komarek@cnb.cz