

Nejen soukromý sektor inovuje svoje produkty ... ale i centrální banky

Jiří Rusnok

guvernér, Česká národní banka

Rozvoj a inovace finančních produktů

Vysoká škola ekonomická

Praha, 7. února 2020

- Jak změnila finanční krize měnovou politiku centrálních bank a jejich roli?
 - Jak se změnil rámec měnových politik?
 - Jaké nové nástroje začaly centrální banky používat a jaké jsou jejich přínosy/vedlejší účinky?
 - Jak se změnila komunikace centrálních bank?
- Jak si počínala ČNB a jaké inovace přinesla?
- Jaké důsledky mají nekonvenční měnové politiky pro komerční bankovníctví?

- Měnová politika by měla:
 - být zaměřena na dosahování cenové stability
 - používat pouze jeden nástroj – krátkodobou úrokovou sazbu
- Za dolní mez pro pohyb úrokových sazeb byla považována (téměř axiomatically) 0% (zero lower bound – ZLB)
 - ZLB měla vždy přichuť jakési akademické či intelektuální kuriozity, která nemá s reálným životem nic společného
 - Např. Bank of England snížila od roku 1694 hlavní sazbu nejnižší na 2% celkem 15x (z toho např. během 1932-38 a 1939-51); na 0,25%(!) sazby snížila v 8/2016 (do 11/2017)
- Cílem měnové politiky by nemělo být zabezpečování finanční stability; finanční stabilita měla být brána do úvahy pouze tehdy, pokud by ve střednědobém horizontu ovlivňovala (znemožňovala) dosahování cenové stability

S výhodou zpětného pohledu se předkrizové paradigma v mnoha ohledech jeví jako zastaralé a překonané

- 2008: prasknutí několikerých bublin a propad ekonomik
- 2009: záchrana bank a fiskální stimulace poptávky
- 2010: vypuknutí dluhové krize a zahájení konsolidace veřejných financí (po 4 roky působily fiskální politiky procyklicky) ⇒ stagnace či recese (druhá část „W“)
- Pokračoval pokles rovnovážných úrokových sazeb
- Trendové zpomalení inflace ⇒ podstřelování inflačních cílů a eroze schopnosti cílů ukotvovat inflační očekávání
- Vývoj byl natolik překotný a nečekaný, že centrální banky neměly možnost vyhodnotit komplexně a *ex ante* možné dopady svých inovativních opatření i optimální způsob komunikace; vše se odehrávalo „za pochodu“

Nízkoinflační prostředí vyvolalo v život inovace měnových politik a doposud nevídané experimenty; parafráze: „Nouze naučila Dalibora (čti: centrální banky) housti“

- Centrální banky vyspělých zemí provozují cílování inflace, ve kterém určitou roli hraje stabilizace výstupu
- Nedávné změny mandátů centrálních bank:
 - Centrální banka Nového Zélandu přijala (od dubna 2019) duální mandát: cílem měnové politiky je cenová stabilita + plná (=maximálně udržitelná) zaměstnanost (jako v USA)
 - Centrální banka Norska rozšířila (2018) svůj mandát tím, že bude „působit proti finančním nerovnováhám“
- Stalo se obecně přijímaným poznatkem (např. Yellen, 2014), že makrobezpečnostní politiky jsou přímějším, účinnějším a tudíž vhodnějším nástrojem pro tlumení finanční nestability než měnová politika
- Význam finanční stability pro CB zásadně vzrostl kvůli:
 - 1) jejímu podstatnému vlivu na cenovou stabilitu
 - 2) její schopnosti ovlivňovat transmisní mechanismus MP

Finanční stabilitě byla vymezena samostatná role v poslání centrálních bank, avšak mimo záběr měnových politik

- Diskusi o výši inflačních cílů stimuloval mj. Blanchard (2010) návrhem zvýšit je na 4%, aby se vytvořil větší manévrovací prostor pro pohyb úrokových sazeb a omezila se tak možnost vzniku deflace; to bylo v době, kdy se „nepřekročitelnou“ mezí jevila ZLB (viz též ČNB: snížila 2T-repo na 0,05% v 2012)
- ELB (effective lower bound) otevřela možnost snížit sazby až na -0,5% či -0,75%; manévrovací prostor pro sazby je tedy *větší* a tím pádem přínos případného vyššího cíle *menší*
- Některé banky změnilы výši svých inflačních cílů:
 - Bank of Japan zvýšila inflační cíl: z 1% na 2% (2013)
 - ČNB a J. Korea: 3% → 2%; Norsko: 2,5% → 2%
- Jiné banky: zavedly striktní bodové cíle (Fed, BoJ), odstranily toleranční rozpětí (Švédsko) nebo přešly od cílovaného rozpětí k bodovému cíli (N. Zéland)

Účelem úprav inflačních cílů bylo: 1. lépe ukotvit inflační očekávání, 2. snížit nejistotu ohledně vývoje inflace, 3. posílit závazek dosahovat cíle cenové stability, 4. zvýšit transparentnost a předvídatelnost měnové politiky

- Dva základní komunikační nástroje:
 - Hospodářské prognózy – byly používány již před krizí
 - Forward Guidance: nový nekonvenční komunikační nástroj, jehož smyslem bylo v podmínkách ELB zvýšit efektivnost měnové politiky tím, že centrální banka vyhlásí závazek ohledně svých budoucích záměrů
 - Dva typy Forward Guidance:
 - Odysseovský typ FG:
 - Časově neomezený: nspecifikuje načasování nebo podmínky příštích změn MP
 - Časově omezený: explicitní podmíněný závazek, kdy dojde ke změně MP
 - Věcně podmíněný: formuluje prahové hodnoty pro určité veličiny, kterých musí být dosaženo, aby došlo ke změně MP
 - Delfský typ FG: zveřejnění trajektorie úrokových sazeb (viz ČNB již od roku 2008); pozor: trajektorie není závazek!
- FG používaly: Kanada, Izrael, ČR, UK, USA, ECB, Japonsko

Nástroj Forward Guidance by se mohl stát trvalou součástí měnově-politického rámce některých centrálních bank

- Nekonvenční nástroje měly dva hlavní účely:
 - obnovit oslabenou funkčnost transmisního mechanismu MP
 - poskytnout dodatečný stimul poptávce v situaci, kdy se ekonomiky nacházely v recesi a kdy úrokové sazby narazily na efektivní dolní mez (ELB)
- Nekonvenční nástroje se soustředily na něco jiného, než na krátkodobé úrokové sazby; byly to:
 - časové spready
 - ovlivňování likvidity a úvěrových spreadů
 - obnovení podmínek pro likviditu s cílem podpořit fungování transmisního mechanismu měnové politiky

Nekonvenční nástroje nebyly striktně vzato nové, ale nový byl způsob, intenzita a synergie jejich použití

- **Záporné úrokové sazby**
 - **Přínos:** napomohly snížit dlouhý konec výnosové křivky a tím působily stimulačně na investice a poptávku
 - **Vedlejší efekty:** snížení úrokových i ziskových marží bank (zatím nemá zásadní negativní dopad na finanční stabilitu bank); dopady na banky byly zmírněny výjimkami (tiering, SNB, ECB)
 - Pro celkové vyhodnocení dopadů bude zapotřebí delší čas
 - Záporné sazby ⇒ tlaky na oslabení měn (EUR, CHF, DKK)
- **Rozšířené zápůjční operace (lending operations)**
 - **Podstata:** spočívaly ve výrazném zvýšení objemu stávajících zápůjčních operací s cílem poskytnout dostatek likvidity většímu počtu institucí
 - **Přínosy:** umožnily finančním institucím (ve stresu) poskytovat více úvěrů reálné ekonomice (tzv. funding for lending)
 - **Vedlejší účinky:** přílišná závislost na likviditě CB, využívání rizikovějšího kolaterálu a nákup více rizikových aktiv

- Programy nákupů aktiv
 - Podstata: rozsáhlé nákupy aktiv jiných než krátkodobých pokladničních poukázek obvykle financované rezervami centrálních bank
 - Účel: nákup veřejného a soukromého dluhu snižuje příslušné úrokové sazby a rizikovou přírážku, což vede ke snížení výpůjčních nákladů pro reálnou ekonomiku
 - Vedlejší účinky: masivní nárůst bilancí centrálních bank; skoupení vysoce kvalitních aktiv na repo trhu
 - Programy bývají někdy považovány za kontroverzní:
 - Podstupování příliš velkého finančního rizika
 - Jde o určitou formu alokace úvěrů, což překračuje rámec MP
 - Nákup soukromých aktiv se vymyká mandátu centrálních bank

I přesto, že doposud nemohly být provedeny důkladné analýzy všech dopadů nekonvenčních nástrojů, jeví se tyto nástroje jako veskrze přínosné

- Zřejmě se etabluje „nový normál“: nízkoinflační prostředí a nízké měnově-politické úrokové sazby
- Dlouhodobé zploštění výnosové křivky vytváří tlak na:
 - ziskovost bank (tlak na komerční banky ve směru optimalizace jejich business modelů - viz např. M. Draghi)
 - výši úvěrů poskytovaných bankami
 - zdraví a stabilitu penzijních fondů a pojišťoven
 - zvyšování risk-taking ve finančním zprostředkování (cenou za podporu růstu je větší finanční zranitelnost)
 - horší alokační efektivnost – riziko, že finanční zdroje budou alokovány méně efektivně (např. zombie firmy)
- Zvýšení morálního hazardu při soukromém i veřejném vypůjčování si (nižší averze k riziku)
- Přeshraniční dopady (pohyby kurzů a toky kapitálu)

Aby centrální banky omezily negativní vedlejší efekty, budou muset skloubit konvenční a nekonvenční politiky

- Výchozí strategie byla přijata v 1998 (1999 vznik EMU)
- Zpřesnění některých prvků strategie: 2003 (inflační cíl změněn z rozpětí 0%-2% na „below but close to 2%“)
- 23. ledna 2020 ECB vyhlásila přehodnocení strategie:
 - Kvantitativní vyjádření cenové stability
 - Měnově-politické nástroje
 - Ekonomická a měnová analýza
 - Komunikační praxe
 - Další prvky, které budou vzaty v úvahu:
 - Finanční stabilita
 - Zaměstnanost
 - Udržitelnost životního prostředí
 - Přehodnocení by mělo být dokončeno koncem 2020
 - 2 vůdčí principy: důkladná analýza; bez předsudků

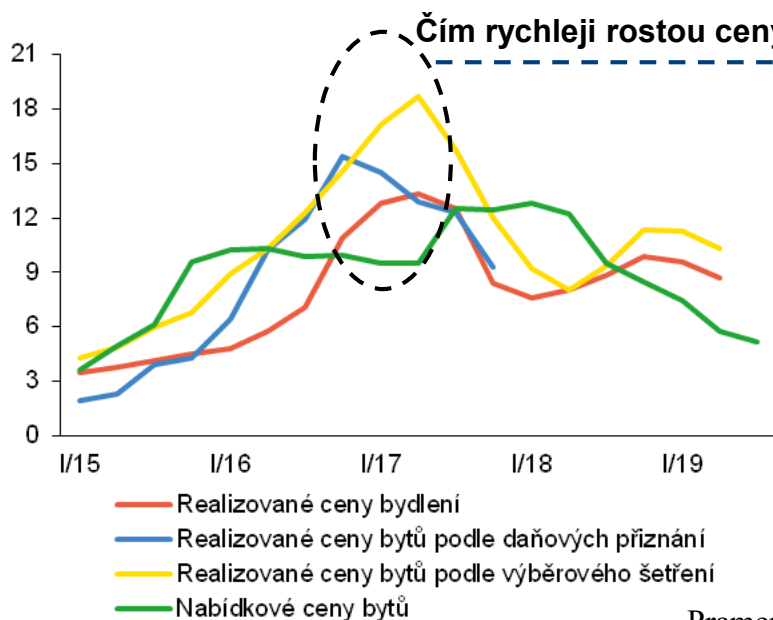
Ch. Lagarde: „Žádný kámen nezůstane neobrácen“

- Podzim 2012: avizo, že podle potřeby bude oslaben kurz
- Listopad 2012: snížení úrokových sazeb na 0,05% (ZLB) a souběžné přerušení odprodeje výnosů z dev. rezerv
- Průběh roku 2013: provádění slovních intervencí zaměřených na oslabení koruny (omezená účinnost)
- Od března 2013: používán Forward Guidance: *„Úrokové sazby budou drženy na stávajících úrovních (tj. na „technické nule“) v delším horizontu, dokud nedojde k výraznému nárůstu inflačních tlaků“*
- 7. listopadu 2013: přijetí kurzového závazku (koruna neposílí pod úroveň 27 Kč/euro)
- 6. dubna 2017: ukončení kurzového závazku (byl splněn předpoklad udržitelného plnění inflačního cíle)

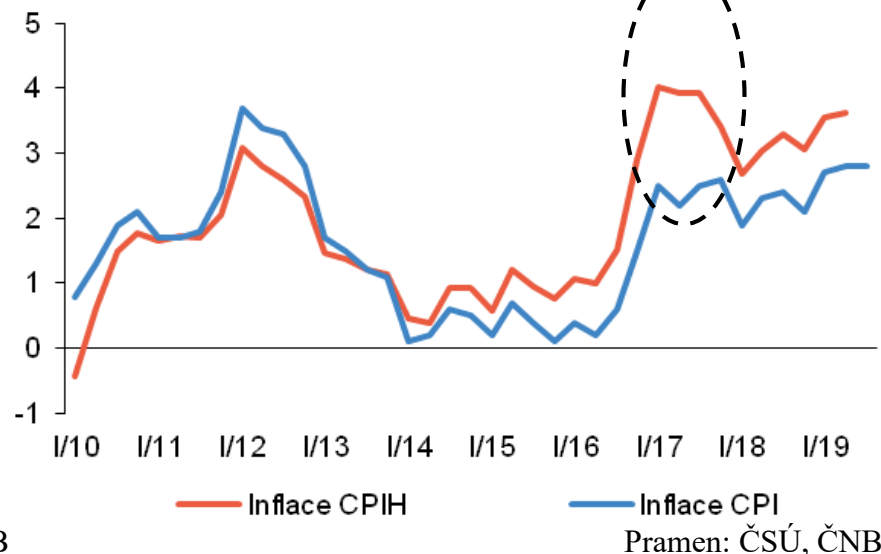
ČNB se přidala k dalším bankám používajícím nekonvenční nástroje; jejich volba byla dána charakterem české ekonomiky a mírou průsaku kurzu do inflace

- Kurzový závazek napomohl oživení české ekonomiky, rychlejšímu růstu inflace a dřívějšímu dosažení inflačního cíle (v souladu s očekáváním ČNB)
- Došlo k prudkému nárůstu objemu devizových rezerv
- Po ukončení kurzového závazku došlo k posílení koruny (ve 2Q 2017) a poté ke stabilizaci kurzu
- Jednou z příčin, proč koruna přibližně dva roky neposilovala, byla tzv. překoupenost trhu (neexistence protistrany); kurzový závazek přetrvává *de facto*, nikoliv *de iure*
- Pokročil proces normalizace měnové politiky, tj. návratu úrokových sazeb k dlouhodobě rovnovážné míře (cca 3%)
- V letech 2018-19 došlo k přehřátí ekonomiky (zejména trhu práce)
⇒ inflace se nyní pohybuje mírně nad horní mezí cíle
- Nízké úrokové sazby napomohly realitnímu boomu
- Přehřátý realitní trh otevírá otázku správného měření inflace

Nabídkové a realizované ceny bydlení



Experimentální cenový index CPIH



Experimentální index CPIH přibližuje dopad růstu cen nemovitostí do inflace; zatímco v roce 2013 činil rozdíl mezi oběma indexy v průměru -0,1 procentního bodu, v roce 2017 byl rozdíl 1,4 p.b.; problém CPIH: nemovitosti nepředstavují pouze spotřebu, ale ve velké míře investice; index CPIH je dílčí analytickou inovací ČNB

- Okamžité platby
 - ČR je specifická (přinejmenším v evropském kontextu) tím, že veškerý mezibankovní platební styk jde přes CERTIS
 - tento systém přináší úspory z rozsahu (přirozený monopol)
 - banky nemusí budovat vlastní systém, který by byl nákladný
 - Systém okamžitých plateb:
 - Zahájení provozu: podzim 2018
 - Připojení většiny bank (90% retailového trhu): konec 2019
 - Průměrná doba trvání transakce: 6 sekund
 - Dopady na banky:
 - Náklady na zavedení systému
 - Zvýšení konkurenčních tlaků mezi bankami
 - Možnost převzít některé funkce od karetních společností
 - Přínos pro klienty: velký
- Bankovní identita (projekt SONIA): od roku 2021
- Digitální měna – ČNB zatím monitoruje problematiku

- Posledních 12 let bylo centrální bankovníctví ve vyspělých ekonomikách na inovace velmi bohaté
- Nekonvenční nástroje rozšířily bankám manévrovací prostor a zvýšily pružnost jejich politik; díky nim mohly banky lépe naplňovat svůj mandát v podmínkách, kdy účinnost konvenčních nástrojů byla omezená
- Během období hospodářské ochablosti bude zřejmě používání nekonvenčních nástrojů běžnější
- Některé nekonvenční nástroje se patrně stanou trvalou součástí instrumentária (zejména, pokud se osvědčí)
- Makrobezpečnostní politika významně posílila svoji roli
- Nebezpečí: vlády mohou příliš spoléhat na to, že za ně budou centrální banky svými nástroji řešit jejich problémy

Na důkladné vyhodnocení všech přínosů (a rozmanitých rizik) nekonvenčních nástrojů je zatím příliš brzy; již nyní je však zřejmé, že napomohly růstu a zvýšení inflace



www.cnb.cz

Jiří Rusnok
Governor

Jiri.Rusnok@cnb.cz

Tel.: +420 224 412 000