

9. Řízení devizových rezerv centrální banky

1MT404 Finanční stabilita



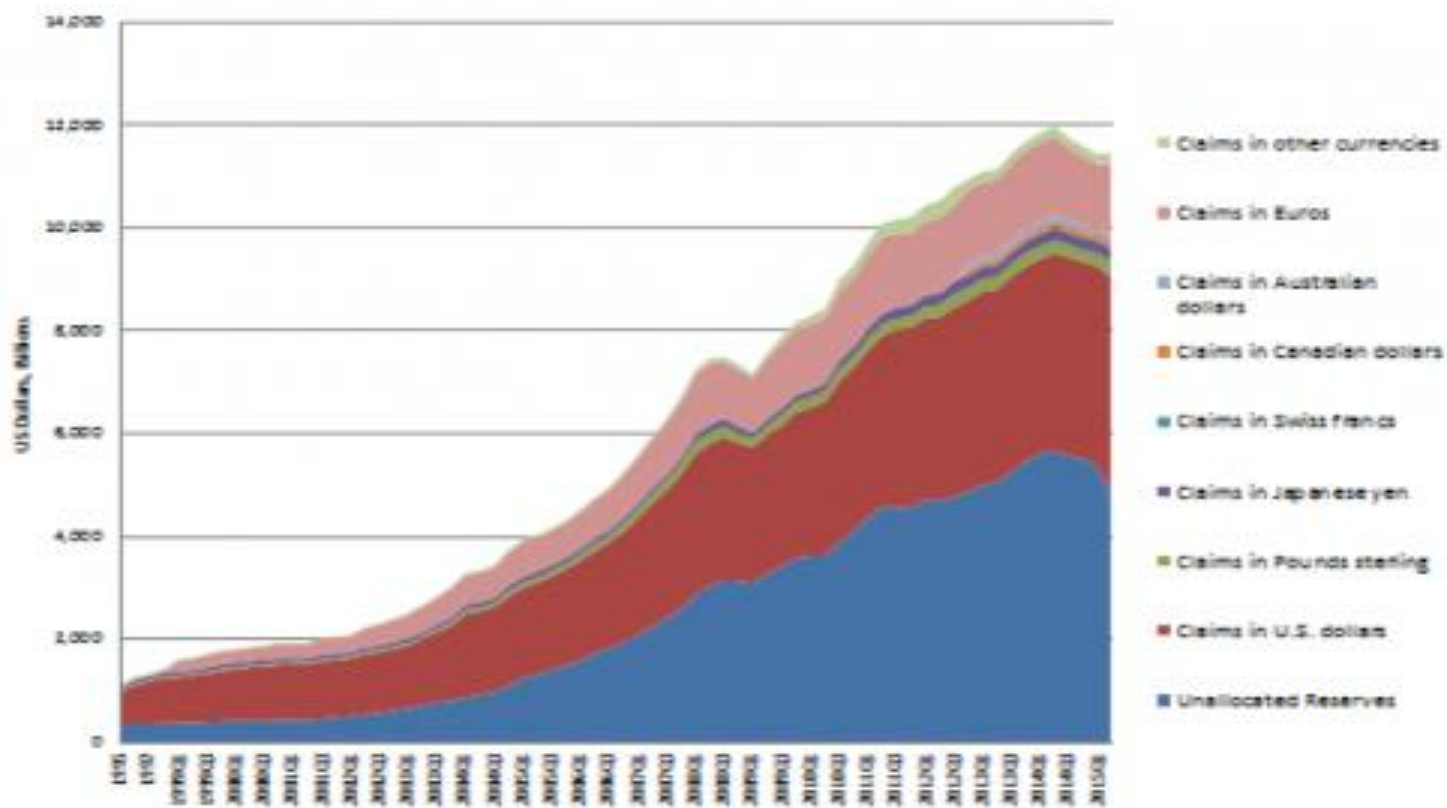
EVROPSKÁ UNIE
Evropské strukturální a investiční fondy
Operační program Výzkum, vývoj a vzdělávání

Dynamika devizových rezerv



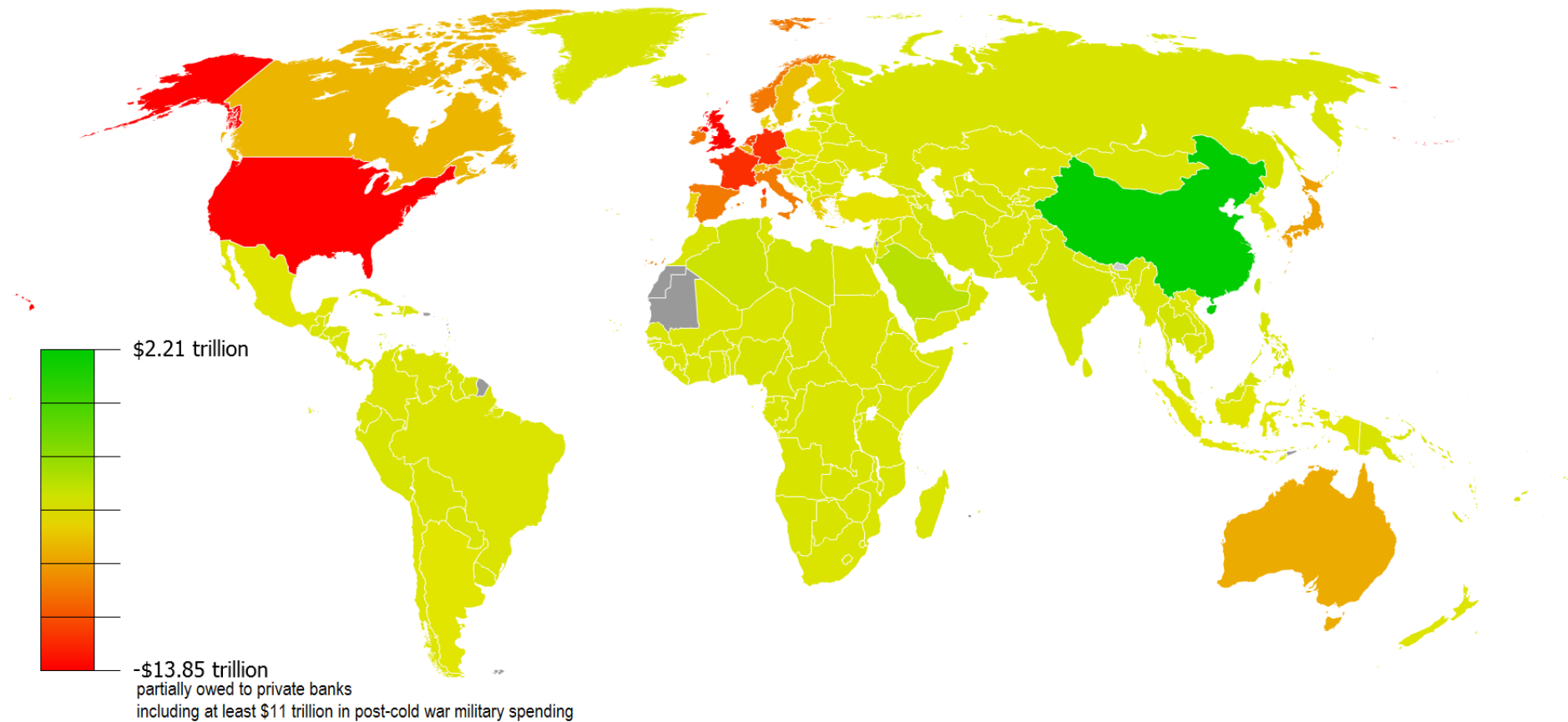
Zdroj: <http://thedailyjournalist.com/the-financier/imf-whither-emerging-markets-foreign-exchange-reserves/>

Měnové složení devizových rezerv



Zdroj: <http://thedailyjournalist.com/the-financier/imf-whither-emerging-markets-foreign-exchange-reserves/>

Devizové rezervy vč. zlata minus hrubé vnější zadlužení ekonomik (rok 2010)



Zdroj: https://www.zerohedge.com/sites/default/files/images/user5/imageroot/gc%203_1.png

Akumulace devizových rezerv v kontextu makroekonomické rovnováhy a politiky stabilizace absorpce

rovnováha v otevřené ekonomice:

$$NX = (S - I) + (T - G)$$

domácí absorpce:

$$A = Y - NX$$

identita platební bilance:

$$NX + NY(PD) + NT(SD) = FA$$

akumulace devizových rezerv v rámci makroekonomické rovnováhy a stabilizace dynamiky absorpce:

$$\Delta DR = (S - I) + (T - G) + NY(PD) + NT(SD) - FA(\text{bez } \Delta DR)$$

$$A = Y - FA(\text{bez } \Delta DR) + NY(PD) + NT(SD) - \Delta DR$$

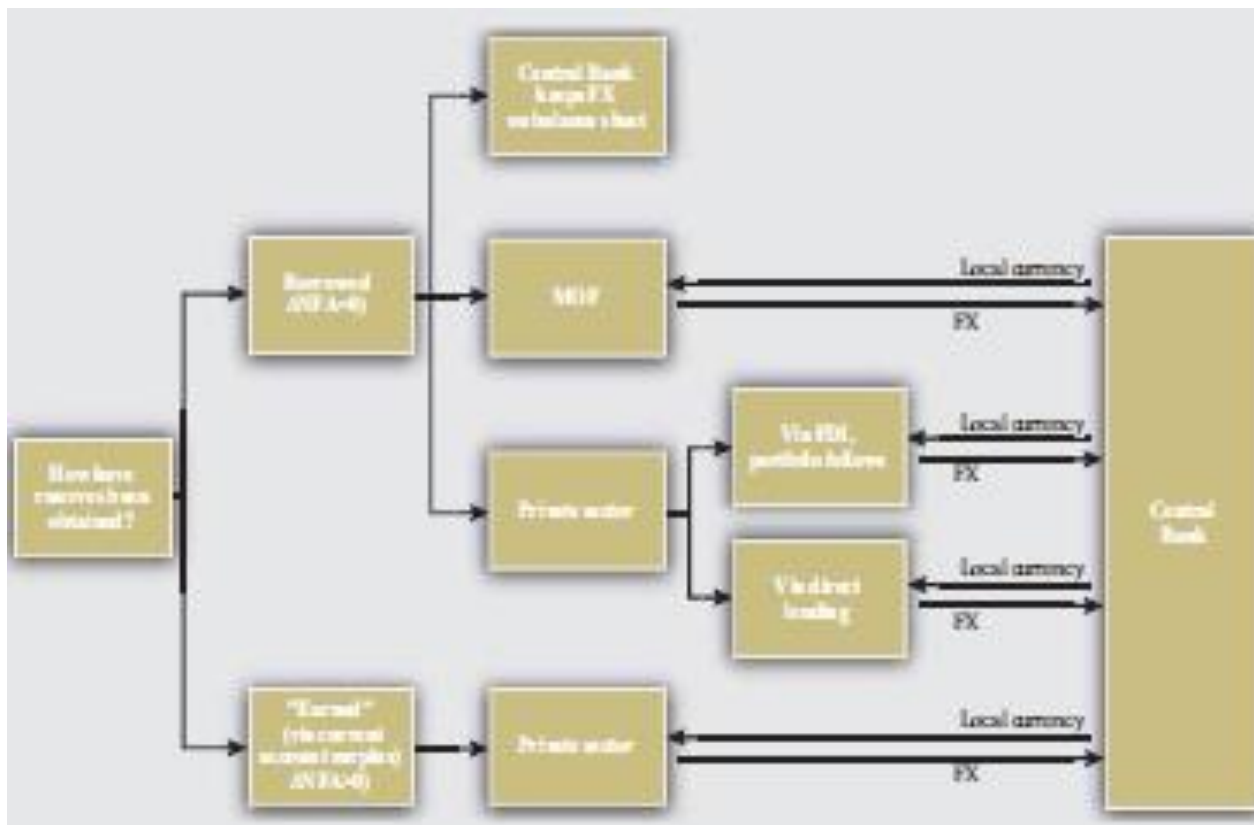
Problémy spojené s akumulací devizových rezerv

- akumulace devizových rezerv jako projev makroekonomické nerovnováhy (v rámci ekonomiky, mezi vyspělými a rozvíjejícími se ekonomikami)
- akumulace devizových rezerv jako projev intervence proti oslabení konkurenceschopnosti domácí ekonomiky na světovém trhu
- omezená vazba mezi akumulací/velikostí devizových rezerv a zvoleným kurzovým režimem oproti tradičnímu pojetí devizových rezerv jako ochrany proti oslabení domácí měny (výpadek exportu, odliv kapitálu)

Problémy spojené s akumulací devizových rezerv (pokračování)

- problém rezervní měny a optimální měnové struktury devizových rezerv
- čisté náklady držby devizových rezerv
- akumulace devizových rezerv a systémový přebytek likvidity bankovních systémů
- devizové rezervy a aktivita státních „suverénních“ fondů
- řízení portfolia devizových rezerv

Zdroje akumulace devizových rezerv

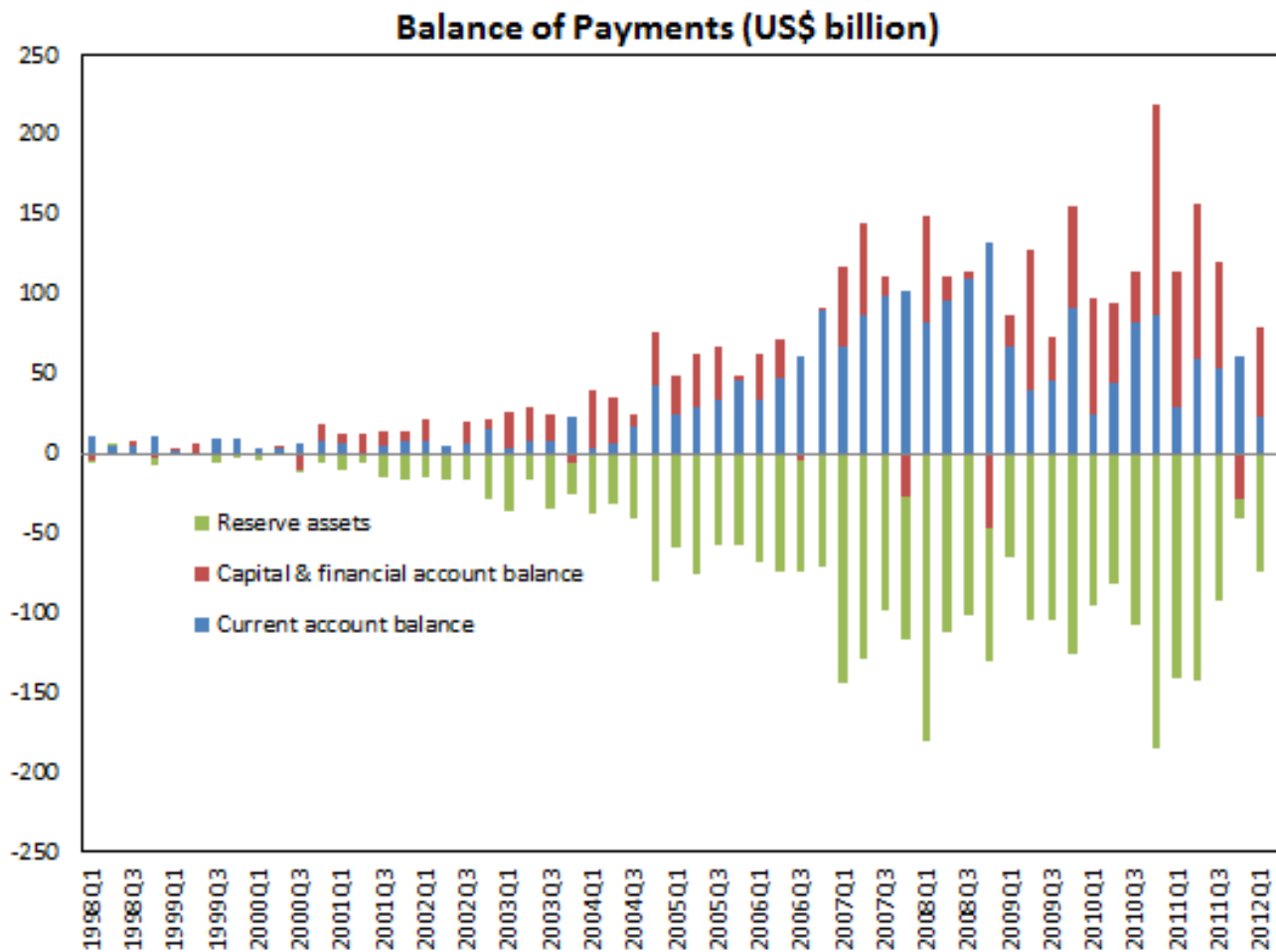


Zdroj: autor

Zdroje akumulace devizových rezerv

- exportně orientované země – podpora efektivního kurzu domácí měny a posílení konkurenceschopnosti exportu, socializace nákladů a depreciace domácí měny
- země orientované na export komodit – podpora ziskovosti prodeje komodit, posílení příjmů státního rozpočtu (zdanění produkce a exportu komodit), socializace nákladů a depreciace domácí měny
- země orientované na příliv kapitálu – podpora financování kapacit pro budoucí spotřebu nebo budoucí exportní orientaci země, socializace nákladů a depreciace domácí měny

Zdroje akumulace devizových rezerv Číny



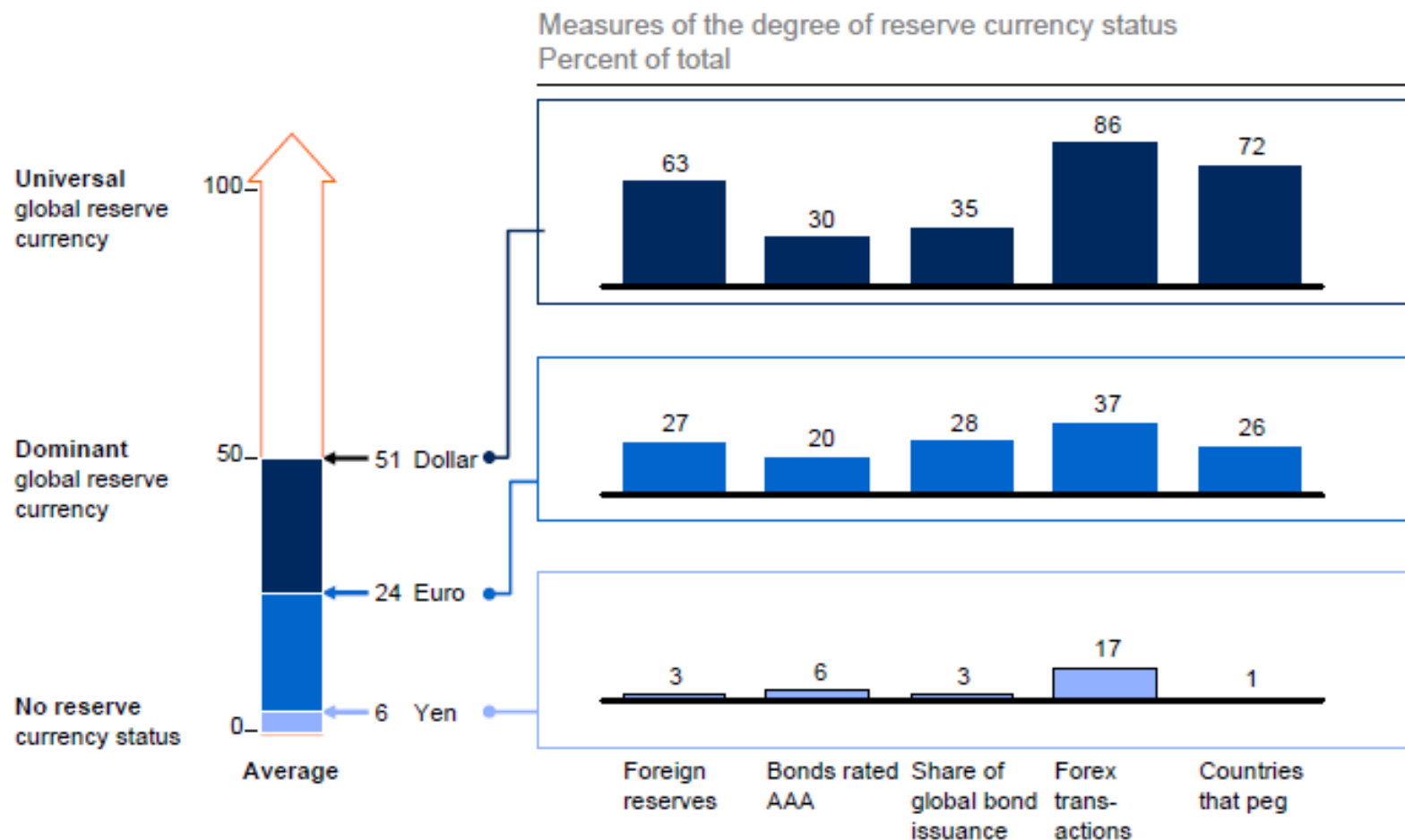
Zdroj: <http://www.alsosprachanalyst.com>

Devizové rezervy a rezervní měna

(podmínky získání statutu rezervní měny)

- Ekonomická velikost
- Transakční (fakturační) měna
- Rozvinutost finančního trhu
- Makroekonomická stabilita
- Ostatní neekonomické faktory
- Existence alternativní rezervní měny

Komplexní hodnocení statutu rezervní měny



Note: The overall ranking of reserve currency status is a simple average of the five measures.

Zdroj: COFER; Fitch Corporate Bond Report Q2 2009; Bank for International Settlements; International Monetary Fund estimates; Dealogic

výnosy statutu rezervní měny

- výnosy z ražebného
- nižší úrokové náklady pro dlužníky
- vyšší důvěra investorů
- stabilita poptávky po rezervní měně

Náklady statutu rezervní měny

- „silnější“ kurz rezervní měny
- omezení exportní konkurenceschopnosti/zvýšení importní náročnosti (vyšší spotřebitelský užitek vyplývající z importu)
- snížení úrokové výnosnosti pro střadatele

Čisté náklady držby devizových rezerv

- pohled přes náklady všech subjektů vs. pohled přes náklady dopadající na centrální banku (socializace nákladů)
- pohled přes náklady získání devizových rezerv a výnosy z devizových rezerv (odlišné riziko a likvidita, kurzové riziko v rámci akumulace devizových rezerv přes přebytek běžného účtu)
- pohled přes implicitní náklady vycházející z nákladů obětovaných příležitosti
- problém nefunkčnosti kurzového vyrovnávacího procesu
- problém úhrady kumulované ztráty centrální banky (přenos ztráty do veřejného dluhu + otázka udržitelnosti veřejného dluhu)

Systemový přebytek likvidity bankovního systému a kurzové intervence centrální banky

- obnovení zájmu o problém systémového přebytku likvidity v souvislosti s rozsáhlými programy centrálních bank na podporu likvidity bankovních systémů USA, EMU, Velké Británie, Japonska a dalších
- v rámci tranzitivních ekonomik vzniká systémový přebytek likvidity v souvislosti s kurzovými intervencemi centrálních bank již v průběhu 90. let 20. století
- přebytek likvidity je vytvořen v rámci režimu pevného kurzu a dále prohlubován i po následném uvolnění kurzové politiky
- kurzové intervence v různých fázích ekonomické transformace
- řešena otázka zdrojů absorpce likvidity bankovního systému, rychlosti absorpce, otevřené devizové pozice centrální banky, kapitálového požadavku a úhrady kurzových ztrát centrální banky při trendové apreciaci domácí měny

Systemový přebytek likvidity v kontextu bilance centrální banky

podmínka vzniku systémového přebytku likvidity
bankovního systému:

$$DR + CP_{\text{OUTRIGHT}} > PMR + DoR + O + D_{VL}$$

devizové rezervy jako zdroj přebytku likvidity, sterilizace likvidity, absorpce likvidity a kurzové efekty akumulace devizových rezerv:

$$\begin{aligned} \Delta DR = & (\Delta D_{\text{OUTRIGHT}} + \Delta D_{\text{REPO}} - U - \Delta CP_{\text{OUTRIGHT}} - \Delta CP_{\text{REVREPO}}) \\ & + (\Delta D_{\text{DF}} - \Delta CP_{\text{ZF}}) + (\Delta PMR + \Delta DoR + \Delta O + \Delta D_{\text{VL}}) + \\ & (\Delta OST_{\text{PASIVA}} - \Delta OST_{\text{AKTIVA}}) \end{aligned}$$

Sterilizace likvidity v krátkém období

- užití automatických facilit
- emise CP centrální bankou, termínové depozitum, resp. úročené dobrovolné rezervy
- omezení čerpání likvidity prostřednictvím reverzních repo operací a úvěrových facilit

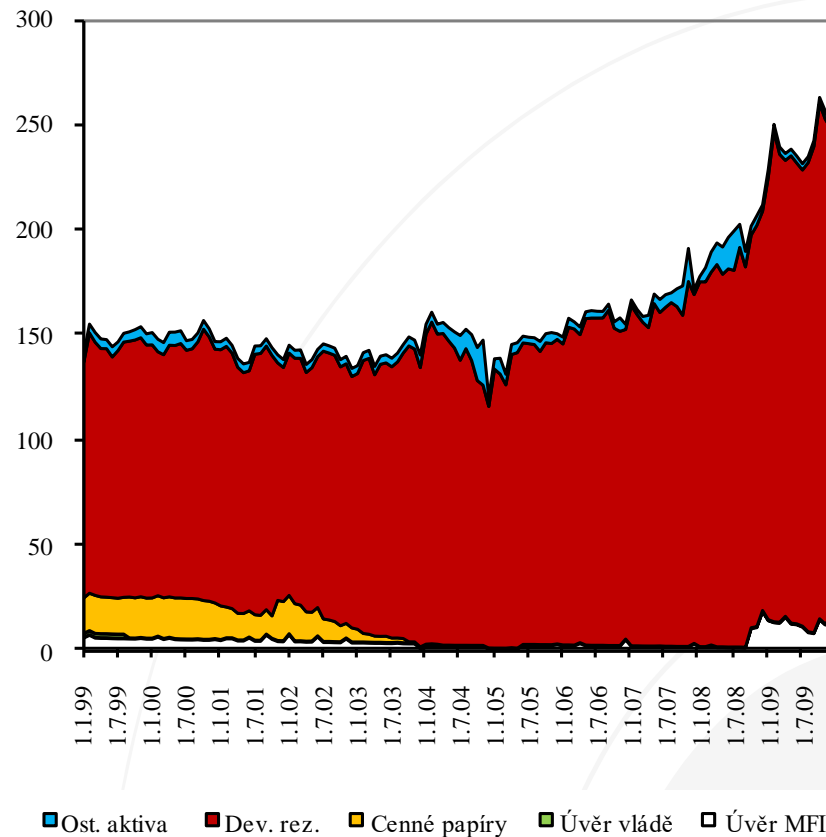
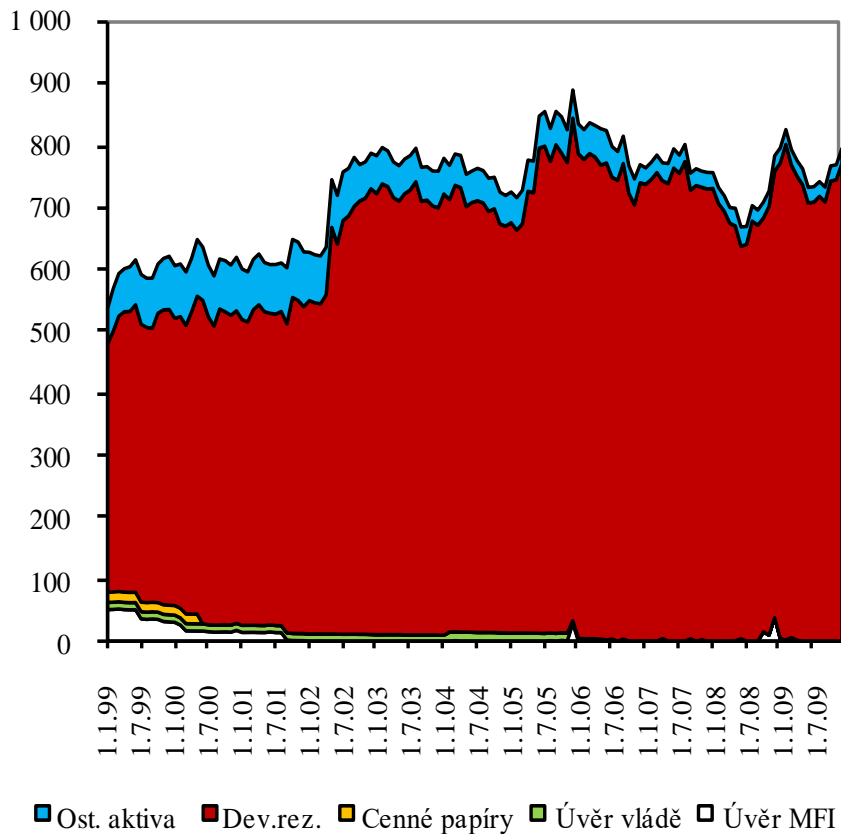
Absorpce likvidity bankovního systému v dlouhém období (trendové faktory)

- růst objemu emitovaného oběživa v reakci na rychlý růst nominálního HDP (spotřeby)
- růst předpisu minimálních rezerv na bázi růstu objemu primárních vkladů
- redukce portfolia domácích aktiv centrální banky
- redukce portfolia zahraničních aktiv centrální banky
- zadržení zisku centrální banky
- kumulace přebytků státního rozpočtu

Analýza systémového přebytku likvidity v bankovních systémech ČR, Polska a Maďarska

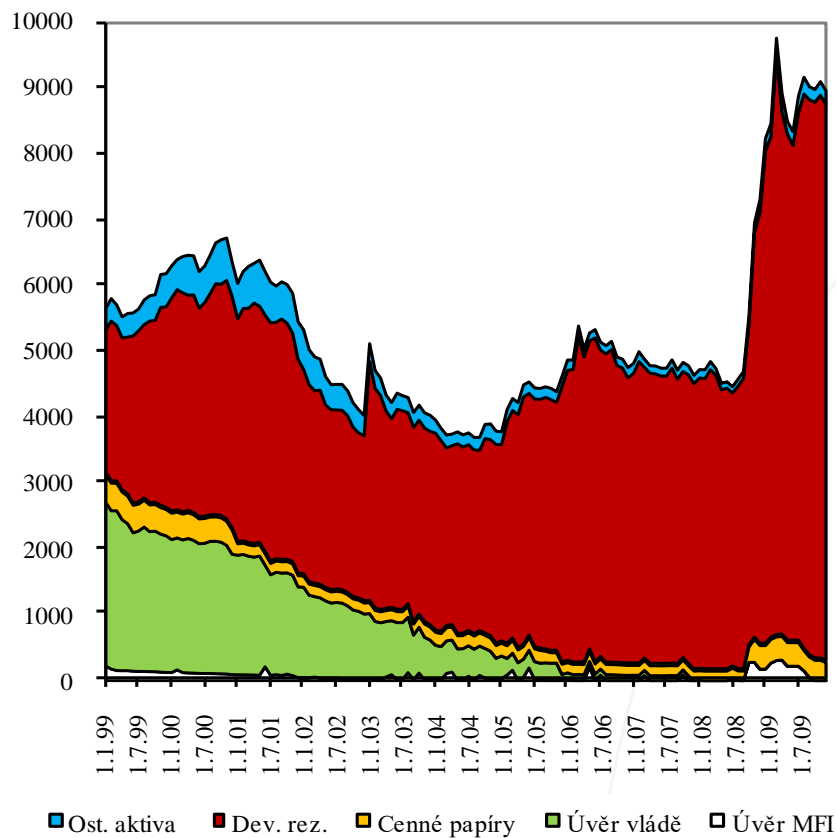
- přebytek likvidity vzniká v polovině 90. let 20. století na bázi kurzových intervencí v systémech pevného kurzu (ČR) a crawling pegu (Polsko a Maďarsko)
- reakce na masivní příliv kapitálu v prostředí deficitů běžného účtu platební bilance vyvolávající tlaky na apreciaci domácí měny
- poslední třetina 90. let znamená uvolnění kurzových poměrů a omezení přímých kurzových intervencí centrálních bank na devizovém trhu
- zdrojem nové likvidity se stávají intervence mimo oficiální devizový trh (odkup privatizačních příjmů, transfer dotací z EU přes centrální banku (Polsko a Maďarsko), odkup výnosů emise vládní dluhopisů na zahraničních trzích (Maďarsko))

Celková aktiva a struktura aktiv ČNB (vlevo) a NBP (vpravo) (v mld. CZK a PLN)



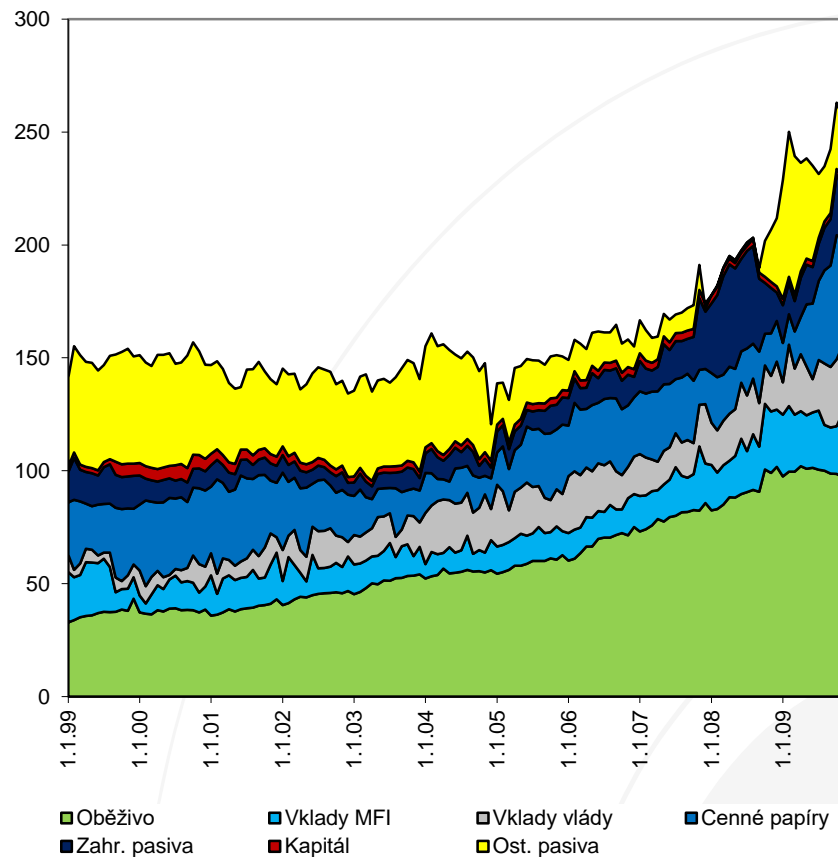
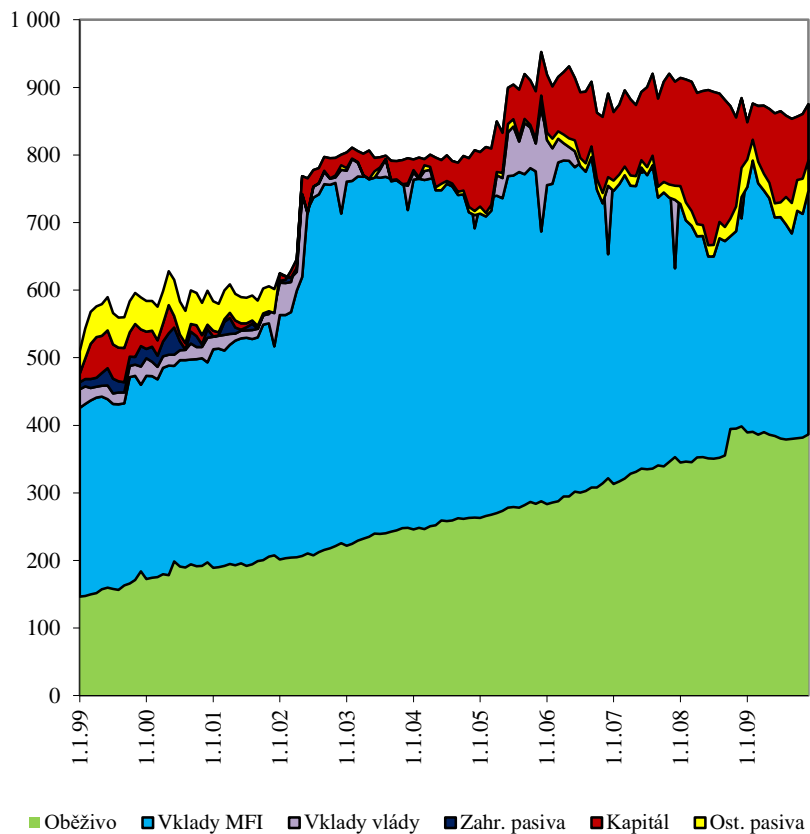
Zdroj: autor ze stránek ČNB a NBP

Celková aktiva a struktura aktiv NBH (v mld. HUF)



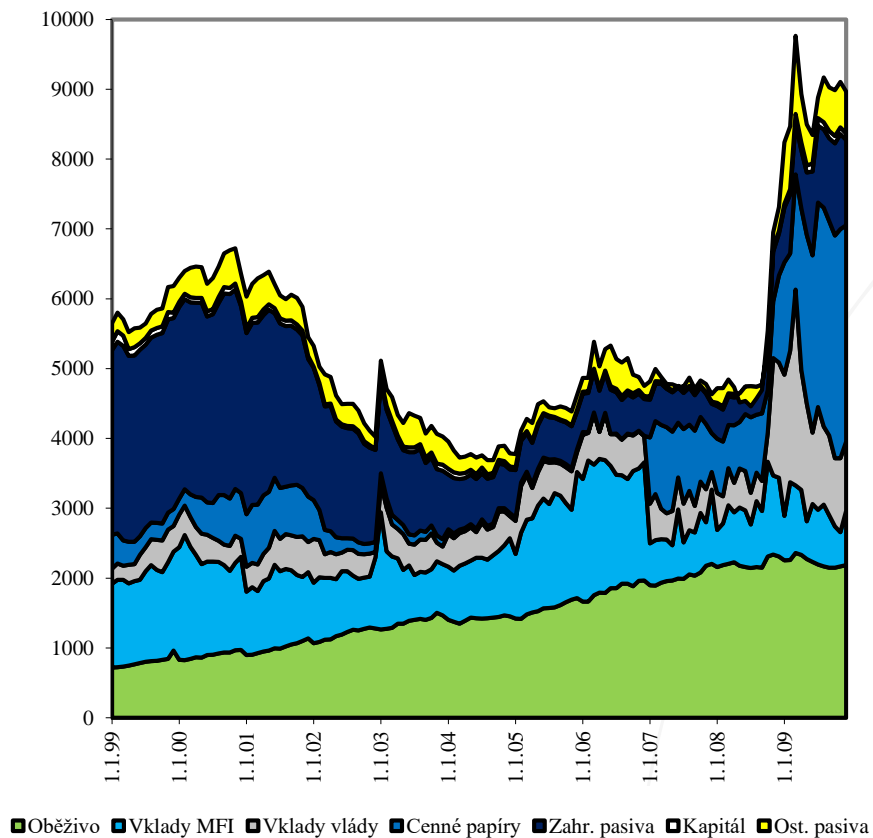
Zdroj: autor z NBH

Celková pasiva a struktura pasiv ČNB a NBP (v mld. CZK a PLN)



Zdroj: autor ze stránek ČNB a NBP

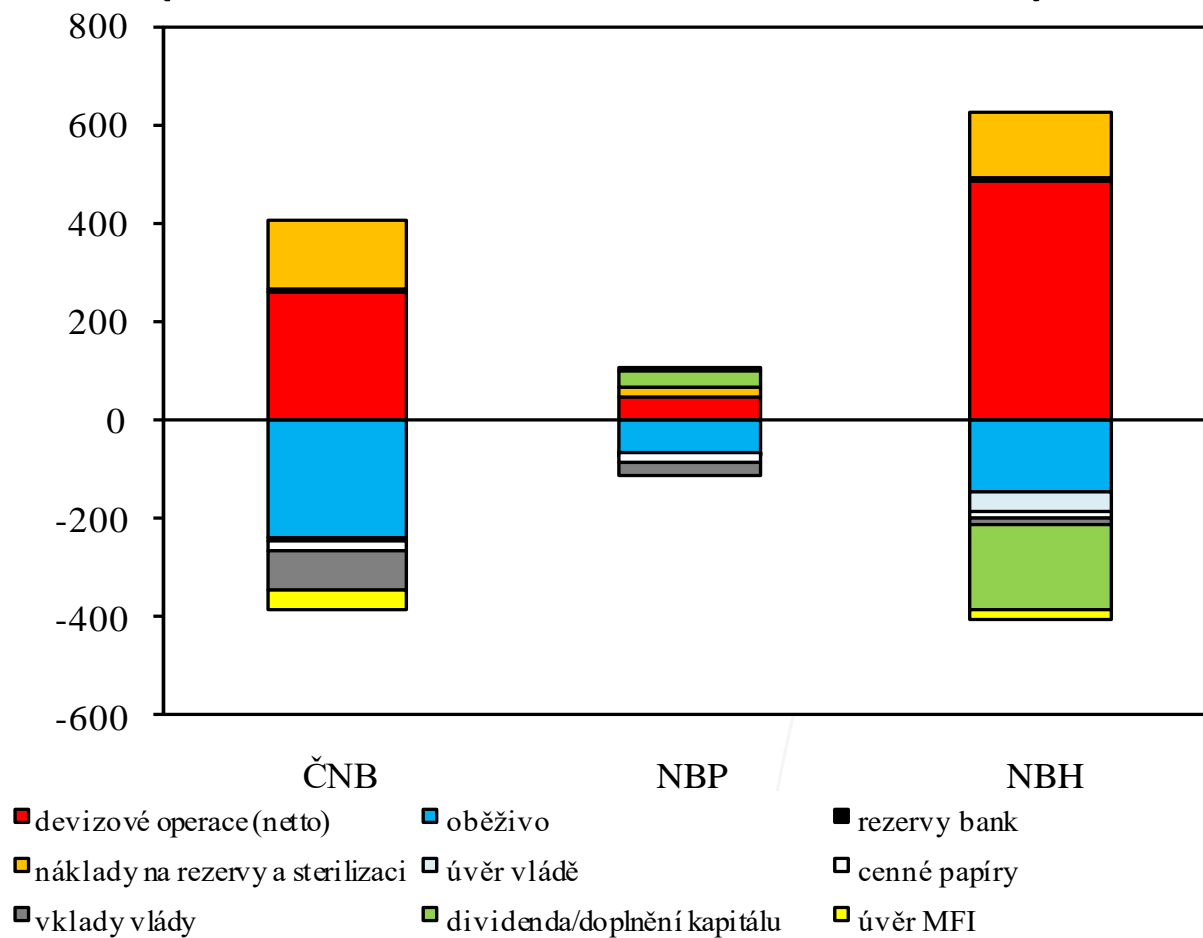
Celková pasiva a struktura pasiv NBH (v mld. HUF)



Zdroj: autor ze stránek NBH

Analýza zdrojů a užití (absorpce) likvidity bankovního systému v letech 1999-2009

(v mld. CZK a PLN, v desítkách mld. HUF)



Zdroj: autor (z ČNB, NBP, NBH)

Základní problémy spojené s přebytkem likvidity bankovního systému a absorpcí likvidity

- rychlost absorpce likvidity ve vztahu k dynamice růstu emitovaného oběživa v závislosti na tempu růstu reálného HDP a míru inflace
- volba rychlosti odprodeje devizových rezerv bez vlivu na kurz
- náklady na sterilizaci přebytečné likvidity dané objemem přebytečné likvidity a efektivní úrovní hlavní úrokové sazby centrální banky (ovlivněno nastavením inflačního cíle a jeho pod/nadstřelováním)
- odstranění financování státního rozpočtu ze strany centrální banky
- omezení růstu objemu minimálních rezerv z titulu růstu primárních vkladů v důsledku poklesu míry minimálních rezerv a omezením báze výpočtu minimálních rezerv

Základní problémy spojené s přebytkem likvidity bankovního systému a absorpcí likvidity

- čerpání likvidity ze strany bank v průběhu finanční krize
- zapojení centrální banky do řešení kurzových rizik státu v souvislosti s privatizací/čerpáním fondů z EU
- horizont přechodu ke stavu systémového deficitu likvidity
- úhrada kurzových ztrát centrálních bank vyplývajících z jejich otevřené devizové pozice a jejich dopad do veřejného dluhu

Kritérium adekvátnosti devizových rezerv a problém přebytku likvidity bankovního systému

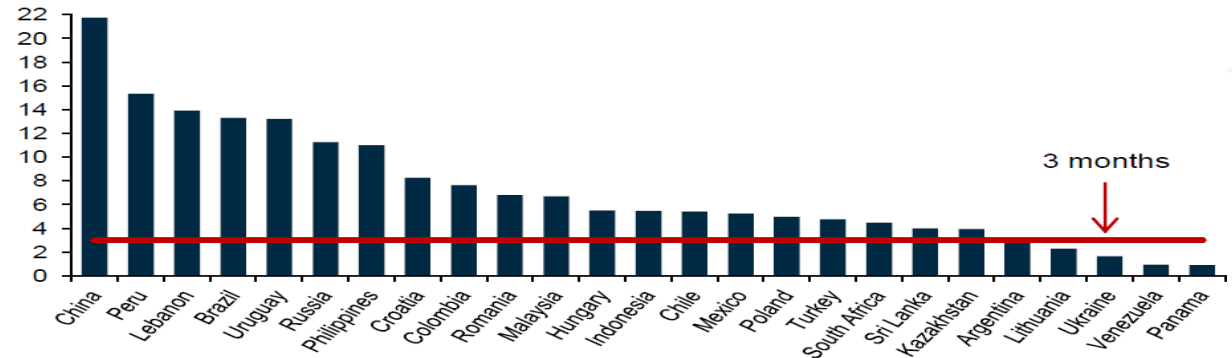
- základní kritéria optimální velikosti devizových rezerv – trojnásobek importu země, 20% peněžního agregátu M2, objem krátkodobých zahraničních pasiv
- trendový charakter optimálního kritéria a objemu poptávky bankovního systému po likviditě (společný trend, ale odlišná velikost kritéria)
- pouze nepřímá vazba optimálního kritéria a poptávky po likviditě

Kritérium adekvátnosti devizových rezerv a problém přebytku likvidity bankovního systému

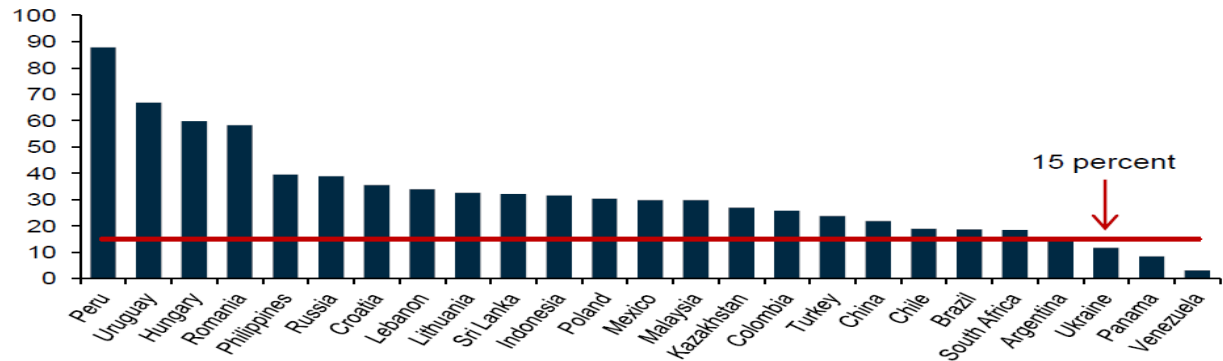
- akumulace devizových rezerv vytváří situaci suboptimální výše devizových rezerv a systémového přebytku likvidity – trendový vývoj optimálních kritérií omezuje suboptimální výši devizových rezerv a velikost systémového přebytku likvidity bankovního systému
- dosažení optima devizových rezerv je možné za situace systémového přebytku likvidity
- problém akumulace devizových rezerv při suboptimálně nízké úrovni devizových rezerv a současně systémovém přebytku likvidity

Adekvátnost devizových rezerv v emerging ekonomikách

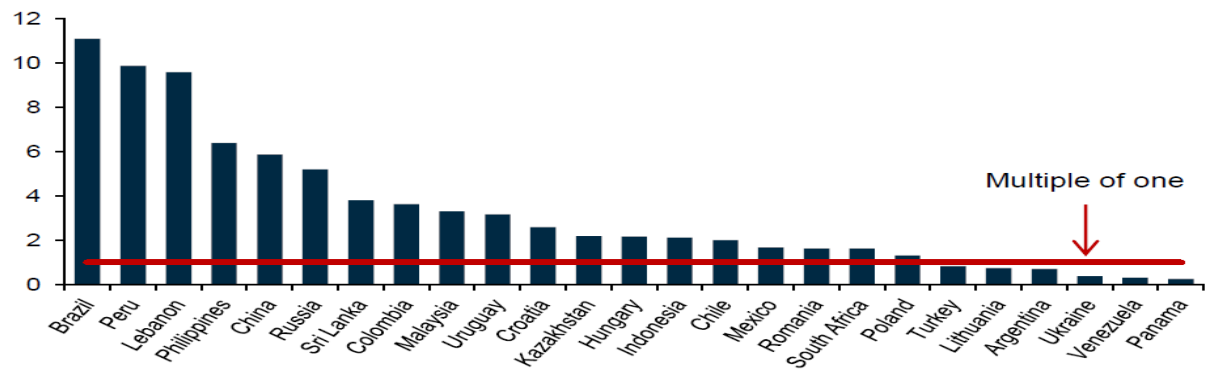
FX RESERVES IN MONTHS OF IMPORTS
As of June 30, 2014



FX RESERVES IN PERCENT OF BROAD MONEY
As of June 30, 2014

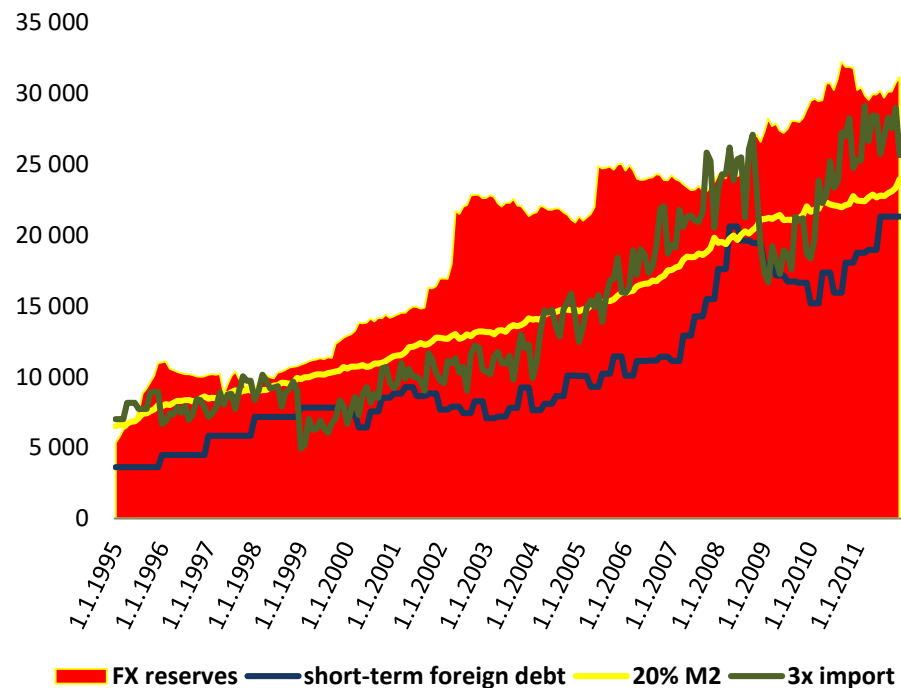


FX RESERVES TO SHORT-TERM DEBT MULTIPLE
As of June 30, 2014

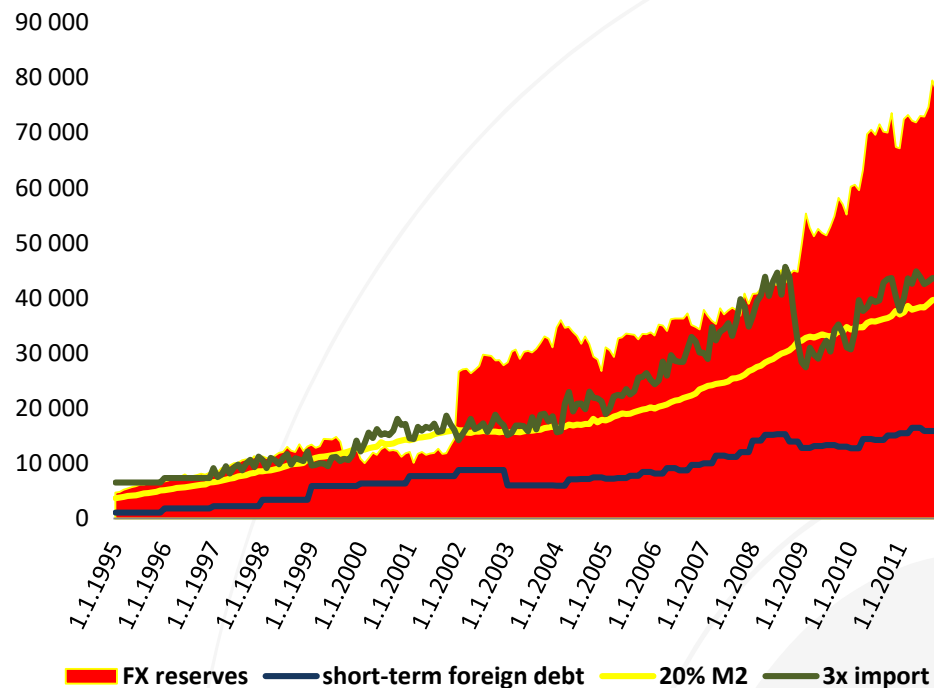


Adekvátnost devizových rezerv v ČR a Polsku

Czech Republic

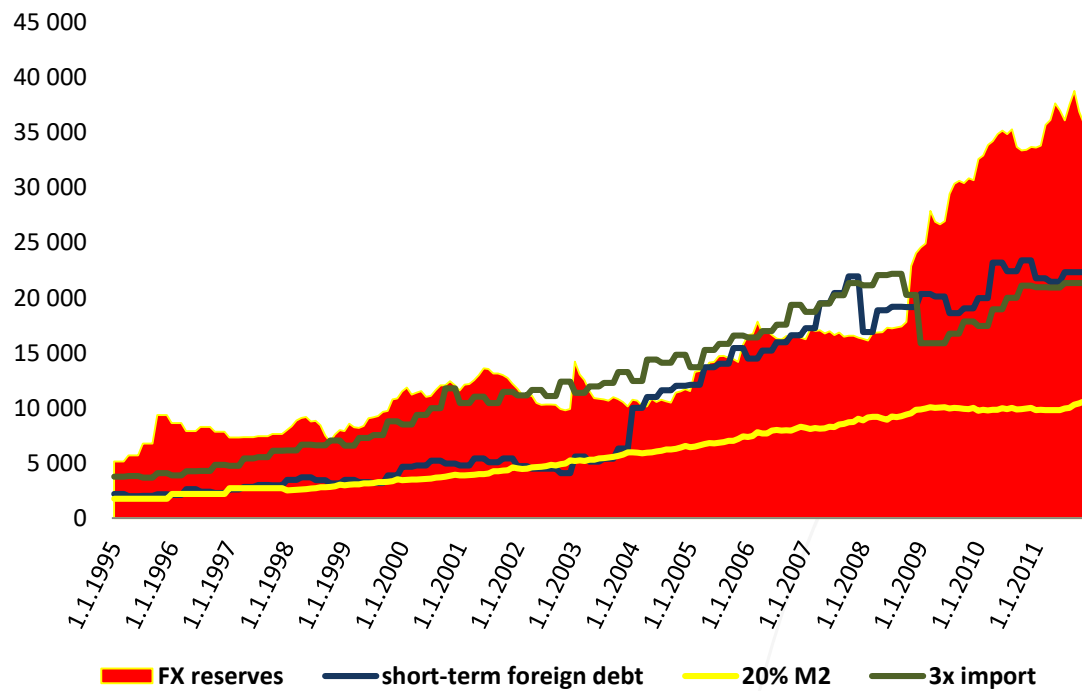


Poland



Adekvátnost devizových rezerv v Maďarsku

Hungary

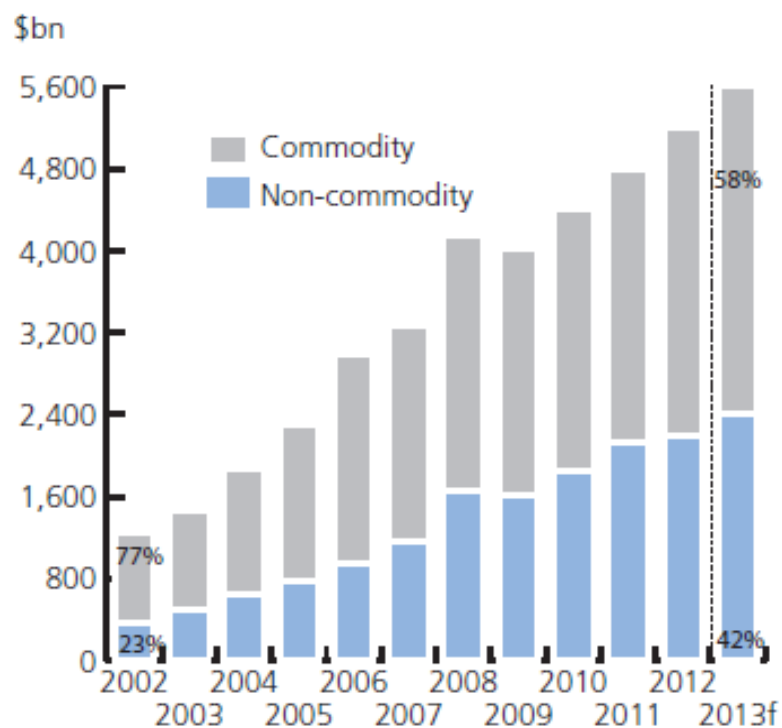


Zdroj: autor

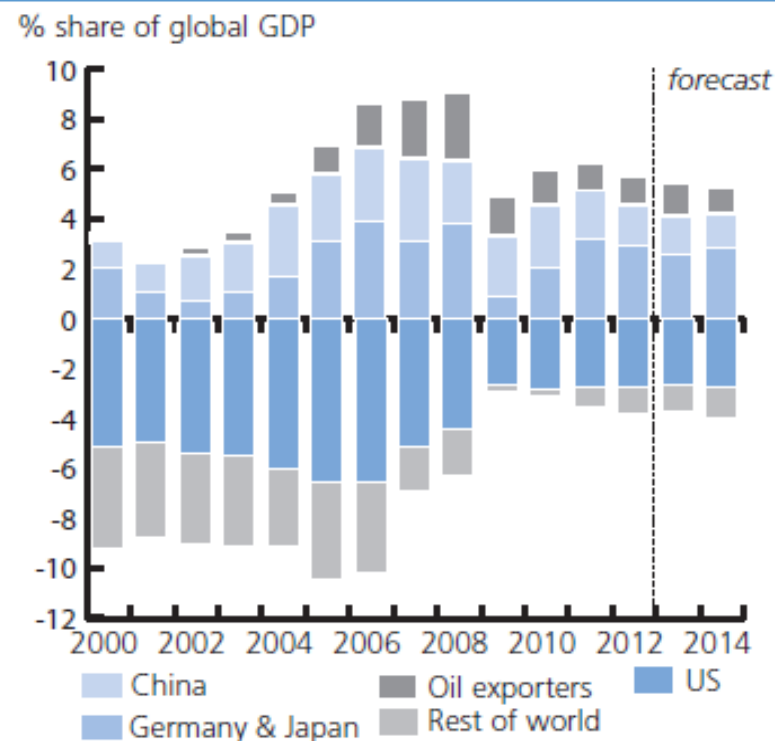
Devizové rezervy a státní (suverénní) fondy

- státní (veřejné) investiční fondy spravující část devizových rezerv země (investiční portfolio devizových rezerv)
- minimální, popř. žádné dluhové závazky fondu
- preference rizikovějších aktiv
- orientace na zahraniční aktiva + investice do strategických odvětví (finanční sektor, těžba komodit, zemědělství)
- pozice přímého zahraničního investora nebo významného portfoliového investora

Vývoj aktiv suverénních fondů a přebytek/deficit běžného účtu klíčových ekonomik

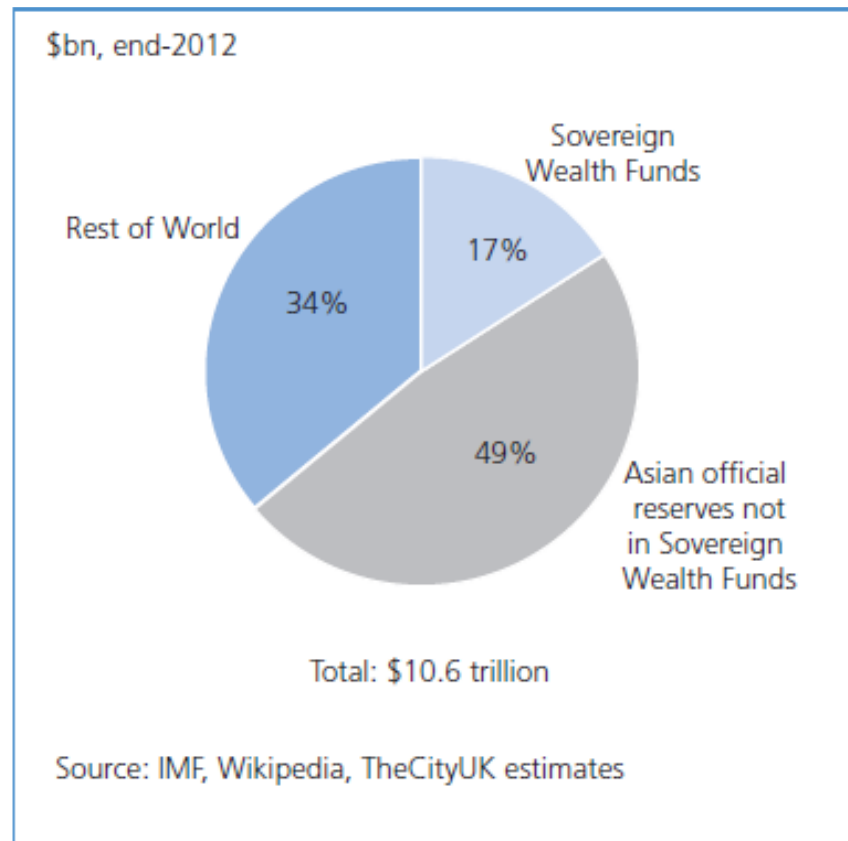
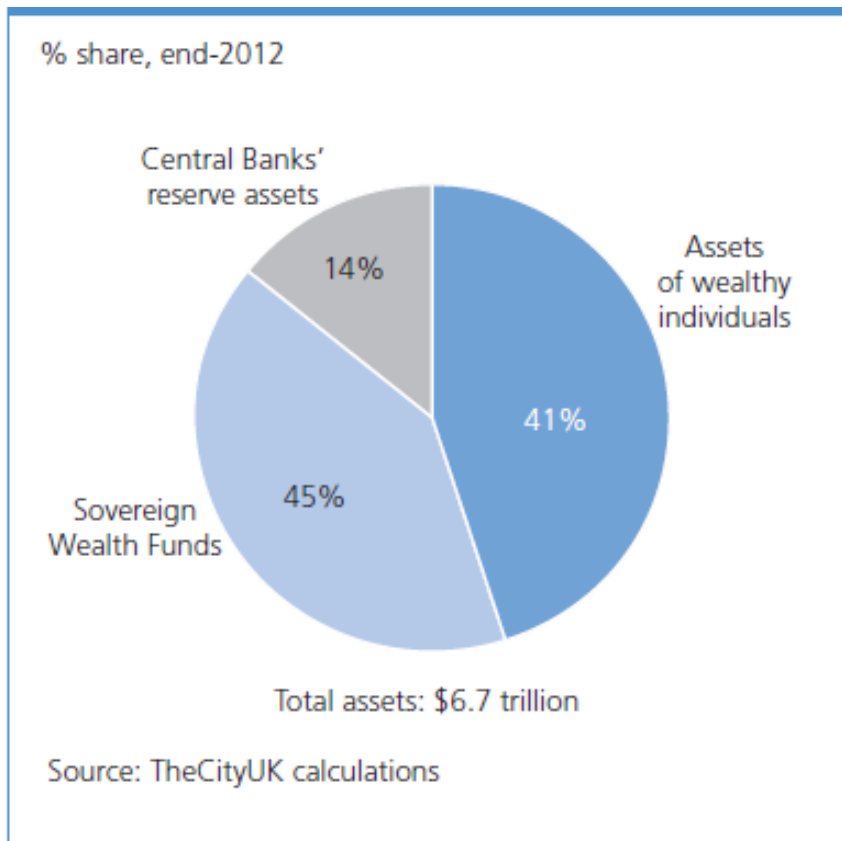


Source: SWF Institute; TheCityUK estimates



Source: IMF, TheCityUK estimates

Struktura zahraničních aktiv zemí exportujících ropu (vlevo) a struktura devizových rezerv ostatních zemí (vpravo)



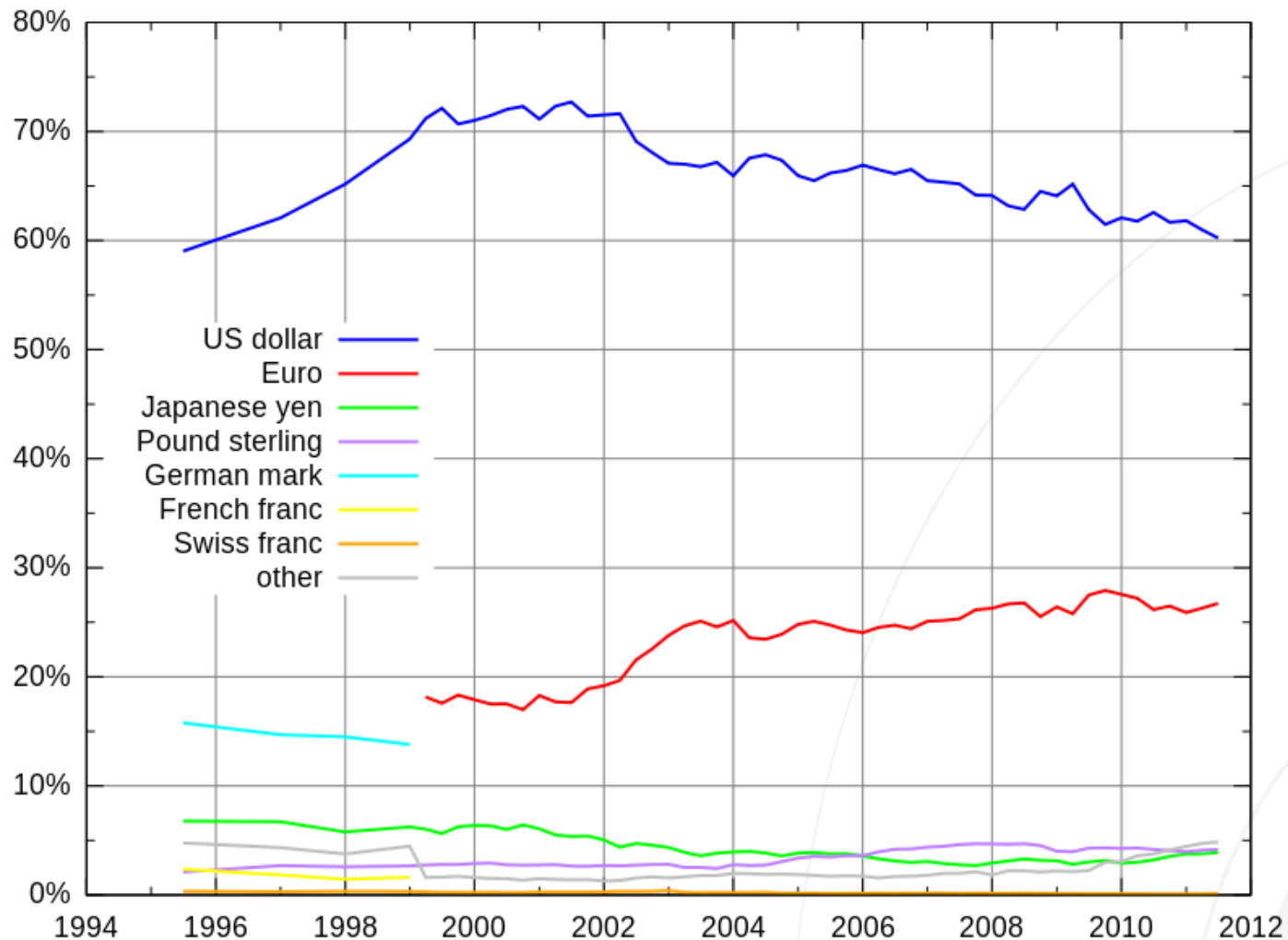
Řízení portfolia devizových rezerv

- vytvoření systému rozhodování o alokaci prostředků v rámci devizových rezerv s ohledem na definované cíle řízení devizových rezerv
- rozhodnutí o měnové struktuře, struktuře dle jednotlivých aktiv a termínové struktuře s preferencí vysoké bezpečnosti a likvidity aktiv
- definování strategie alokace pro dlouhé období s možností flexibilního přizpůsobení pro krátké a střední období
- rozhodnutí o následování „base currency“, nebo „asset and liability approach“ přístupu při diverzifikaci devizových rezerv
- vytvoření systému implementace, monitorování a vyhodnocování úspěšnosti přijaté strategie řízení devizových rezerv

Diverzifikace portfolia devizových rezerv

- problém optimální měnové struktury devizových rezerv (vysoký podíl USD na rezervách, ale nízký podíl USD na nových rezervách)
- definování cílové durace portfolia devizových rezerv
- konflikt požadavku na vysokou likviditu a výnosnost v rámci diverzifikace portfolia do různých instrumentů (konflikt akceschopnosti použití devizových rezerv v rámci šoku/križe (pokrytí nákladů importu, zahraničního zadlužení a ochrany měny proti znehodnocení) a rezerv v rámci běžného fungování ekonomiky jako části bohatství země (mezigenerační akumulace bohatství))
- odlišení likvidního a investičního portfolia (stanovení limitu podílu likvidity vs. vytvoření samostatného SPV, růst významu majetkových investic, akceptace vyššího rizika, preference tradičního pohledu výnos/riziko při diverzifikaci aktiv)

Měnová struktura devizových rezerv



Alokace v rámci standardního přístupu řízení devizových rezerv

- **strategickým cílem je zachování hodnoty a vysoké likvidity portfolia** – vysoký podíl krátkých a likvidních instrumentů, krátký investiční horizont, dosažení pozitivního výnosu na roční bázi
- **restrikce portfolia na „fixed-income“ instrumenty s vysokým ratingem** – vysoký stupeň korelace výnosností v rámci této skupiny
- **vysoký podíl likvidního portfolia proti investičnímu portfoliu** – nízká výnosnost nízkorizikových a likvidních instrumentů

Alokace v rámci standardního přístupu řízení devizových rezerv (pokr.)

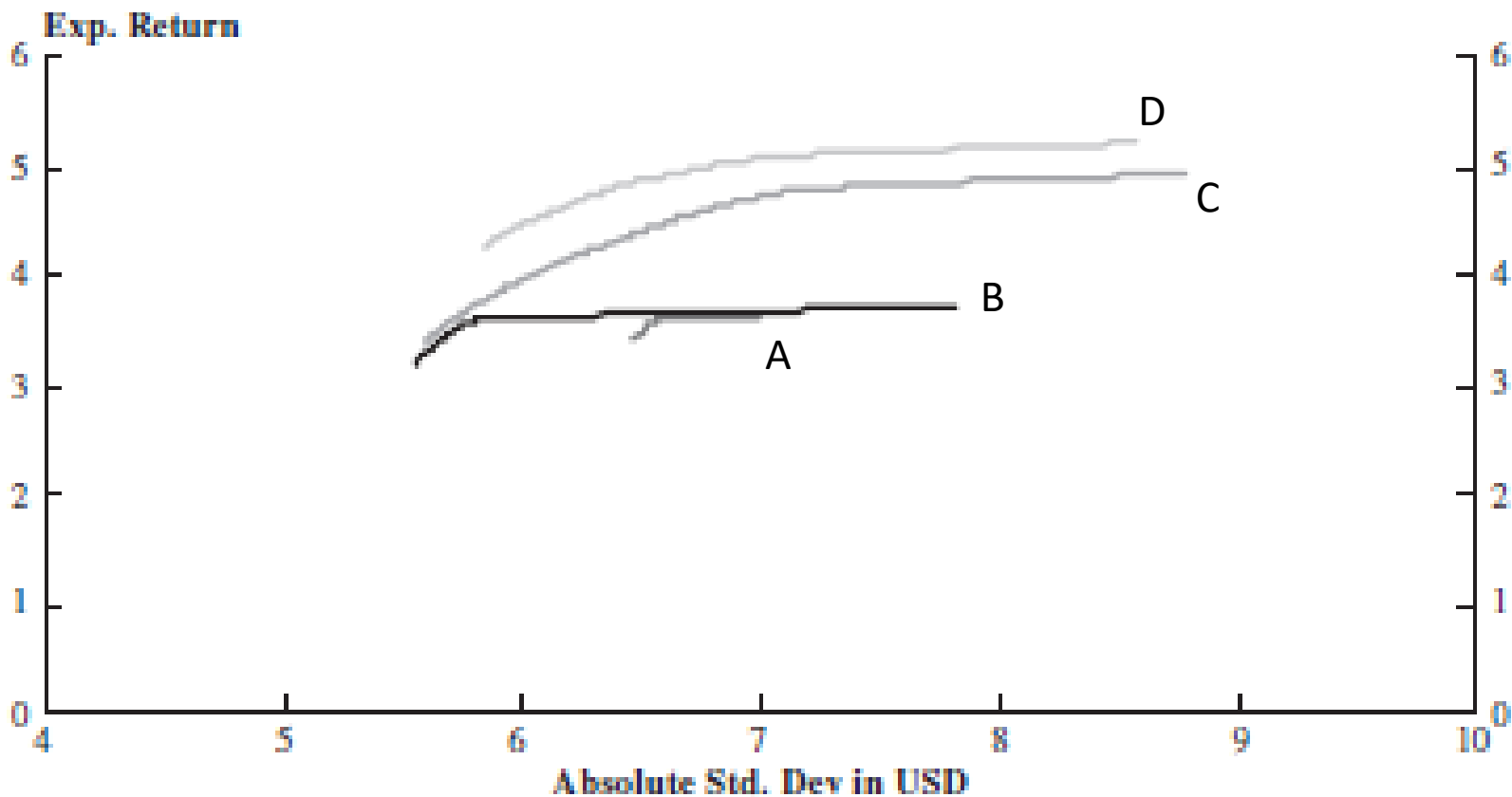
- **měnová struktura odvozena od struktury zahraničního obchodu, resp. vnějšího dluhu/následování praxe ostatních centrálních bank** – absence přístupu poměřujícího výnosnost a riziko
- **měnová struktura determinuje strukturu aktiv (cílových trhů)** – měnové riziko determinuje úrokové riziko a korelaci výnosností (volatilitu výnosností „fixed-income“ instrumentů jednotlivých cílových trhů)
- **durace portfolia aktiv v každé měně odvozena s cílem minimalizace pravděpodobnosti dosažení negativní výnosnosti portfolia** – přezajištění portfolia proti poklesu (kumulace diverzifikace dle cílových trhů a dle úrokového rizika)

Referenční portfolia devizových rezerv

(simulace vztahu výnosnost/rizikovost pro standardní a nestandardní portfolia)

- **portfolio A** – měnová struktura USD 30%, EUR 40%, JPY 30%; cílové trhy odvozeny od měnové struktury, durace max. 1,7 roku pro USD a EUR trh, max. 0,5 roku pro JPY trh; aktiva výhradně tvoří vládní bondy, hotovost + velmi krátké a likvidní instrumenty min. 5% aktiv
- **portfolio B** – jako portfolio A, ale cílové trhy nejsou odvozeny od měnové struktury (měnová struktura u každé měny fluktuuje v rozpětí 25-40%)
- **portfolio C** – jako portfolio B, ale limity durace pro každý cílový trh jsou zrušeny (durace je cílována na úrovni celého portfolia)
- **portfolio D** – jako portfolio C, ale možnost investice do nevládních bondů (pravděpodobnost poklesu (1%) a pravděpodobnost defaultu (0,1%) řízeny na úrovni portfolia, max. podíl nevládních aktiv 25%)

Alokace v rámci portfolia devizových rezerv a vztah mezi výnosností a rizikem portfolia



Zdroj: autor

FFÚ

VYSOKÁ ŠKOLA
EKONOMICKÁ V PRAZE
FAKULTA FINANCÍ A ÚČETNICTVÍ

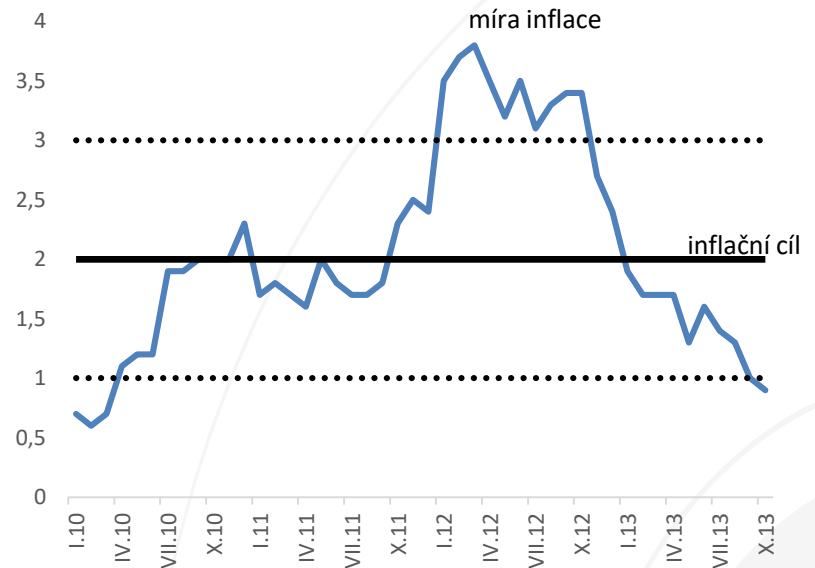
ffu.vse.cz

Cílování inflace a intervence ČNB

Strategie cílování inflace

- moderní strategie měnové politiky s explicitním cílem v oblasti tempa růstu cenové hladiny (bodový cíl 2%, pásmo $\pm 1\%$)
- repo operace jako hlavní měnový nástroj ČNB
- čtrnáctidenní repo sazba jako hlavní měnově-politická sazba ČNB
- prognóza inflace ČNB na období 1,5-2 roky dopředu
- kurz CZK/EUR není ČNB ovlivňován kurzovými intervencemi od roku 2002

Meziroční míra inflace v ČR a inflační cíl (2010-2013)

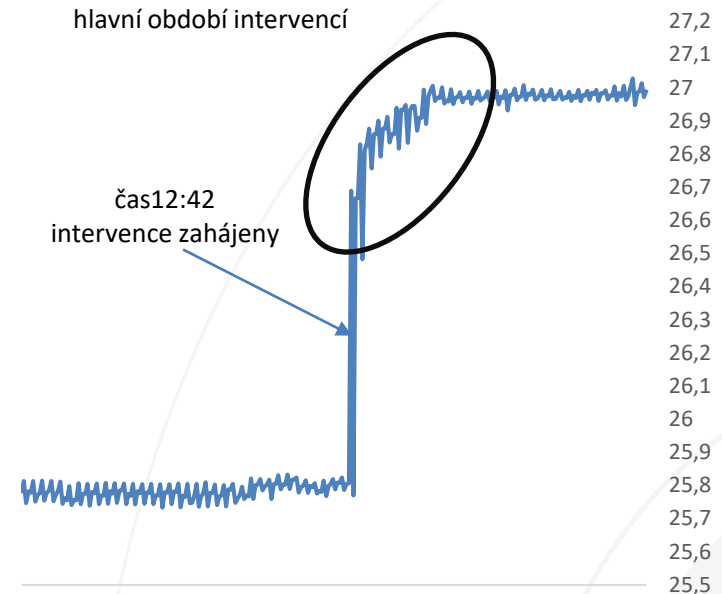


Zdroj: ČSÚ, autor

Intervence České národní banky

- masivní nákup EUR na devizovém trhu ze strany ČNB (objem cca 7,5 mld. EUR při běžném objemu obchodů na trhu v rozsahu cca 4 mld. EUR)
- překvapení některých hlavních hráčů na devizovém trhu
- vznik silné nerovnováhy na devizovém trhu (deficit EUR likvidity na trhu, otevření spekulativních pozic)
- skoková deprecie CZK vůči EUR

Kurz CZK/EUR dne 7. listopadu 2013

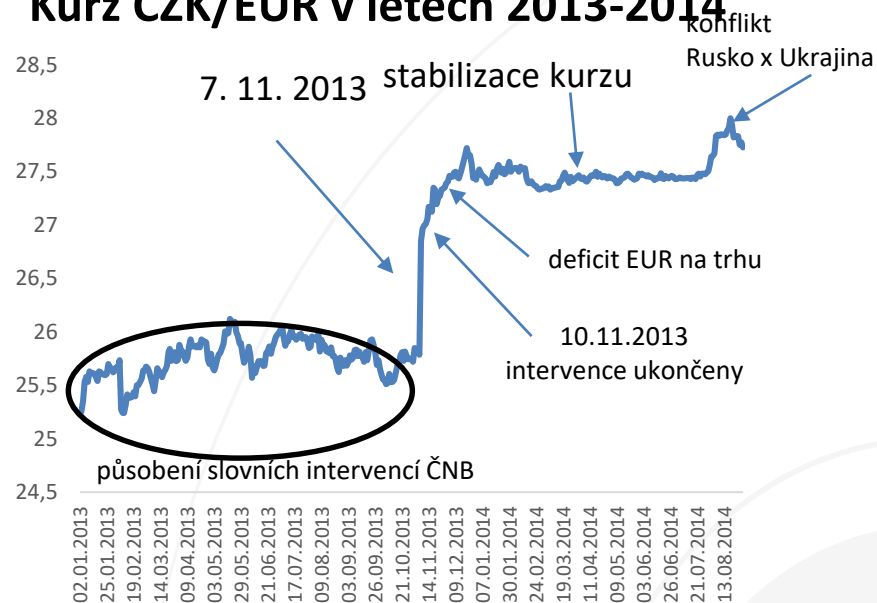


Zdroj: Bloomberg, autor

Kurzový vývoj před a po intervencích

- od roku 2012 série významných slovních intervencí ČNB ve smyslu žádoucího oslabení koruny vůči euru
- úspěšná aplikace intervencí ČNB
- nalezení nové hladiny kurzu cca 27,5 CZK/EUR již bez kurzových intervencí
- snížení volatility kurzu CZK/EUR a pokles likvidity na devizovém trhu
- postupné prodlužování kurzového závazku ze strany ČNB až do roku 2015-16

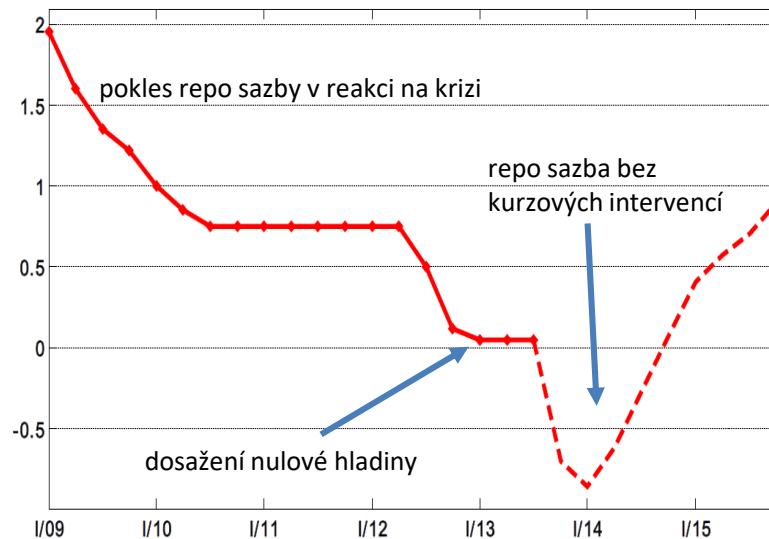
Kurz CZK/EUR v letech 2013-2014



Zdroj: ČNB, autor

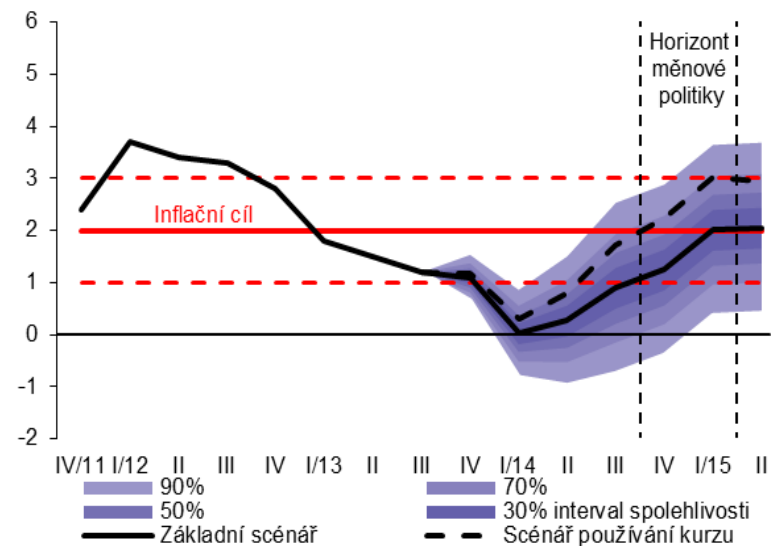
Omezení stávající měnové strategie?

Záporná repo sazba ČNB?



Zdroj: ČNB

Inflační prognóza a hrozba deflace?

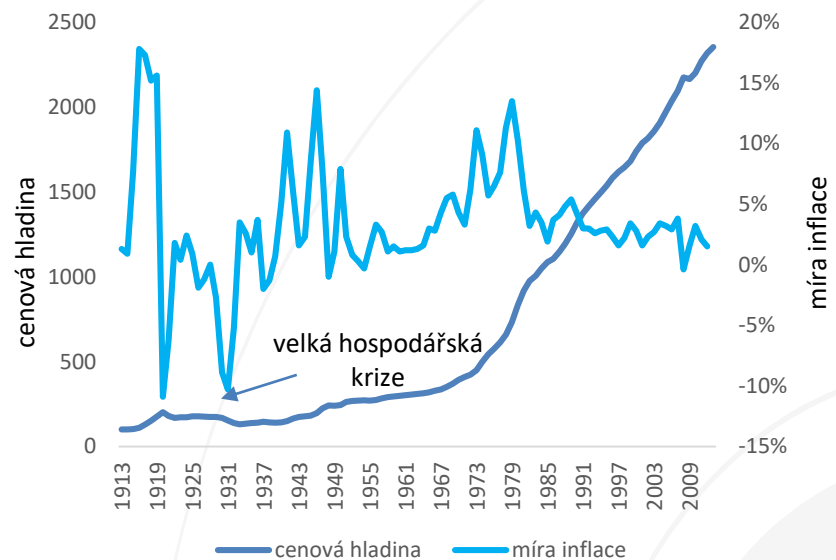


Zdroj: ČNB

proč se bát deflace?

- deflace jako dlouhodobý pokles cenové hladiny
- projev silného dlouhotrvajícího negativního poptávkového šoku a ekonomické recese
- doprovázeno silně pesimistickým ekonomickým výhledem a pesimistickou náladou spotřebitelů
- riziko deflační spirály - pokles poptávky, pokles cenové hladiny, pokles příjmů obyvatelstva, pokles spotřeby, pokles poptávky ...

Cenová hladina a míra inflace v USA (1913-2013, 1913=100)

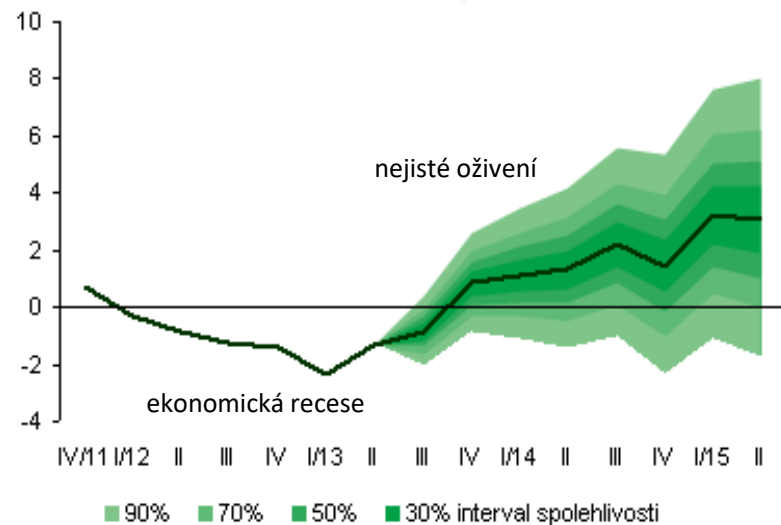


Zdroj: Fed, autor

proč právě kurzové intervence?

- česká ekonomika je malá a velmi otevřená ekonomika
- přímá podpora exportních odvětví v čase ekonomické recese a relativně slabé zahraniční poptávky
- omezené dopady kvantitativního uvolňování díky slabým korporátním trhům cenných papírů
- pesimistická očekávání a slabé firemní investice
- stagnující spotřeba a probíhající oddlužení domácností
- fiskální konsolidace

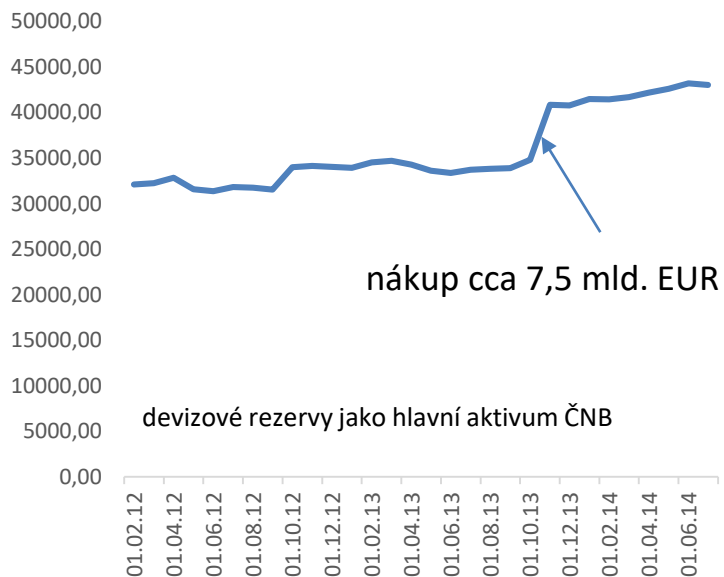
Záporné tempo růstu HDP a nejistá prognóza ekonomického růstu (listopad 2013)



Zdroj: ČNB

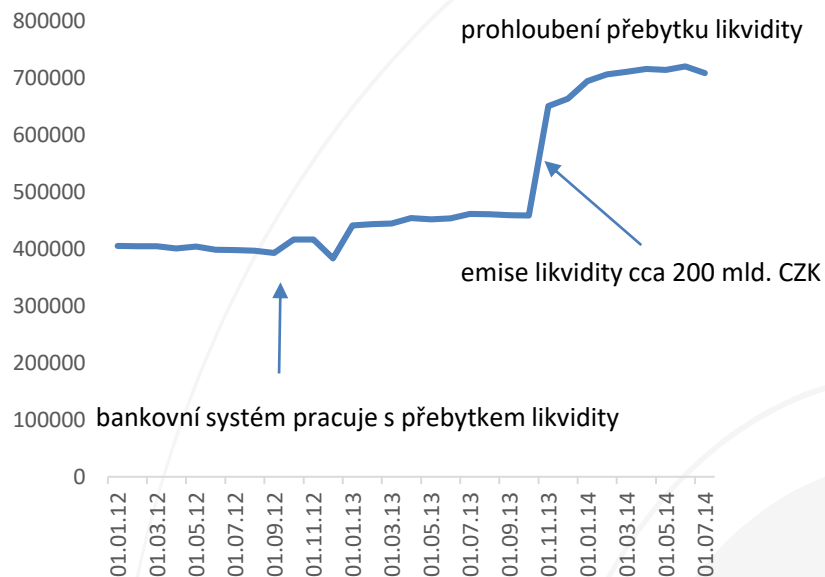
Jak čnb zaplatí kurzové intervence?

Objem devizových rezerv ČNB (v mil. EUR)



Zdroj: ČNB, autor

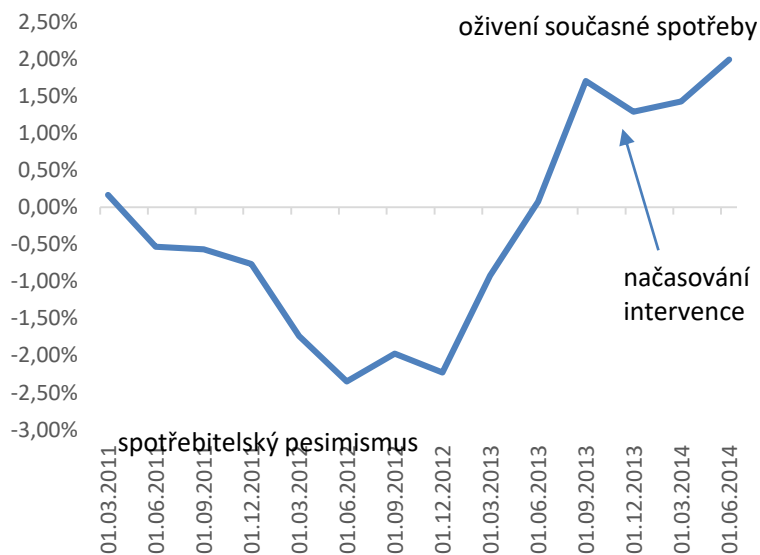
Likvidita bankovního systému u ČNB (v mil. CZK)



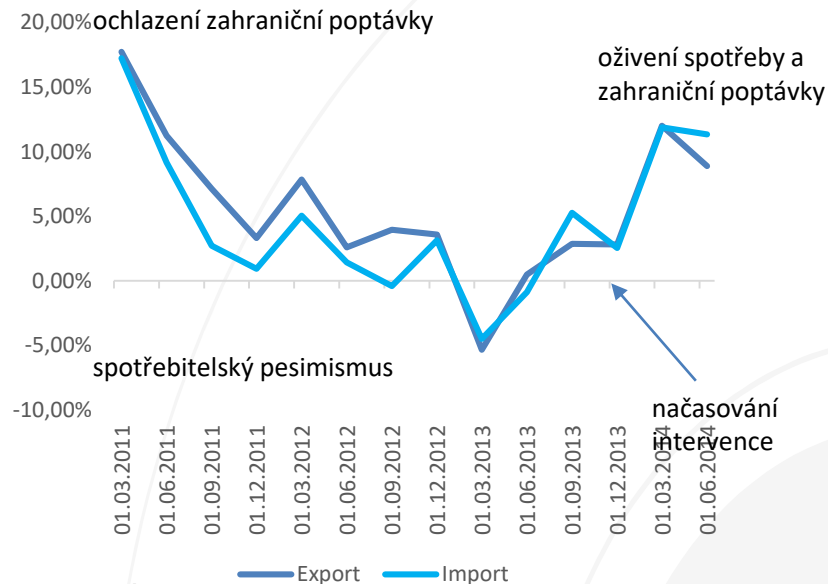
Zdroj: ČNB, autor

substituční efekty reálného podhodnocení koruny jako lék na

Intertemporální substituce spotřeby (meziroční tempo růstu soukromé spotřeby) **deflaci?** Intratemporální substituce (meziroční tempo růstu exportu a importu)



Zdroj: ČSÚ, autor

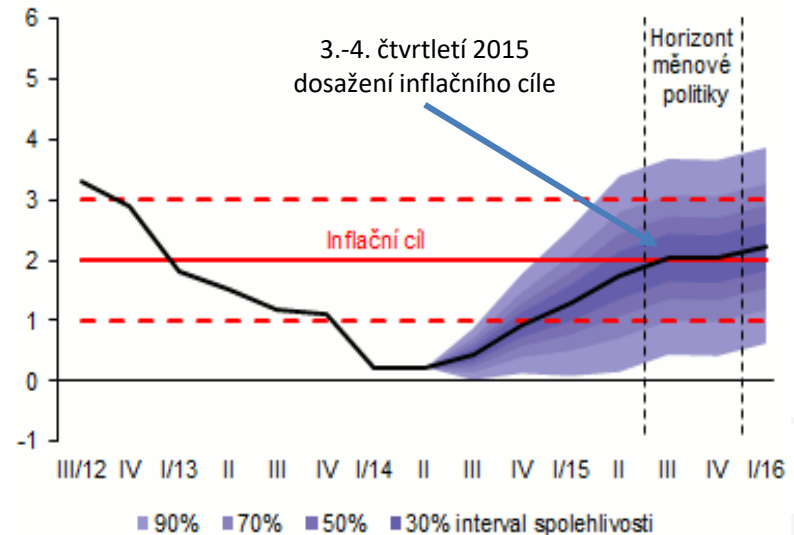


Zdroj: ČSÚ, autor

strategie exitu – kdy? jak?

- strategie exitu jako strategie ústupu od kurzového závazku a návratu k původní podobě měnové politiky
- hrozba prudké apreceie koruny vůči euru a znovuvytvoření deflačních očekávání
- základní dilema: jednorázový, nebo gradualistický přístup?
- načasování podmíněno návratem míry inflace do středu cílovaného pásma a stabilizací kurzových očekávání nad úrovní 27 CZK/EUR

Inflační prognóza (červenec 2014)



Zdroj: ČNB

FFÚ

VYSOKÁ ŠKOLA
EKONOMICKÁ V PRAZE
FAKULTA FINANCÍ A ÚČETNICTVÍ

ffu.vse.cz

Rovnovážený kurz po exitu

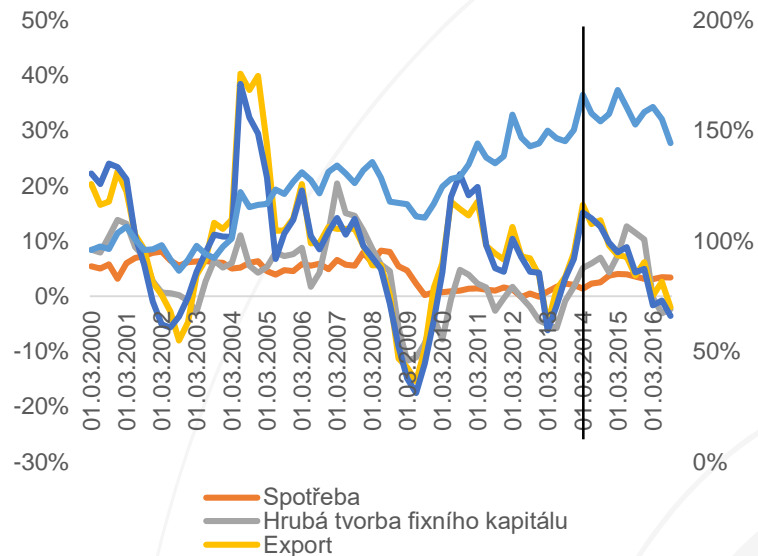
determinanty vnější rovnováhy a rovnovážný kurz

- rovnovážný kurz koruny jako veličina konzistentní s ekonomickou a finanční rovnováhou
- narušení tradičního konvergenčního příběhu (použití netradičních nástrojů měnové politiky, vysoká volatilita reálných a nominálních faktorů, silné toky mezinárodního kapitálu bez vazby na saldo běžného účtu platební bilance)
- exportní charakter tuzemské ekonomiky, která je součástí mezinárodních dodavatelských řetězců (obvykle ne v části s nejvyšší přidanou hodnotou)
- nutnost zachování mezinárodní konkurenceschopnosti exportu při vysoké importní náročnosti exportu, spotřeby i investic
- významný podíl výrobních faktorů (zejména v oblasti kapitálu) ve vlastnictví nerezidentů
- relativně vysoké makroekonomické náklady negativní čisté investiční pozice

vysoká otevřenost české ekonomiky

- vysoký a současně rostoucí podíl exportu a importu na HDP
- závislost na zahraniční poptávce (spotřebitelské, investiční, exportní do třetích zemí)
- vysoká importní náročnost produkce pro export i domácí spotřebu a investice
- nutnost udržet rovnováhu ve vývoji směnných relací a jednotkových mzdových nákladů
- vysoká citlivost na apreciaci koruny u odvětví s nízkou přidanou hodnotou

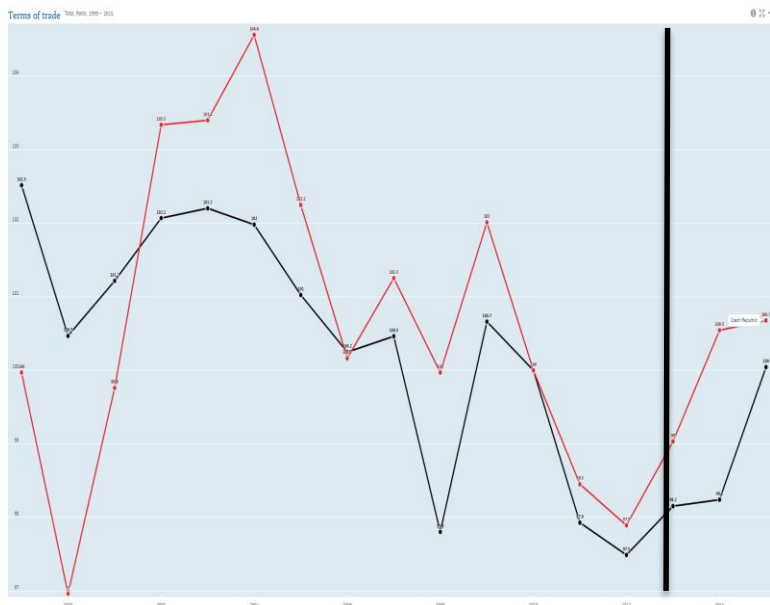
Meziroční tempa růstu složek poptávky + poměr exportu a importu k HDP (pravá osa)



Zdroj dat: ČSÚ, autor

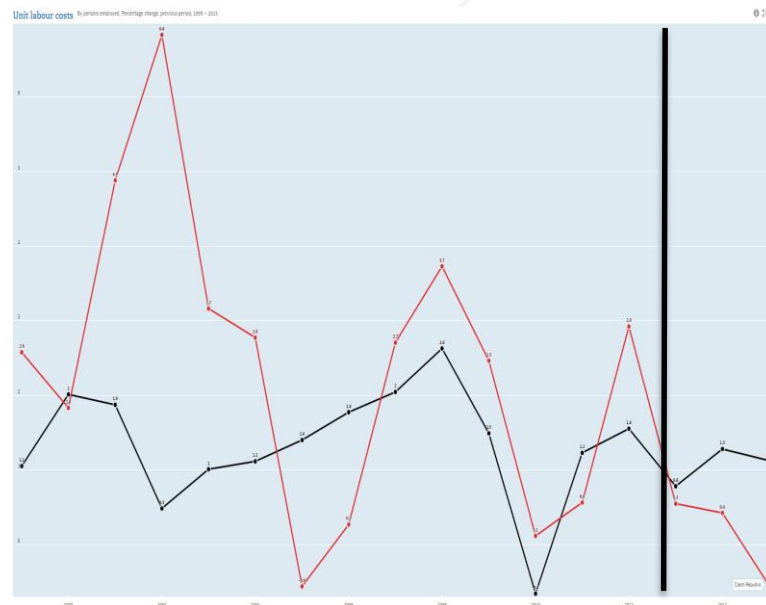
směnné relace a jednotkové mzdové náklady ČR a zemí OECD

Směnné relace



Zdroj: OECD

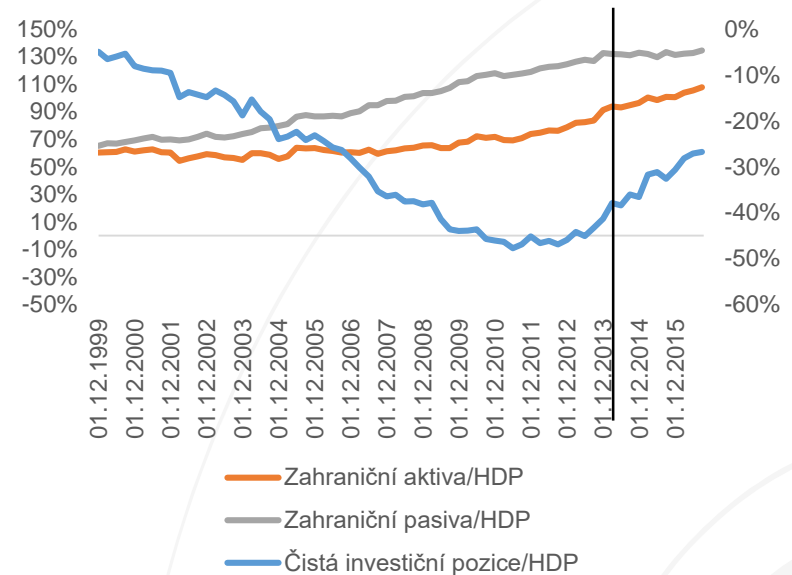
Jednotkové mzdové náklady (meziroční změna)



Zdroj: OECD

negativní čistá investiční pozice

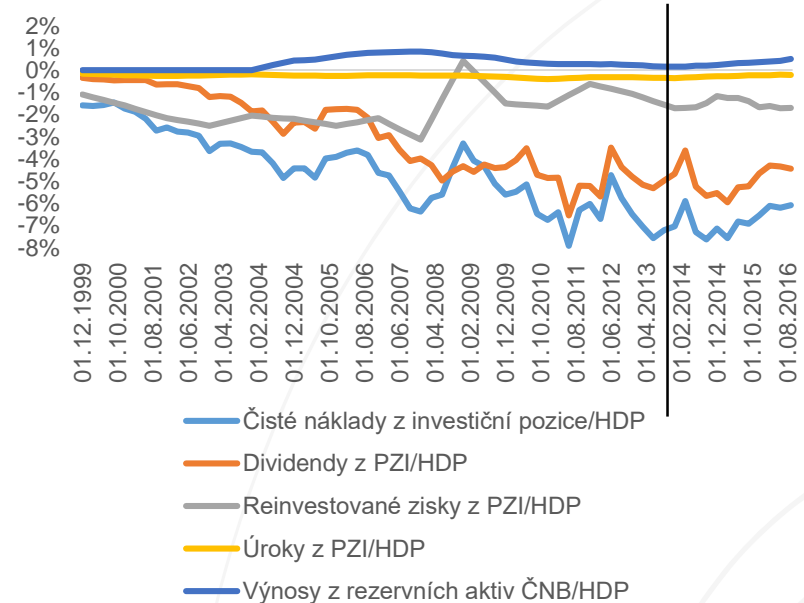
- dlouhodobý deficit běžného účtu a čistý příliv kapitálu formující negativní bilanci čisté investiční pozice
- významný příliv přímých zahraničních investic vč. reinvestic zisku
- vznik nových exportních kapacit
- významný podíl zahraničních aktiv centrální banky
- požadavek na adekvátní přebytek čistého exportu (konkurenceschopnost na světovém trhu) pro pokrytí nákladů negativní čisté investiční pozice



Zdroj: ČNB, autor

náklady negativní čisté investiční pozice

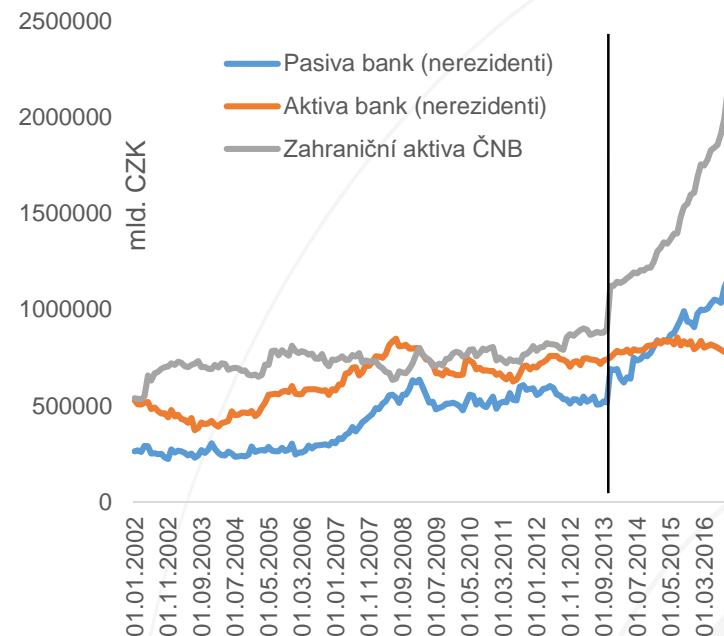
- náklady na čistá dluhová a majetková zahraniční pasiva
- odlišení ekonomických nákladů čistých zahraničních pasiv od aktuálního odlivu čistých výnosů zahraničních investorů
- vyšší náklady na zahraniční pasiva ve formě přímých zahraničních investic
- relativně nízká výnosnost zahraničních aktiv
- ekonomický růst nemusí generovat růst disponibilního důchodu domácích subjektů



Zdroj: ČNB, autor

sektorová nerovnováha v čisté investiční pozici

- růst čistých zahraničních aktiv ČNB v souvislosti s kurzovými intervencemi
- růst čistých zahraničních pasiv vlády vyvolaný spekulativními nákupy vládních dluhopisů zahraničními investory
- růst čistých zahraničních pasiv bankovního sektoru v souvislosti s odčerpáním eurové likvidity v rámci kurzových intervencí a poptávkou zahraničních bank po koruně na swapovém trhu
- nerovnováha na bázi carry trade obchodu s potenciálně masivní volatilitou kurzu při exitu z kurzových intervencí



Zdroj dat: ČNB, autor

Rovnovážný kurz koruny po exitu?

- potřeba nalézt reálnou kotvu ekonomické a finanční rovnováhy v prostředí volatility kurzových očekávání, spekulativních toků kapitálu a praktik asset/risk managementu finančních institucí
- kurz koruny umožňující zachování konkurenceschopnosti tuzemského exportu, investic do růstu produkčních kapacit, resp. technologických inovací a přílivu exportně orientovaných přímých zahraničních investic
- kurz koruny zachovávající rozumnou konstelaci směnných relací, produktivity práce a kapitálu, jednotkových mzdových nákladů, reálného kurzu a reálných mezd
- kurz koruny konzistentní s externí solventností ekonomiky ve smyslu udržitelnosti negativní čisté investiční pozice

Problémy vnější rovnováhy ČR (vývoj ukazatelů 1994 – 2012)

- Deficit běžného účtu platební bilance trvá od r. 1994 (2012 -94 mld. CZK)
- Brutto zahraniční dluh k HDP vzrostl z 25,1% na 50,7%
- Čistá zahraniční věřitelská pozice k HDP poklesla z 20,6% na 3,9%
- Čistá zahraniční investiční pozice k HDP se zhoršila z +10,0% na -49,6%
- Míra hrubých národních úspor v trendu poklesla ze 30,1% na 20,5% (r. 2011)

Spor o účinnost depreciační

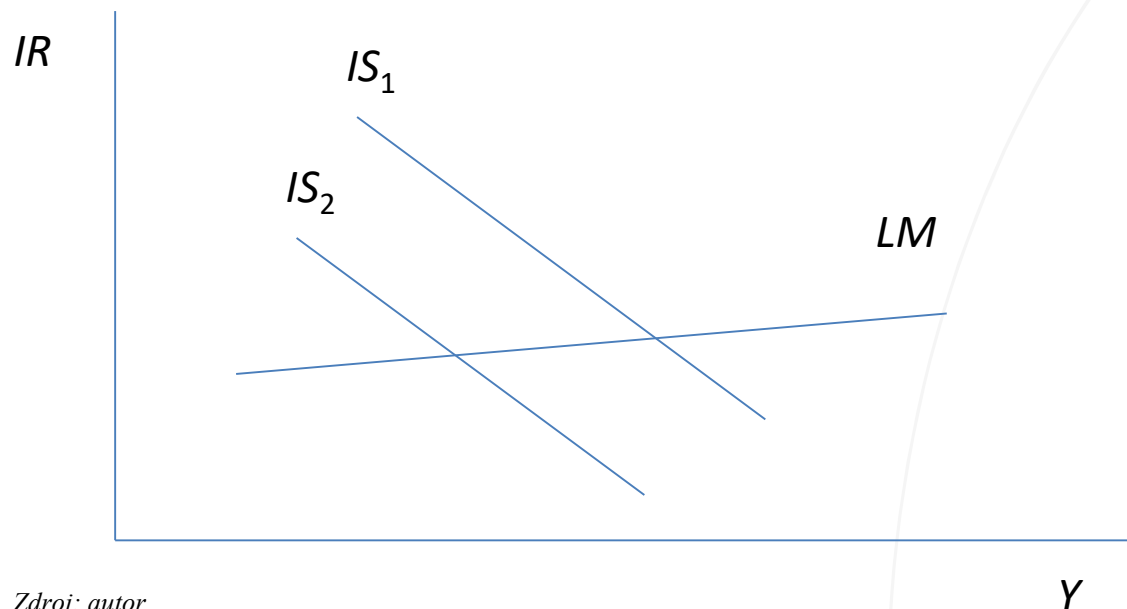
- **Nesplnění Marshall – Lerner podmínky**
 - dlouhodobě nepravděpodobné, avšak krátkodobě problém s „J“ křivkou
- **Kritika z pozice reálného kursu**
 - ceny dovozu rostou, ceny vývozu klesají, domácí substituty nejsou
 - primární pozitivní efekty depreciační jsou zpravidla silnější než sekundární negativní efekty
 - nesmí být však expanzivní inflační měnová politika

Spor o účinnost devizových intervencí

- **Devizový tokový efekt** působí na kurs pouze po dobu trvání devizové intervence
- **Úspěšnost devizových intervencí** měnící úroveň *nominálního* kursu vyžaduje
 - a) trvalou změnu očekávané hodnoty kursu
 - b) dlouhodobé zvýšení rizikové prémie (nežádoucí)
 - c) zvýšení domácí cenové hladiny (kontraproduktivní)

Příčiny dlouhodobé recese, poklesu inflace a případné deflace (I)

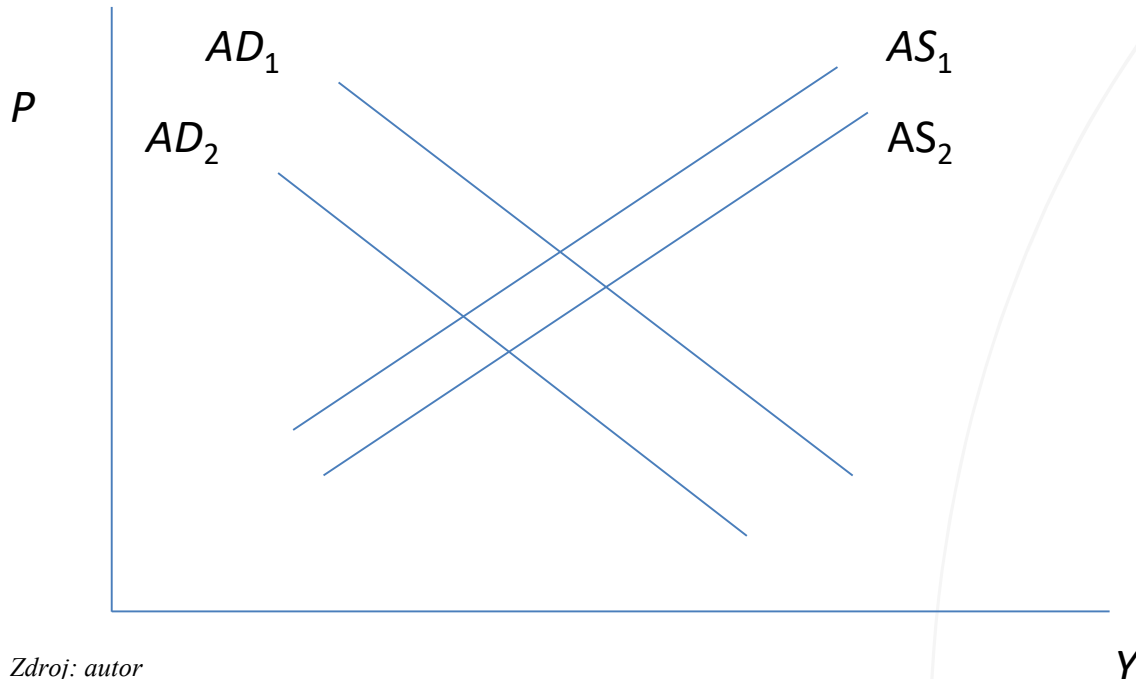
- Příčiny současné recese jsou „logické“
- Předlužení našich domácností, růst veřejného dluhu a světová dlužnická krize
- Výsledkem je korekce prostřednictvím poklesu C , I , G i EX , tj. posun IS křivky



Zdroj: autor

Příčiny dlouhodobé recese, poklesu inflace a případné deflace (II)

- Za poklesem CPI inflace (případně CPI deflace) jsou i *pozitivní* jevy (pokles cen v oligopolních odvětvích)
- Tj. konkrétní příčiny poklesu cen v položkách bydlení, voda, energie a paliva, pošty a telekomunikace, doprava (posun AS křivky)



Rizika pro měnovou politiku (I)

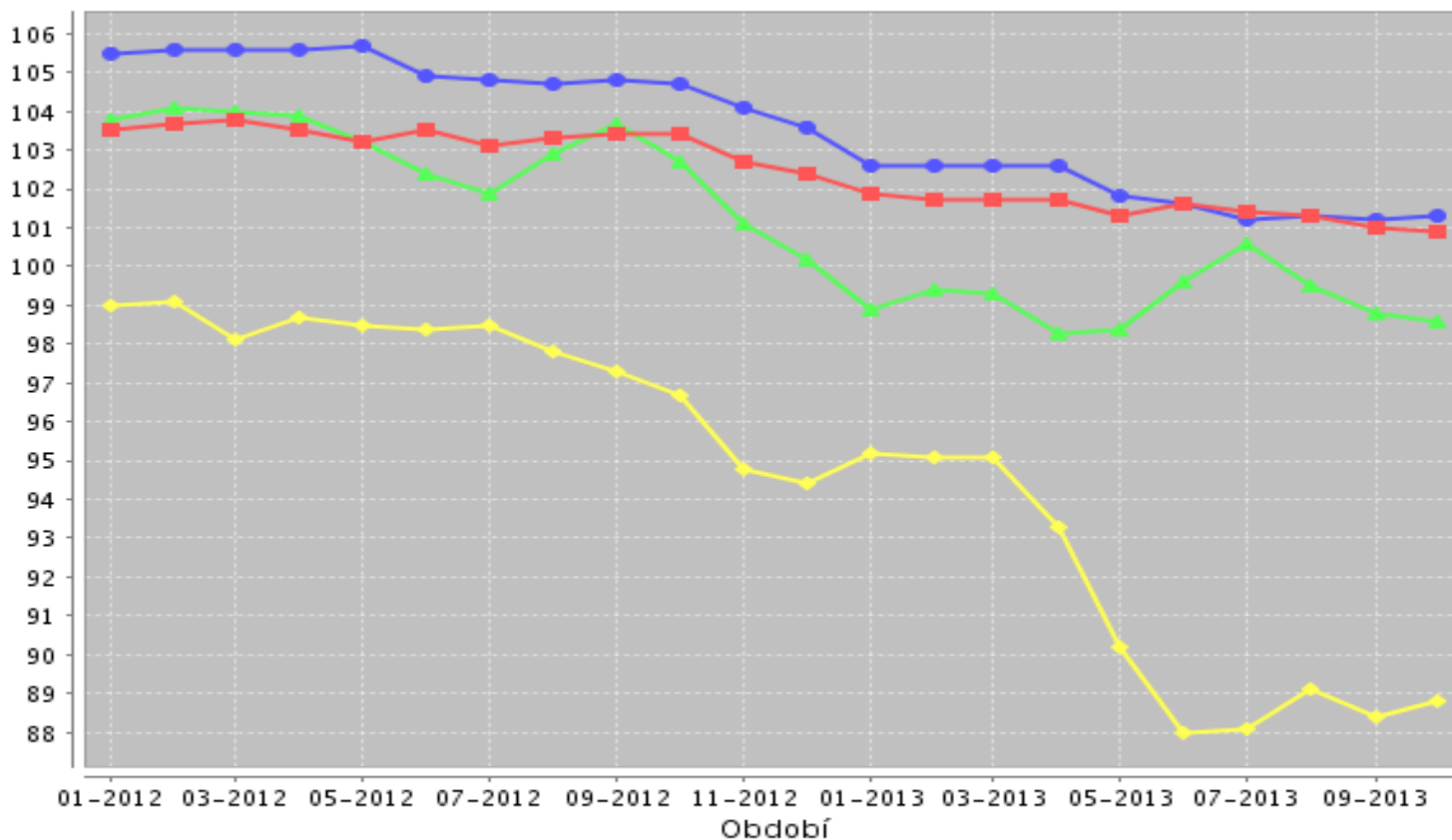
- Existence dvou nesourodých cílů měnové politiky (negativní zkušenosti z období 1993 – 1997)
- Velký objem devizových intervencí (zejm. při spekulaci proti ČNB)
- Nárůst bilanční sumy ČNB při současném růstu dlouhé devizové pozice
- Negativní dopady vysokého objemu bankovní likvidity, která umožní snadnou monetizaci vládního dluhu při předpokládané fiskální expanzi (expanzivní posun *IS* křivky)

Rizika pro měnovou politiku (II)

- Měnové a úvěrové agregáty rostou přiměřeným tempem (meziročně *M1* 8%, *M2* 4%, *úvěry* 3%)
- Nadměrné navýšení likvidity obchodní bank prostřednictvím devizových intervencí podporuje:
 - a) budoucí nepřiměřenou úvěrovou a měnovou expanzi (expanzivní posun *LM* křivky při její současné rotaci po ukončení pasti likvidity)
 - b) v otevřené ekonomice následné zhoršení deficitu běžného účtu a zahr. dluhových charakteristik
 - c) v dlouhém období pak tlak na depreciazi CZK a zvýšení inflace

CPI táhne dolů narůstající konkurence v oligopolních odvětvích a pokles cen energií

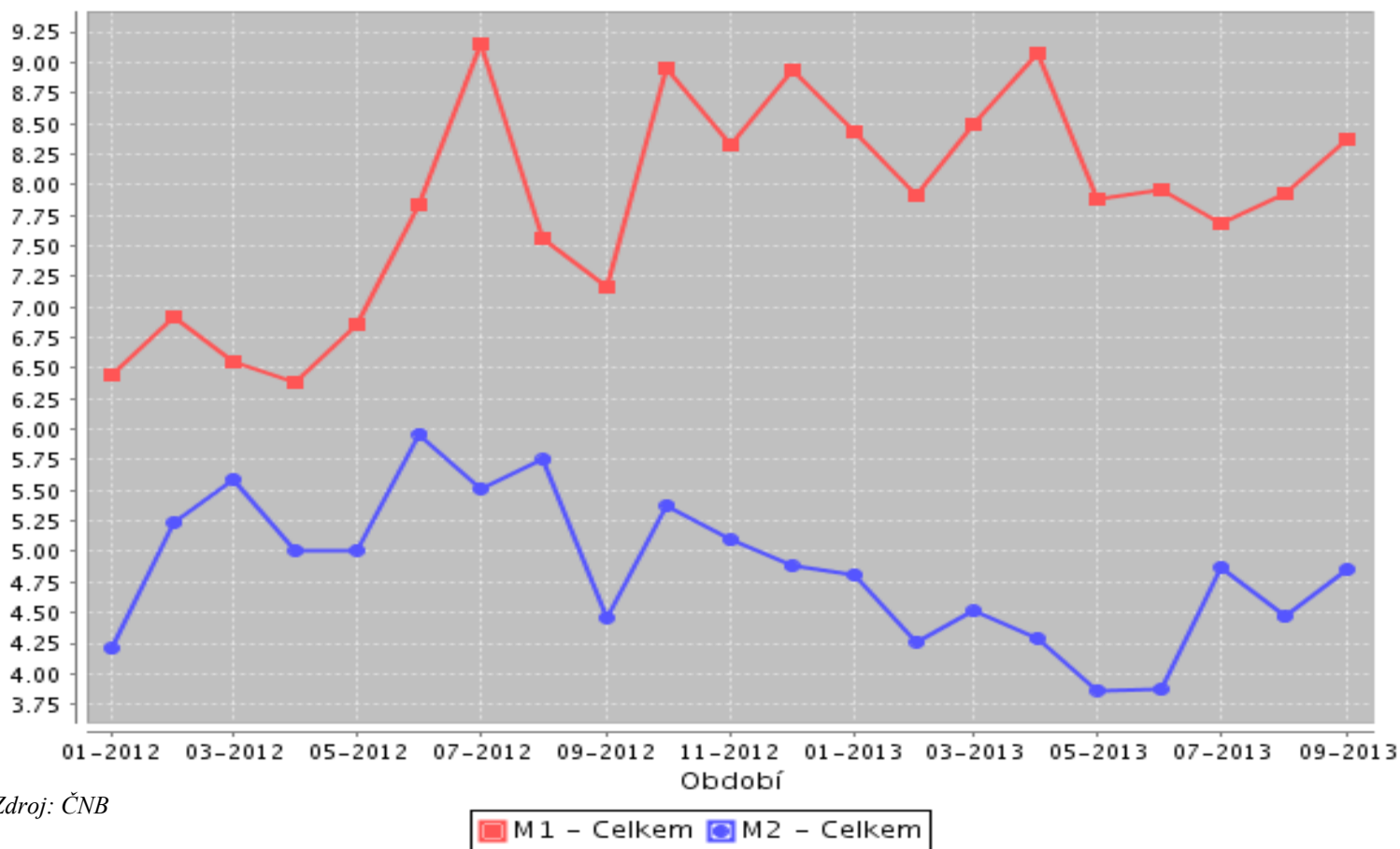
Index spotřebitelských cen, stejné období předchozího roku = 100



■ 0 ÚHRN
 ● 04 BYDLENÍ, VODA, ENERGIE, PALIVA
 ▲ 07 DOPRAVA
◆ 08 POŠTY A TELEKOMUNIKACE

Měnové agregáty rostou přiměřeným tempem (M1 roste rychleji než M2)

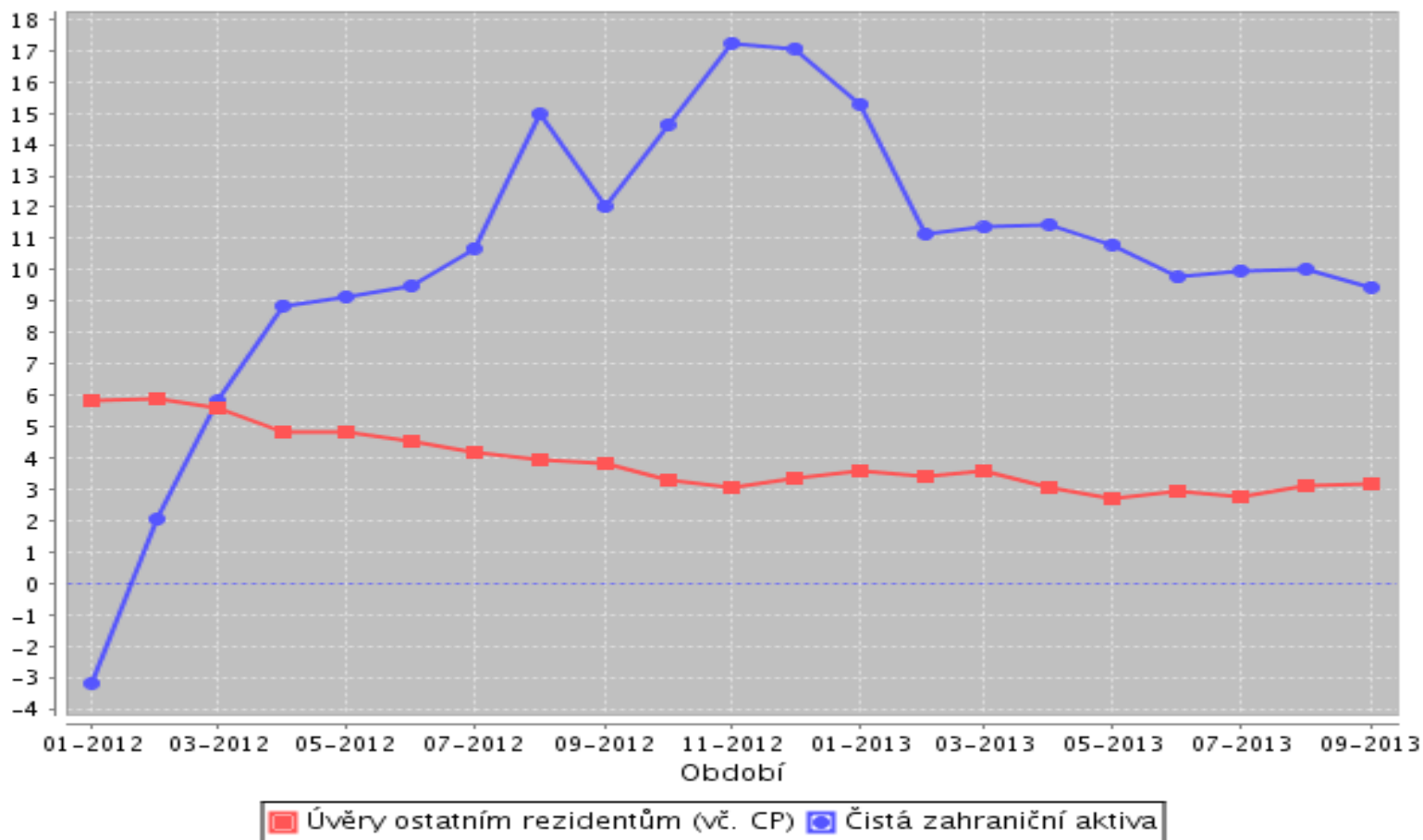
Tabulka A41: Peněžní agregáty a protipoložky – peněžní agregáty (roční míry růstu v %)



Zdroj: ČNB

Zdroje růstu měnových agregátů (NFA fungují jako substitut úvěrů)

Tabulka A44: Peněžní agregáty a protipoložky – hlavní protipoložky M3
(roční míry růstu v %)



Zdroj: ČNB



EVROPSKÁ UNIE
Evropské strukturální a investiční fondy
Operační program Výzkum, vývoj a vzdělávání



Toto dílo podléhá licenci Creative Commons
Uveďte původ – Zachovejte licenci 4.0 Mezinárodní.

