Měnověpolitické doporučení pro 7. SZ 2016

Sekce měnová

1. Prognóza ze 7. SZ 2016

Východiskem pro listopadové měnověpolitické zasedání je ***nová makroekonomická prognóza ze 7. SZ 2016***. Následující odstavce ve stručnosti shrnují počáteční podmínky, předpoklady a vyznění nové prognózy.

Inflace se ve 3. čtvrtletí letošního roku mírně zvýšila, nadále se však nacházela výrazně pod cílem ČNB (Graf 8). Hlavním zdrojem růstu spotřebitelských cen zůstala korigovaná inflace bez pohonných hmot, v jejímž vývoji se odráží růst domácí ekonomiky a mezd. Zároveň se zastavil pokles cen potravin a postupně odeznívá i propad cen pohonných hmot. Zpomalování růstu české ekonomiky pokračovalo i ve druhém čtvrtletí letošního roku, a to zejména v důsledku poklesu vládních i podnikových investic spolufinancovaných z fondů EU.

Tempo růstu zahraniční ekonomické aktivity v příštím roce zpomalí vlivem dopadů budoucího brexitu na ekonomický sentiment, v roce 2018 se ale vrátí k přibližně 2 %. Pokles výrobních cen v eurozóně odrážející zejména nízké ceny energetických komodit již začal odeznívat. Jejich návrat na růstovou trajektorii se pak očekává začátkem příštího roku. Spotřebitelská inflace se z velmi nízkých hodnot bude postupně zvyšovat v návaznosti na rostoucí poptávku a odeznění vlivu propadu cen ropy, až do konce roku 2018 však nedosáhne 2 %. Výhled tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR se na celém horizontu nachází v záporných hodnotách, když odráží pokračující uvolněnou měnovou politiku ECB včetně kvantitativního uvolňování, s nímž prognóza počítá do března 2017. To rovněž přispívá k očekávanému dalšímu lehkému oslabení kurzu eura vůči americkému dolaru. Výhled ceny ropy Brent na horizontu prognózy předpokládá její pozvolný nárůst.

Růst české ekonomiky letos celkově dosáhne 2,8 %. Důvodem letošního zvolnění dynamiky HDP oproti roku 2015 je dočasné snížení tvorby hrubého kapitálu způsobené zejména poklesem vládních i podnikových investic, který odráží jen pozvolné čerpání evropských fondů v novém programovém období. Ekonomickou aktivitu nadále podporují uvolněné měnové podmínky prostřednictvím oslabeného kurzu koruny i mimořádně nízkých úrokových sazeb, nízké ceny ropy a zvyšující se zahraniční poptávka. V příštích dvou letech setrvá růst HDP na obdobných tempech, když se na jedné straně obnoví kladná dynamika investic a na druhé straně bude růst české ekonomiky poněkud brzděn přechodným zpomalením zahraniční poptávky a posléze i méně uvolněnými měnovými podmínkami po ukončení kurzového závazku ČNB. Pokračující ekonomický růst povede ke zvýšení dynamiky mezd při již jen lehce klesající míře nezaměstnanosti.

Inflace se bude zvyšovat i nadále a na horizontu měnové politiky mírně přesáhne 2% inflační cíl, k němuž se během roku 2018 bude v prostředí postupně posilujícího kurzu a rostoucích úrokových sazeb shora vracet. Ke zvyšování inflace bude přispívat pokračující odeznívání protiinflačního vlivu dovozních cen a rostoucí inflační tlaky z domácí ekonomiky, plynoucí především z růstu mezd i ceny kapitálu v podmínkách pokračujícího růstu ekonomické aktivity.

Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017. Poté je s prognózou konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb a posílení kurzu koruny. Posílení koruny bude po opuštění kurzového závazku podporováno kladným úrokovým diferenciálem vůči euru a dozvuky kvantitativního uvolňování ECB, s nímž prognóza počítá do března 2017. Stejným směrem bude působit obnovená – i když oproti předkrizovému období výrazně pozvolnější – reálná konvergence české ekonomiky k vyspělým zemím eurozóny.[1]

Sekce měnová hodnotí rizika nové prognózy inflace celkově jako vyrovnaná.

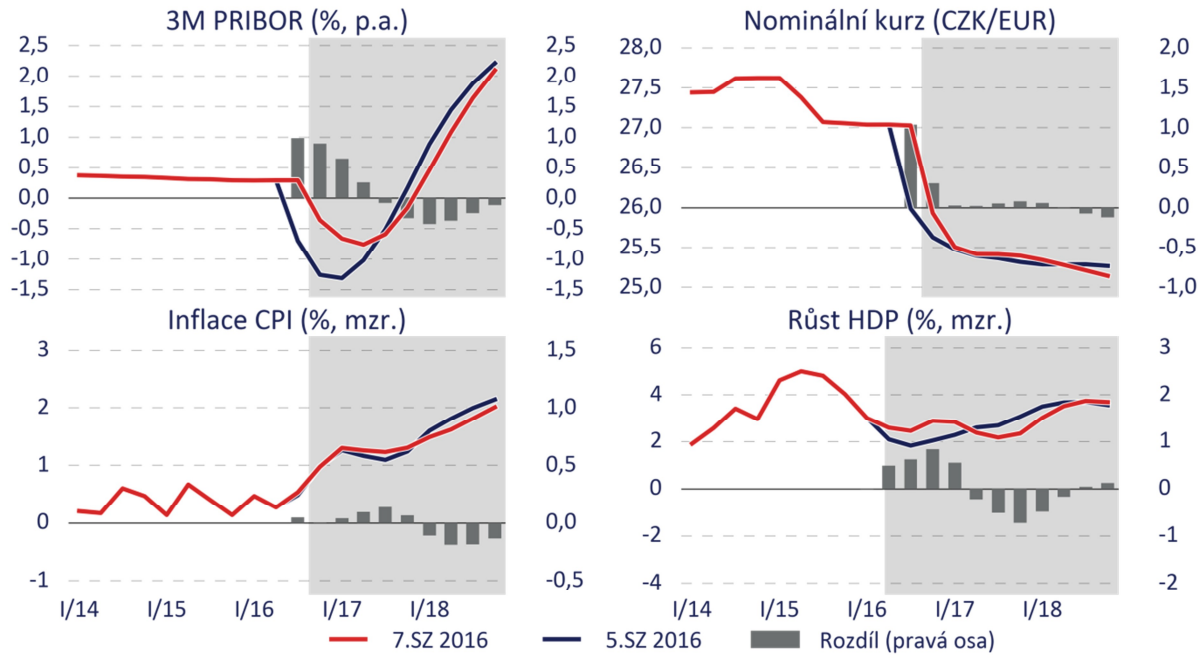
2. Diskuze potřeby dalšího uvolnění měnové politiky

Standardním východiskem úvah o případné změně parametrů kurzového závazku (jeho hladiny a doby jeho využívání) jsou vedle prognózy též tři již tradiční simulace: scénář s volnými sazbami, který signalizuje rozsah potřebného uvolnění měnových podmínek při použití tradičního nástroje (tedy skrze hypotetické snížení úrokových sazeb), scénář s endogenním kurzem, který ukazuje rozsah potřebného uvolnění měnových podmínek prostřednictvím měnového kurzu, a scénář s variantním časovým umístěním předpokládaného ukončení kurzového závazku.

Simulace s volnými úrokovými sazbami (viz Graf 1) abstrahuje od existence jejich nulové dolní meze i kurzového závazku na hladině 27 CZK/EUR. Pro nejbližších několik čtvrtletí simulace naznačuje menší potřebu uvolnění měnových podmínek prostřednictvím snížení repo sazby, než tomu bylo v simulaci z 5. SZ. Hypotetický pokles sazeb kulminuje v aktuální simulaci ve druhém čtvrtletí 2017 a činí přibližně čtyři snížení o standardních 0,25 procentního bodu. Přispívá k tomu přiblížení okamžiku očekávaného dosažení 2% inflačního cíle i při stávajícím nastavení měnových podmínek („efekt vysezení“) v kombinaci s nepatrně vyšší trajektorií implikovaných budoucích úrokových sazeb EURIBOR. Kurz se během následujících dvou čtvrtletích výrazně přibližuje hodnotám ze simulace z 5. SZ. Trajektorie inflace je v nové simulaci nejprve nepatrně výše a posléze lehce níže ve srovnání s 5. SZ. Cíle ČNB je tak dosaženo až v závěru roku 2018, tj. daleko za horizontem měnové politiky.

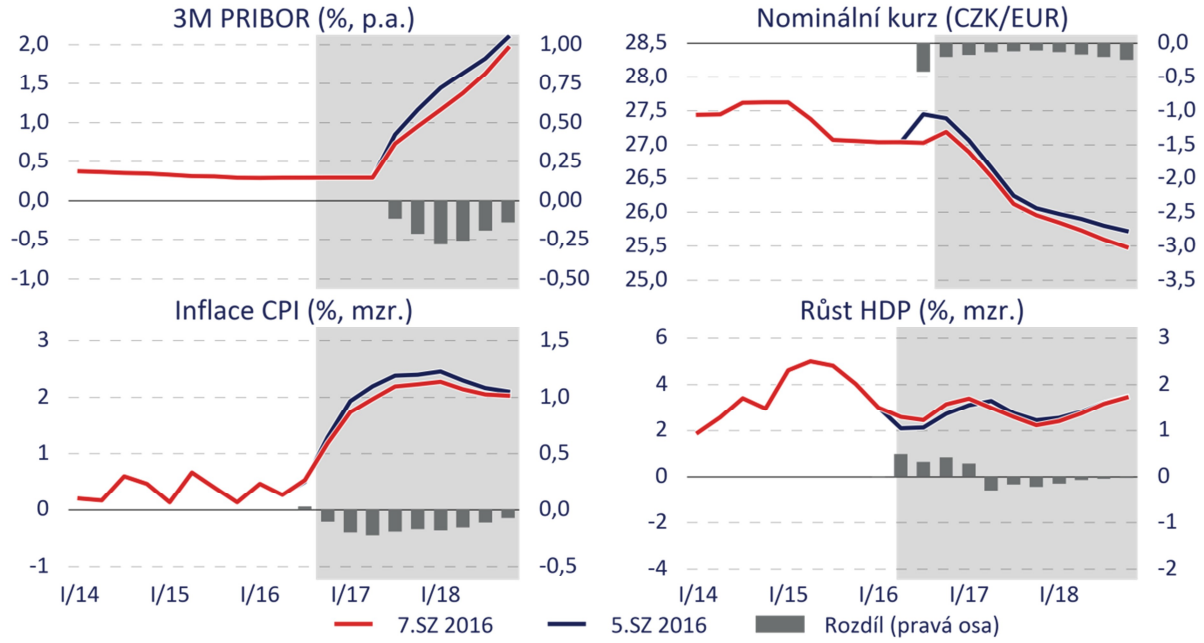
[1] Prognóza přitom nebere do úvahy, že posílení kurzu koruny může být tlumeno zajištěním kurzového rizika ze strany vývozců ještě před opuštěním kurzového závazku ČNB, uzavíráním korunových pozic finančních investorů a případnými intervencemi ČNB ke zmírnění kurzových výkyvů po ukončení jejího závazku.

Graf 1: Scénář s volnými úrokovými sazbami



V **simulaci s endogenním kurzem** (viz Graf 2) se kurz pohybuje na celém horizontu prognózy na nepatrně silnější (méně oslabené) úrovni, než tomu bylo ve verzi této simulace z 5. SZ. Simulace tak naznačuje mírně nižší potřebu dodatečného uvolnění měnových podmínek prostřednictvím dalšího oslabení kurzu, než tomu bylo v 5. SZ. Inflace je oproti simulaci z 5. SZ na celém horizontu prognózy lehce nižší. Od 3. čtvrtletí 2017 přitom stoupá mírně nad cíl a v roce 2018 se k němu shora navrací. Úrokové sazby jsou od 3. čtvrtletí 2017 nižší než ve verzi této simulace z 5. SZ.

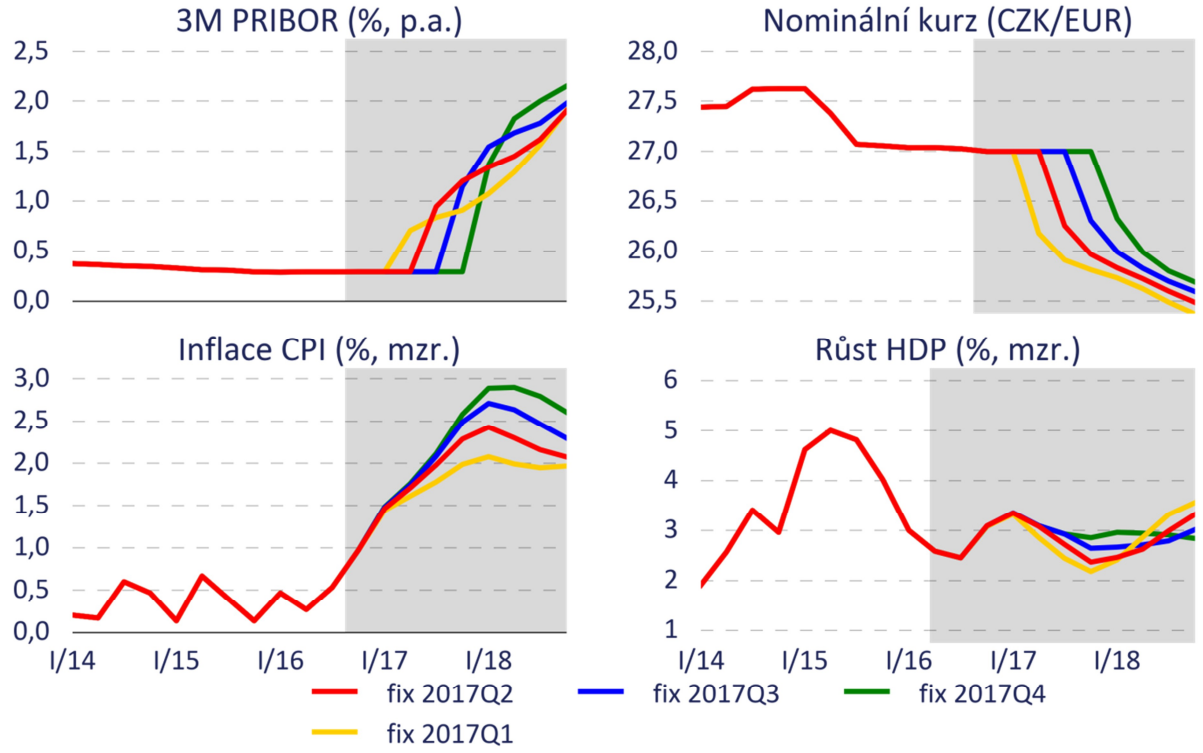
Graf 2: Scénář s endogenním kurzem



Simulace s variantním časovým umístěním exitu (viz Graf 3) potvrzuje, že zachování kurzového závazku do poloviny roku 2017, tedy v souladu s předpokladem nové prognózy

(červená čára), zaručuje dostatečně robustní plnění 2% inflačního cíle na horizontu měnové politiky, resp. jeho udržitelné plnění počínaje polovinou příštího roku. O čtvrtletí dřívější exit (žlutá čára) by naproti tomu znamenal pouze „křehké“ plnění cíle a z toho plynoucí větší riziko, že po opuštění kurzového závazku vznikne potřeba měnové podmínky opětovně uvolnit. Prodlužování doby používání kurzu za horizont poloviny příštího roku by naproti tomu vedlo ke stále výraznějšímu nadstřelování inflačního cíle. Odsouvání předpokládaného exitu v čase odpovídá v simulaci čím dál strmější nárůst úrokových sazeb a o něco mírnější posilování kurzu po provedení exitu.

Graf 3: Scénář s variantním časovým umístěním předpokládaného konce kurzového závazku



3. Rizika a nejistoty prognózy

V průběhu zpracování prognózy bylo identifikováno několik nejistot. První z nich je spojena s **rychlostí obnovení růstu vládních i podnikových investic**. Ve fiskální oblasti představuje nejistotu **vliv volebního cyklu na výdaje v diskreci vlády**. Další nejistota souvisí s **ekonomickými dopady budoucího brexitu**.

Celkově hodnotí sekce měnová rizika nové prognózy inflace jako vyrovnaná.

Nad rámec vyrovnané bilance rizik relevantních pro prognózu inflace existuje nejistota ohledně **načasování a způsobu ukončení programu nákupu aktiv ze strany ECB**. Případné pozdější ukončení kvantitativního uvolňování ECB by totiž mohlo mít implikace pro vývoj domácích úrokových sazeb a kurzu koruny po předpokládaném exitu v polovině příštího roku a případně vést až k odložení jeho provedení (podrobněji viz část 4 a 5 tohoto MPD).

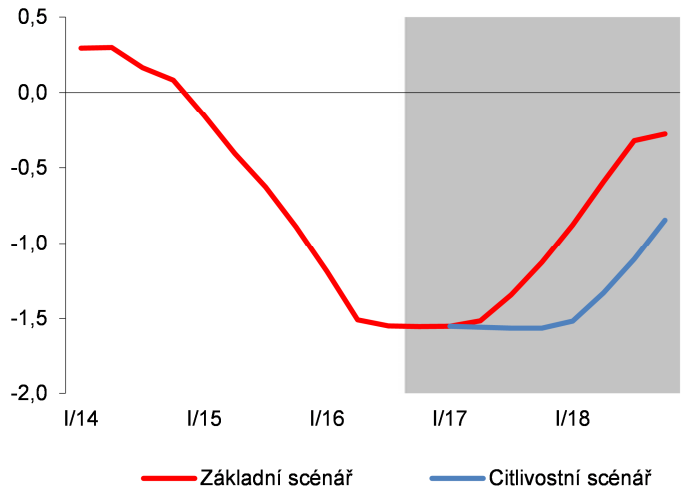
4. Citlivostní scénář prodloužení programu nákupu aktiv ze strany ECB

Motivací pro zpracování citlivostního scénáře je **očekávání části trhu o prodloužení programu nákupu aktiv (QE) ze strany ECB**, které by mohlo mít výrazný vliv na rozhodování ČNB z hlediska realizovatelnosti hladkého exitu z kurzového závazku v polovině roku 2017.

Nová prognóza pracuje – stejně jako ty předešlé – s předpokladem ukončení programu QE v březnu 2017 s tím, že jeho efekty budou postupně odeznívat v následujících čtvrtletích. **Citlivostní scénář předpokládá jeho prodloužení do konce roku 2017 ve stejné výši, tj. 80 mld. EUR měsíčně. Od roku 2018 pak zahrnuje postupné ukončování** QE v podobě tzv. taperingu tempem 10 mld. EUR měsíčně, tzn. do července 2018. Následně zůstává bilance ECB zachována v konstantní výši, což se projeví postupným odezníváním efektů nekonvenční měnové politiky a pozvolným návratem stínové úrokové sazby k úrovni 3M EURIBOR.

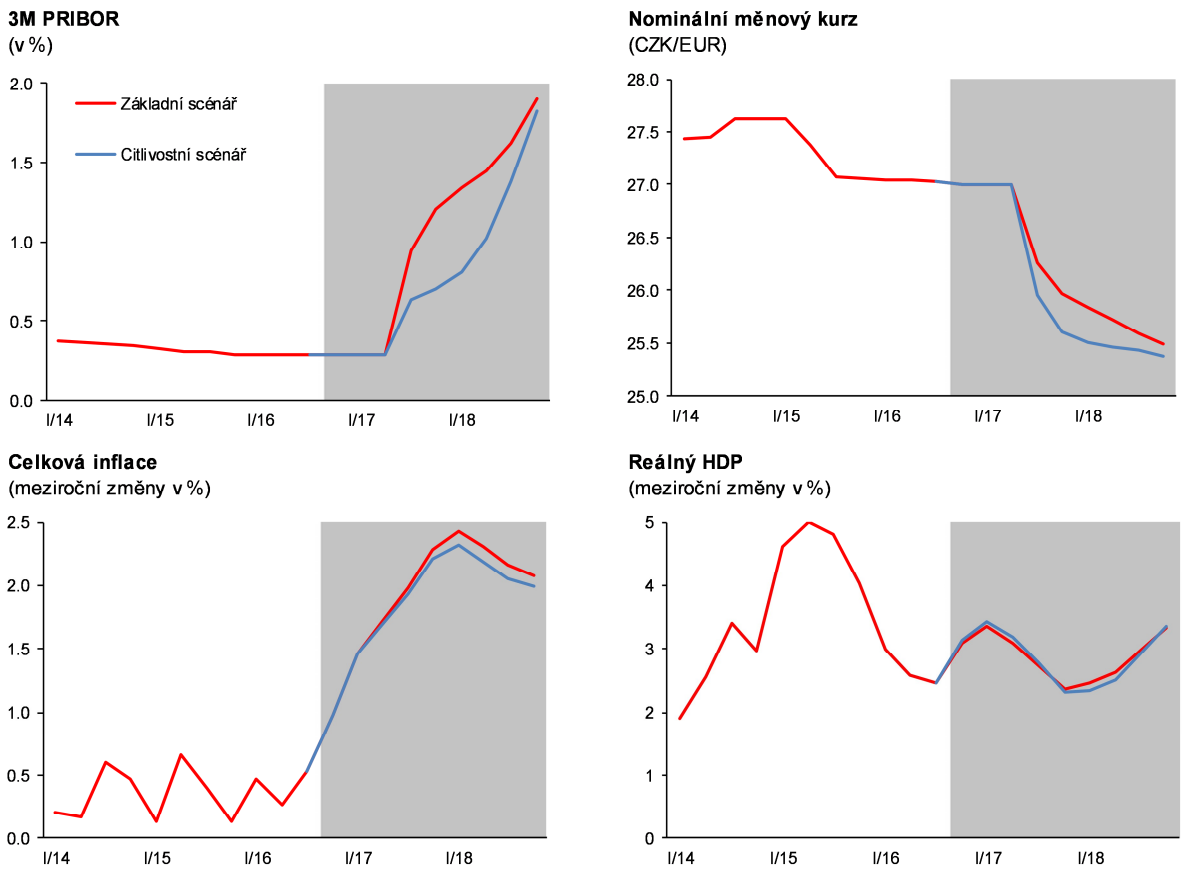
V citlivostním scénáři zůstávají všechny zahraniční veličiny s výjimkou stínových sazeb beze změny ve srovnání se základním scénářem. Jedná se tedy o hodnocení parciálního vlivu jiného nastavení politiky ECB. Stínové úrokové sazby v základním a citlivostním scénáři jsou znázorněny v Grafu 4. Citlivostní scénář zároveň zachovává předpoklad základního scénáře prognózy ohledně ukončení kurzového závazku ČNB v polovině roku 2017.

Graf 4: Stínová zahraniční sazba



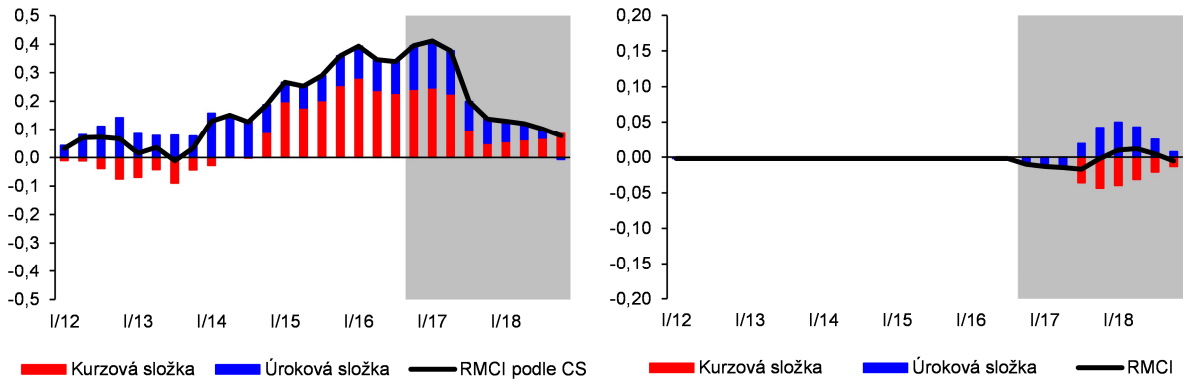
Dopady do vývoje vybraných domácích veličin jsou zachyceny v Grafu 5. Očekávaná nižší trajektorie zahraničních stínových sazeb od druhého čtvrtletí 2017 se projevuje tlakem na **zvýšení úrokového diferenciálu, které působí ve směru zhodnocení kurzu koruny vůči euru**. **Výraznějšímu posílení kurzu** po opuštění kurzového závazku, tj. počínaje třetím čtvrtletím 2017, které by se promítlo do nižší inflace oproti základnímu scénáři, **brání měnová politika podstatně pomalejším zvyšováním domácích úrokových sazeb**. To vede ve srovnání se základním scénářem pouze k lehce nižší inflaci na horizontu prognózy. Dopady do reálné ekonomiky jsou zanedbatelné.

Graf 5: Klíčové veličiny v základním a citlivostním scénáři



Reálné měnové podmínky (měřené indexem RMCI, Graf 6) **se v citlivostním scénáři vyvíjejí v souhrnu obdobně** jako v základním scénáři (Graf 23 na konci MPD) s tím, že do roku 2018 jsou lehce přísnější a poté nepatrně uvolněnější. Celkový RMCI je však v citlivostním scénáři charakterizován větším uvolněním úrokové složky (když dochází k pomalejšímu zvyšování sazeb než v základním scénáři) při větším zpřísněním kurzové složky ve srovnání se základním scénářem (Graf 6 vpravo).

Graf 6: RMCI podle citlivostního scénáře (vlevo) a rozdíl mezi citlivostním a základním scénářem (vpravo)



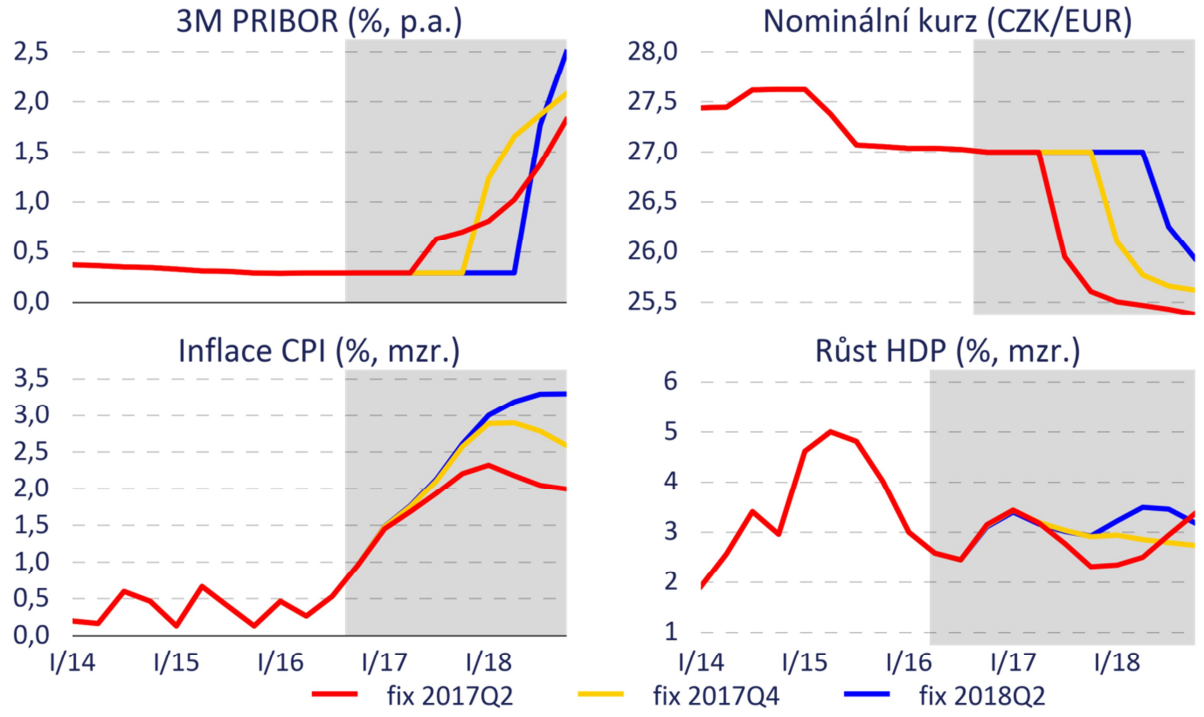
Rozsah reakce domácích sazeb i kurzu zachycený v této simulaci je spojen s řadou nejistot. Část z nich souvisí se samotnou měnovou politikou ECB, konkrétně se způsobem ukončení QE, jeho případného prodloužení a rychlostí odeznívání dopadů QE na finančních trzích. Další nejistota ohledně kvantifikace dopadů do domácí ekonomiky se týká relevance

stínových sazeb vůči tržnímu EURIBORu v jednotlivých segmentech ekonomiky, zejména na devizovém trhu. Samotné oznámení o prodloužení QE může zvyšovat význam stínové úrokové sazby v kurzovém vývoji. Čím větší tento význam bude, o to silnější bude promítání dodatečného QE ECB do domácí měnové politiky.

Zpracovaný citlivostní scénář ilustruje riziko možného odložení ukončení stávajícího kurzového závazku ČNB za polovinu roku 2017, protože nevede k naplnění předpokladu o dostatečně robustním prvotním zpřísnění domácí měnové politiky prostřednictvím úrokových sazeb po ukončení intervenčního režimu. Zároveň by neplatila dosavadní komunikace ČNB, že kurz po opuštění kurzového závazku neposílí skokově na předintervenční úroveň.

Popsaný citlivostní scénář prodloužení programu nákupu aktiv ECB byl pro účely MPD rozšířen o diskuzi vlivu prodloužení předpokládaného používání kurzového závazku, a to do konce roku 2017, resp. do poloviny roku 2018 (Graf 7). Případné posunutí exitu o dvě čtvrtletí oproti předpokladu základního scénáře v reakci na prodloužení QE ze strany ECB (žlutá čára) je v této simulaci postačující pro dostatečně robustní zpřísnění měnové politiky po ukončení intervenčního režimu, když úrokové sazby ve čtvrtletí exitu vzrostou o zhruba jeden procentní bod. Inflace se přitom na přelomu let 2017 a 2018 dostává až téměř k horní hranici tolerančního pásma cíle při zhruba 3% růstu HDP. Odložení exitu o čtyři čtvrtletí (modrá čára) vede již k výraznému nadstřelení inflačního cíle (resp. zvýšení inflace nad horní hranici tolerančního pásma), a to navzdory následnému prudkému růstu úrokových sazeb. Tyto simulace tak ukazují, že v případě prodloužení programu nákupu aktiv ECB dle předpokladů citlivostního scénáře lze do budoucna zvažovat odložení našeho exitu o jedno či dvě čtvrtletí. Výraznější prodloužení kurzového závazku by za současných znalostí vedlo k výraznému přestřelení inflačního cíle v roce 2018.[2]

Graf 7: Variantní časové umístění konce kurzového závazku v citlivostním scénáři



[2] Necháváme stranou případné dopady prodloužení období nulových úrokových sazeb na domácí finanční stabilitu.

5. Související měnověpolitické úvahy

Nová prognóza a další zpracované simulace i nadále potvrzují potřebu udržovat měnové podmínky uvolněné přinejmenším v dosavadním rozsahu. **K udržitelnému plnění cíle, které je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky, dojde dle základního scénáře nové prognózy počínaje polovinou roku 2017.** Změna příběhu mezi novou a minulou prognózou je minimální, a ani kvantitativně k žádným zásadním posunům ve výhledu klíčových veličin oproti minulé prognóze nedošlo. Inflační rizika nové prognózy jsou hodnocena jako vyrovnaná.

Měnová politika ECB je jedním z hlavních předpokladů prognózy o vnějším prostředí. Změny v jejím nastavení pochopitelně automaticky nevedou k potřebě upravovat analogicky domácí měnovou politiku. Jde nicméně o faktor potenciálně ovlivňující budoucí optimální reakci ČNB. Zpracovaná simulace případného prodloužení programu nákupu aktiv ECB a následného „taperingu“ velmi plasticky ilustruje riziko jdoucí ve směru **potřeby uvolněnějších měnových podmínek v podobě prodloužení platnosti kurzového závazku o jedno až dvě čtvrtletí**. V současné chvíli panuje významná nejistota ohledně tohoto kroku ECB, resp. v určité míře i ohledně jeho dopadů do české ekonomiky a jeho měnověpolitických implikací. Bylo by proto předčasné nyní posouvat platnost kurzového závazku, a to jak v jeho nepodmíněné („hard commitment“), tak pravděpodobnostní („soft commitment“) podobě. Důkladně zvážit tento krok bude možné až po případném přijetí rozhodnutí ze strany ECB ohledně prodloužení jejího programu QE, zveřejnění přesnějšího plánu jeho ukončování a po plnohodnotném zapracování všech aktualizovaných předpokladů do nové prognózy.[3]

Záporné úrokové sazby považuje sekce měnová nadále za nepříliš vhodný nástroj. Zaprvé pro ně není důvod z hlediska potřeby dalšího uvolňování měnové politiky a dosahování inflačního cíle ČNB, protože naše úvahy se již posouvají naopak směrem k budoucímu omezování uvolněnosti měnových podmínek po exitu, který se dle prognózy přibližuje. Zadruhé, dle anekdotické evidence prakticky neprobíhají klasické carry-trades motivované kladným diferenciálem našich měnověpolitických sazeb vůči eurozóně; reálně probíhající typy obchodů (viz vyjádření SBO níže) mají jiný charakter a jsou spojeny s investicemi do korunových instrumentů, které již aktuálně mají hluboce záporný výnos (v případě krátkodobých vládních dluhopisů v některých momentech více záporný než ve Švýcarsku). Víceméně symbolické snížení měnověpolitických sazeb ČNB do záporu by tak zřejmě mělo jen marginální efekt z hlediska dalšího odrazování od tohoto typů obchodů. Za třetí, nacházíme se ve fázi kurzového závazku, kdy je poměrně velký objem devizových intervencí přirozeným jevem, který nelze až do exitu lehce zvrátit kroky ČNB (v případě hedgingu exportérů by dokonce byl s ním související větší příliv do našich rezerv žádoucí kvůli platnosti hypotézy chybějící protistrany). A konečně za čtvrté, z komunikačního a taktického hlediska by zavedení sazeb mohlo být kontraproduktivní. Jednak by mohlo být interpretováno jako známka slabosti v tom smyslu, že nás znervózňuje rychlost nárůstu bilance ČNB. A jednak někteří členové bankovní rady v minulosti komunikovali, že si záporné sazby umějí představit jako nástroj bezprostředně před ukončením kurzového závazku, takže jejich zavedení by mohlo být bráno jako známka blížícího se exitu. Z tohoto pohledu tedy doporučujeme naopak omezit prostor věnovaný možnosti použití tohoto nástroje v komunikaci ČNB navazující na listopadové měnové zasedání (včetně minutes).

[3] Případný budoucí posun očekávaného exitu ČNB o jedno či dvě čtvrtletí by zřejmě nebyl velkým překvapením ani pro analytiky, jejichž výrazná většina již nyní očekává exit ve druhé polovině příštího roku (Tabulka 2). Mnozí analytici současně předpokládají, že ECB prodlouží svůj program QE za horizont března 2017.

Na základě zvážení všech výše diskutovaných skutečností **navrhujeme neměnit nastavení měnové politiky ani související komunikaci** (viz část 8 tohoto MPD).

6. Vyjádření sekce bankovních obchodů

Koruna je v posledních několika týdnech **pod silnějším nákupním tlakem**, za nímž stojí mj. první přípravy pozic na exit z kurzového závazku. Tento sentiment byl odstartován počátkem září investičním doporučením na prodej EUR proti CZK publikovaným ING, což přitáhlo ke koruně velkou pozornost investorů. Na trhu jsou aktivní spíše hedge fondy a real money klienti, korporátní sféra zatím spíše vyčkává. **Exportéři jsou podle našich informací podzajištění**, a přestože dlouhodobé zajišťovací operace začínají uzavírat, od větší aktivity je odrazuje zejména nutnost používat delší deriváty (minimálně se splatností nad jeden rok) a výrazná distorze derivátového trhu.

Od září je forwardová křivka hluboce v záporných hodnotách a implikovaný výnos z těchto derivátů se pohybuje kolem -1,5 %. Cena ročního zajištění prostřednictvím outright forwardu tak aktuálně vychází na přibližně 40 haléřů. Takto drahé zajištění v kombinaci s tím, že exit by měl proběhnout za cca 8 měsíců a do té doby bude kurz minimálně kolem hranice 27,000, působí pro exportéry demotivačně. Pravděpodobně si neuvědomují, že cena zajištění se už výrazně snížit nemusí a naopak **hrozí riziko ještě vyšší distorze derivátového trhu.** Toto chování může vést k tomu, že **se nemusí zcela naplnit teze o neexistující protistraně po exitu – touto protistranou mohou být právě nedostatečně zajištění exportéři**. Že jde o reálnou možnost, ukázala podle nás situace v září – exportéři nervózně sledovali zvyšující se cenu forwardů, když ale došlo k její korekci, k žádnému podstatnému zajištění nepřistoupili. Další detaily a vysvětlení k distorzi derivátového trhu jsme shrnuli do speciálního boxu níže.

Navzdory pokračujícímu tlaku spekulantů **nejsme názoru, že nastal čas na zavedení záporných sazeb**, nadále proto doporučujeme zachovávat stoický klid. V souladu se závěrem našeho boxu o derivátech zároveň **doporučujeme již dále neposouvat tvrdý ani měkký závazek** a v další komunikaci ohledně časování exitu se dále vyjadřovat pouze v obecné rovině, že **exit nastane tehdy, až bude zajištěno udržitelné plnění inflačního cíle**.

Box - distorze derivátového trhu

Na trh s nejpoužívanějšími deriváty, tedy swapy a outright forwardy, vstupuje hned několik skupin investorů. Forwardy se nejčastěji používají jako instrument pro zajištění, v souvislosti s exitem jej však často využívají také spekulanti proti flooru. Stejně tak swap se využívá předně jako nástroj pro řízení cizoměnové likvidity, ale zároveň jej využívají také subjekty k zajištění investice v cizí měně. To, že aktuálně na trhu derivátů dominuje zájem o nákup CZK, znamená, že derivát z korunového pohledu zdražuje, říkáme, že jeho cena se pohybuje doleva, a implikovaný korunový výnos z derivátů se posouvá do stále zápornějších hodnot.

Tento zájem o CZK pochází zejména od subjektů spekulujících na posílení koruny po ukončení flooru (typicky hedge fondy a real money klienti), případně od uživatelů trhu z domácí reálné ekonomiky, kteří se snaží zajistit (typicky exportéři). To, že korunový implikovaný výnos klesá hlouběji do negativního teritoria, zároveň znamená, že odpovídajícím způsobem roste implikovaný výnos v cizí měně. Takový vývoj pak přitahuje druhou skupinu investorů, např. zahraniční správce aktiv, kteří využívají této distorze k zajištěné investici do korunových cenných papírů, kterou se efektivně vyhýbají záporným úrokům z investic v jejich domácích měnách. Mechanika takové zajištěné investice je popsána na následujícím modelovém příkladu:

Správce portfolia *chce* investovat 10 mil. € na čtyři měsíce (4M):
Varianta 1: např. nákup německého nebo francouzského t-billu, nebo úložka reverzním repem

4M GE	-75 bps
4M FR	-60 bps
4M reverzní repo	-55 bps

Varianta 2: zajištěná investice do českého aktiva

Devizový swap: prodej 10 mil. EUR/CZK na spotu @ 27,020 (nákup 270,2 mil. CZK) a současný prodej 270,2 mil. CZK vs EUR za @ 26,955 (nákup 10,024 mil. EUR) s vypořádáním za 4M.

Dosažený eurový výnos je +72 bps p.a., za předpokladu uložení CZK získaných ze swapu za 0 %.

Porovnání výše uvedených variant vede investora k závěru, že i když korunová investice bude mít záporný výnos ve výši -72 bodů, bude investovat svá původní EUR za nulový výnos, což je pořád o 55 bodů víc než reverzní repo., tj. „nejvýnosnější“ přímá investice EUR z varianty 1.

Pozn.: Devizový swap se používá na zajištění kratších investic do jednoho roku, častěji se používá cross currency basis swap na zajištění dlouhodobějších investic (například nákup aktuálně vydávaných několikaletých českých vládních dluhopisů s nulovým kuponem), princip i implikace jsou ale stejné.

Zájem o domácí krátkodobé státní dluhopisy tak logicky pochází zejména ze zahraničí, pro domácí subjekty působí jejich výrazně negativní výnosy demotivačně. Důvod zájmu zahraničních investorů pramení z „nadvýnosu“, kterým je buď výrazně kladný cizoměnový implikovaný výnos při použití derivátu u zajištěné investice nebo výnos z očekávaného posílení CZK po exitu z kurzového závazku, tj. v době, kdy by prodávali korunovou investici a kupovali zpět svou domácí měnu. Koruny, které z jednoho z těchto důvodů nakoupili, musí někam umístit. Toto se mimo jiné odráží ve stále klesajícím výnosu korunových cenných papírů. Dvouletý vládní dluhopis aktuálně „vynáší“ již více než - 100 bodů (tedy -1 %).

A zatímco u dluhopisů chybí zájem o obchodování druhé strany, tj. nejsou přirozená flow na prodej, maximálně je nižší zájem o nákup, tak na derivátovém trhu dochází ke klasickému seberegulačnímu střetu nabídky a poptávky. Koruny prostřednictvím derivátů kupují zejména subjekty spekulující na posílení koruny po opuštění flooru nebo subjekty zajištující se proti posilování koruny. Druhou stranu obchodují zejména „arbitražéři“ využívající distorze derivátů k zajištěným cizoměnovým investicím, případně oportunisté kupující EUR/CZK na forwardech pod hranicí 27,000. Pokud sílí spekulace proti flooru, klesá implikovaný korunový výnos, což přitáhne zájem arbitražérů, kteří distorzi mírní a tlačí korunový výnos zpět směrem ke kladným hodnotám.

Implikovaný výnos má z našeho pohledu zásadní význam jako měřítko nákladů spekulantů, kteří na derivátovém trhu budují leveragované pozice na posílení koruny po exitu. Budování takové pozice je tím dražší, čím je implikovaný výnos nižší. V dnešní době se korunový implikovaný výnos pohybuje napříč křivkou zhruba kolem -1,5 % (p.a.). V případě hlubší distorze, například té, jíž jsme byli svědky v létě 2015, se výnos pohyboval kolem -4 %.V případě roční investice by tedy subjekt očekávající zhodnocení po exitu například 5 % zřejmě takovou transakci neuzavřel, protože samotné financování transakce by spolklo čtyři pětiny očekávaného zhodnocení. S klesajícím horizontem investice ovšem klesá i vliv implikovaného výnosu na rozhodování tržních účastníků, zda transakci uzavřít či nikoli, protože nominální náklady na financování transakce klesají. Pokud vyjdeme ze stejného příkladu s implikovaným výnosem -4 % a očekávaným zhodnocením 5 %, ale horizont investice není rok, ale měsíc, není náklad na financování pozice 4/5 očekávaného výnosu, ale pouze 6,67 % (měsíční náklad při 4 % p.a. je 0,33 %).

Při budování takovéto spekulativní pozice je důležité, aby derivát nevypršel před exitem. Čím přesnější je naše komunikace o časování exitu, tím kratší splatnosti derivátů mohou být použity k těmto spekulacím, a tedy tím nižší budou náklady na jejich budování a udržování. Z tohoto důvodu se domníváme, že při stávajícím způsobu komunikace exitu, by k odrazení spekulantů nevedlo ani zavedení záporných úrokových sazeb těsně před exitem (resp. sazby by musely být tak výrazně negativní, že by vymazávaly cílený profit už v řádu dnů či týdnů – takové úrovně ale nepovažujeme za realizovatelné).

Vysoká transparence má ještě jeden významný efekt. Dává subjektům reálné ekonomiky zdánlivý pocit kurzové stability, takže odkládají zajištění proti kurzovému riziku (posílení koruny).

Reálně tak hrozí, že s pokračující distorzí již nebudou ochotni nebo schopni se do exitu zajistit, takže budou ve větších objemech prodávat až po něm. To by významně zpochybnilo domněnku o absenci protistrany po exitu, protože spekulanti by mohli zavírat své pozice proti těmto subjektům.

Další otázkou, která si podle našeho názoru bude zasluhovat pozornost, je vliv popsané situace na rizika pro finanční stabilitu. Tato rizika budou plynout zejména z toho, že zahraniční subjekty, které se financují v cizích měnách, tlačí cenu domácích aktiv neúměrně vysoko, a bude tak docházet k dalšímu „vytlačování" domácích finančních institucí z těchto trhů (příkladem segmentu, kde k tomuto už dochází, je trh vládních dluhopisů s kratší splatností). Tento vliv je zesílen rostoucí velikostí bilancí domácích bank.

7. Dosavadní komunikace ČNB

Na tiskové konferenci po zářijovém měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB J. Rusnok přednesl Prohlášení bankovní rady rekapitulující minulou prognózu a hodnotící nově dostupné informace získané od jejího zpracování. Prognóza byla založena na předpokladu stability tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017.

Bankovní rada vyhodnotila rizika minulé prognózy na horizontu měnové politiky jako vyrovnaná a konstatovala, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém čtvrtletí 2017. Bankovní rada přitom i nadále viděla jako pravděpodobné ukončení závazku v polovině roku 2017.

Během října se několik členů BR vyjádřilo k měnové politice ČNB, resp. k jejímu budoucímu nastavení (viz Tabulka 1). Jejich vyjádření potvrzovala zářijové rozhodnutí bankovní rady o posunu „hard commitmentu".

Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů bankovní rady v médiích

7-9.10.	J. Rusnok, V. Tomšík (prezentace na IMF/WB Annual Meeting 2016, Washington, DC)	The CNB's forecast assumes market interest rates to be flat at their current very low level and the exchange rate to be used as a monetary policy instrument until mid-2017. The CNB will not discontinue the use of the exchange rate as a monetary policy instrument before 2017 Q2. The Bank Board still considers it likely that the commitment will be discontinued in mid-2017. The exit will take place only once there are conditions for a sustainable achievement of the 2% inflation target even after the exit, i.e. without a need to go back to unconventional measures.
18.10.	V. Tomšík (prezentace, Kolokvium ČNB)	• Podoba ukončení kurzového závazku bude záležet na aktuální situaci. • Preferovanou variantou je jednorázové ukončení, s ohledem na výše uvedené však nelze dopředu vyloučit ani variantu s mezikrokem. • Exit bude znamenat návrat k režimu řízeného plovoucího kurzu. • Centrální banka bude připravena zasáhnout proti nadměrné volatilitě kurzu. • Exit bude transparentní. • Zvyšování úrokových sazeb bude pravděpodobně následovat až s časovým odstupem po exitu (určitě nepřijde před ním) a bude postupné. • ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém čtvrtletí 2017. • Bankovní rada přitom nadále vidí jako pravděpodobné ukončení závazku v polovině roku 2017.
19.10	P. Řežábek (prezentace v rámci odborné konference „Očekávaný vývoj automobilového průmyslu v ČR a střední Evropě", Brno)	• S prognózou je konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb ve druhé polovině roku 2017 a jejich další mírné zvyšování v roce 2018. • ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém čtvrtletí 2017. Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky na úrovni 27 CZK/EUR do poloviny roku 2017.

22.10.	J. Rusnok (Lidové noviny)	Nebojíme se žádného šoku (Pozn.: po exitu), česká ekonomika si s tím poradí stejně, jako si s posílením koruny poradila před krizí. Jde ale o to, aby byl tento přechod přiměřeně hladký, což si myslím, že jsme z velké míry schopni zabezpečit. Samozřejmě nastane opět doba určité nejistoty pohybu kurzu, čemuž jsme v posledních letech odvykli. Máme ale svou vlastní měnu, která je přirozeně vystavena určité fluktuaci. Opuštění intervencí budeme nastavovat podle momentální situace. Nevíme, jaká ta situace v budoucnu bude, takže to teď těžko mohu říct. Ideálním případem by bylo samozřejmě jednorázové opuštění kurzu. Vyhradili jsme si ale právo se na trh vracet, pakliže by to nadměrná volatilita vyžadovala. Pokud nás trh donutí opět intervenovat, učiníme to. Kdyby koruna výrazně posílila, ohlídáme si to. Nevylučujeme je (pozn. záporné sazby) jako pomocný nástroj na znepříjemnění situace těm, kteří by chtěli s korunou spekulovat. Byly by použity na příliv kapitálu a byla by to záležitost krátkodobá, která by pomáhala při ukončení intervencí. Určitě by se to nemělo dotknout běžných střadatelů. …chceme být na dvouprocentním cíli nebo ještě lépe nad ním. Neradi bychom se totiž do podobného intervenčního režimu kvůli nízké inflaci zase brzy vraceli zpátky. Na druhou stranu jsme nikdy neřekli, že intervence opustíme v den, kdy inflace dosáhne dvou procent.
24.10.	J. Rusnok (E15)	…neukončíme intervence do konce prvního čtvrtletí 2017. Ukončíme je někdy potom. Zatím všechny naše prognózy ukazují, že to s vysokou pravděpodobností bude někdy kolem poloviny roku 2017. Řekli jsme, že kritériem pro opuštění je udržitelné dosažení inflačního cíle, nebo dosahování, chcete-li. ...to může klidně být i v roce 2018. Pak už je to v podstatě „open end“. Žádné pásmo ani hranice (Pozn.: pro pohyb kurzu koruny po opuštění závazku) rozhodně nestanovujeme. Po exitu budeme pečlivě sledovat vývoj, kde se ustálí rovnovážný kurz. Pokud bude potřeba, budeme vyhlazovat nějaké skokové volatility, které by mohly nastat se změnou režimu. Tohoto práva (Pozn.: intervenovat i po ukončení kurzového závazku) se nevzdáváme. …kdyby koruna oslabila dramaticky, samozřejmě zasáhneme, eur máme habaděj, a ještě na tom vyděláme. Protože v momentě, kdy přijde den D nebo doba D, budeme mít eura jen my. To je realita. Jestliže dneska všichni kupují koruny, fajn, těch my máme nekonečně mnoho, ale eura nevydává nikdo jiný než ECB. Primárně ne (Pozn.: odpověď na otázku, zda má v rozhodování o exitu nějaký vliv postup ECB a její dodávání likvidity na trh). Nás zajímají domácí ukazatele hlavně z oblasti cenové stability a další makroekonomické ukazatele. Přirozeně ale sledujeme, co ECB dělá, a do našich rozhodování to vstupuje. Uvidíme, jaký bude vývoj, zatím ECB ani nenaznačuje, že by neukončila dodávání likvidity prostřednictvím skupování dluhopisů do konce března. To by mělo být jasnější po prosincovém zasedání ECB. …máme-li podobnou inflaci jako eurozóna, není důvod, abychom měli zásadně jiné úrokové sazby. Sice nemáme nominálně záporné sazby – myšleno jako sazby centrální banky, ale de facto je máme vyvolané situací na trhu. Zejména u státních dluhopisů, ale do jisté míry i na mezibankovním trhu.

8. Reakce a očekávání finančních trhů

Zářijové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady odpovídalo očekávání všech analytiků. Stabilitu základních sazeb ČNB očekávalo všech čtrnáct analytiků z dotazníků IOFT (15.9.), všech třiadvacet analytiků podle šetření agentury Bloomberg (26.9.) i všech osmnáct analytiků oslovených agenturou Thomson Reuters (29.9.). Analytici z průzkumu IOFT předpokládali ukončení režimu intervencí v období 1Q17 až 4Q17, analytici z průzkumu Thomson Reuters v období 1H17 až 1Q18.

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR zůstaly stabilní, sklon výnosové křivky sazeb PRIBOR je rostoucí. Výhled sazeb FRA implikuje v ročním horizontu nepatrný pokles sazby 3M PRIBOR. Do poloviny příštího roku se tak pohybuje nepatrně pod úrovní úrokových sazeb předpokládanou v nové prognóze ČNB, se kterou je poté ve 3Q17 konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb, s nímž tržní výhled nepočítá.

Sazby IRS se od posledního zasedání BR zvýšily zejména ve střední a delší části křivky. Výnosová křivka sazeb IRS zůstává rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,3 p.b., spread 10R-1R činí 0,5 p.b. Výnosy státních dluhopisů se v kratších splatnostech dále snížily hlouběji do záporu, výnosová křivka je záporná do splatnosti 6R.

Současná očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb jsou následující. Z dotazníků IOFT (14.10.) vyplývá, že na listopadovém zasedání BR ČNB i v ročním horizontu všech šestnáct analytiků očekává stabilitu základních sazeb ČNB. Rovněž všech devatenáct analytiků oslovených agenturou Bloomberg (31.10.) očekávalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na listopadovém měnověpolitickém zasedání BR ČNB.

Analytici v rámci šetření IOFT a FECF v průměru očekávají, že kurz v horizontu 1R posílí mírně pod hladinu 27 CZK/EUR. Prognóza ČNB předpokládá pro 4Q17 (druhé čtvrtletí po opuštění kurzového závazku) kurz na úrovni 26 CZK/EUR. Okamžik ukončení intervenčního režimu je aktuálně očekáván v období 2Q17 až 1Q18, blíže viz Tabulka 2.

Tabulka 2: Očekávání analytiků ohledně okamžiku ukončení režimu devizových intervencí dle IOFT (14.10.)

2016	2017				2018			
4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
		••	••••••	•••••••	•			

9. Měnověpolitické doporučení sekce měnové

Sekce měnová doporučuje na listopadovém měnovém zasedání bankovní rady:

- **ponechat měnověpolitické úrokové sazby beze změny**;

- **potvrdit závazek ČNB v případě potřeby intervenovat** na devizovém trhu na oslabení kurzu tak, aby udržovala kurz koruny poblíž hladiny 27 CZK/EUR; opět připomenout, že ČNB je nadále připravena automaticky, tedy bez nutnosti dalšího rozhodnutí bankovní rady, provádět časově i objemově neomezené intervence na udržení svého kurzového závazku;

- konstatovat, že již začíná slábnout vliv protiinflačních nákladových faktorů ze zahraničí, který v příštím roce odezní; **korigovaná inflace bez pohonných hmot je přitom nadále zřetelně kladná**, když se v ní pozitivně projevuje růst domácí ekonomiky a mezd;

- sdělit, že **podle nové prognózy předpokládající používání kurzu do poloviny příštího roku** se bude celková i měnověpolitická inflace dále zvyšovat a **na horizontu měnové** politiky (přelom let 2017 a 2018) **mírně přesáhne 2% inflační cíl;**

- **k udržitelnému plnění 2% inflačního cíle,** které je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky, **tak dle nové prognózy dojde počínaje polovinou roku 2017;**

- vyhodnotit **bilanci rizik stávající prognózy jako vyrovnanou**;

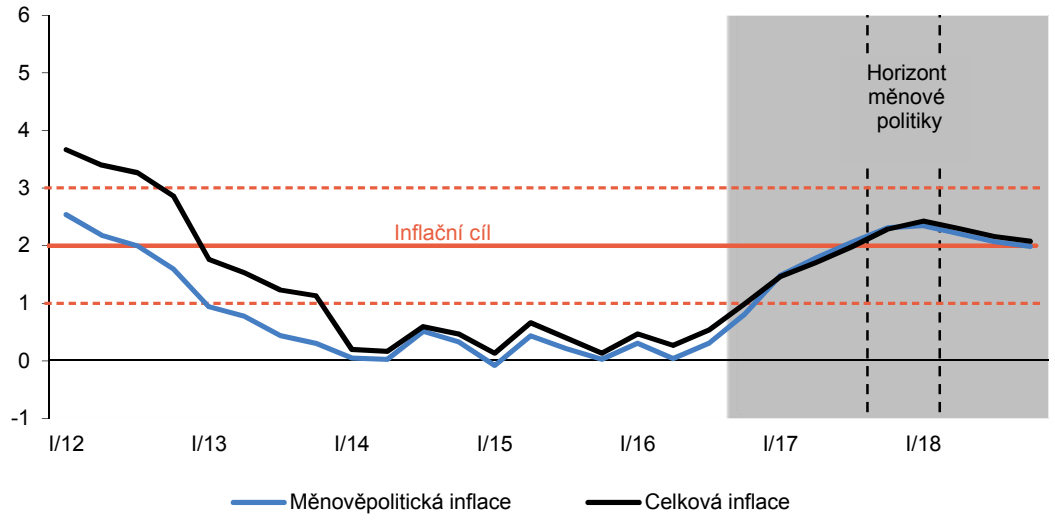
- sdělit, že **potřeba udržovat měnové podmínky uvolněné přinejmenším v dosavadním rozsahu přetrvává**;

- konstatovat, že **ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém čtvrtletí 2017**;

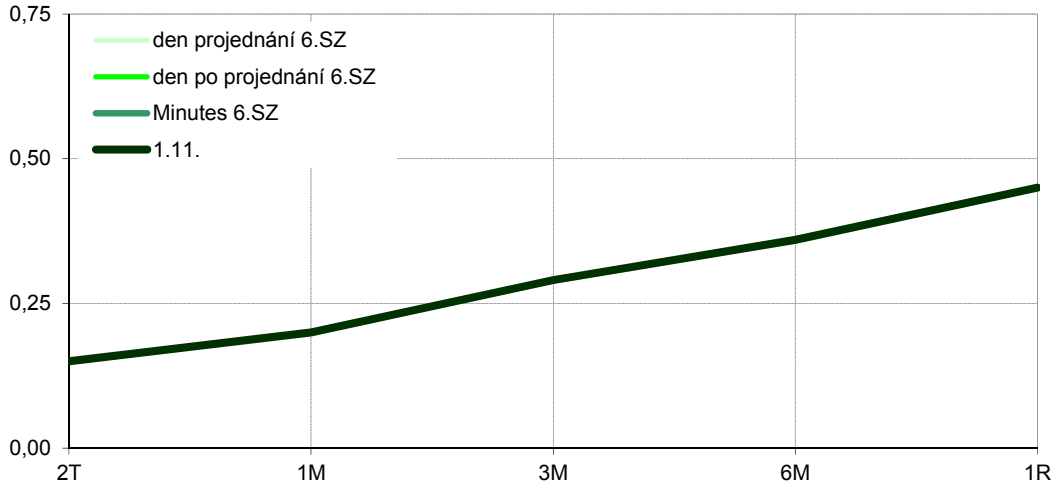
- dodat současně, že bankovní rada i nadále vidí jako **pravděpodobné ukončení závazku v polovině roku 2017**;

- pokračovat v komunikaci, že **ukončení závazku nepovede ke skokovému posílení kurzu** na mírně nadhodnocenou úroveň před zahájením intervencí ČNB, neboť v mezidobí dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin a posílení kurzu koruny po opuštění závazku bude navíc tlumeno masivním zajištěním kurzového rizika ze strany vývozců během trvání závazku, stejně jako uzavíráním korunových pozic finančních investorů a případnými intervencemi ČNB ke zmírnění kurzových výkyvů po ukončení závazku.

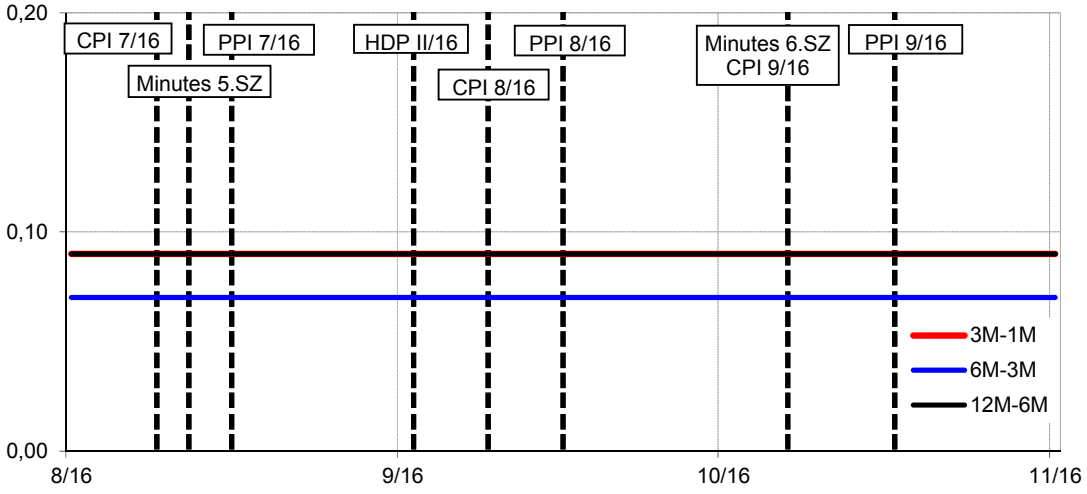
Graf 8: Prognóza inflace ze 7. SZ 2016 a cíl ČNB



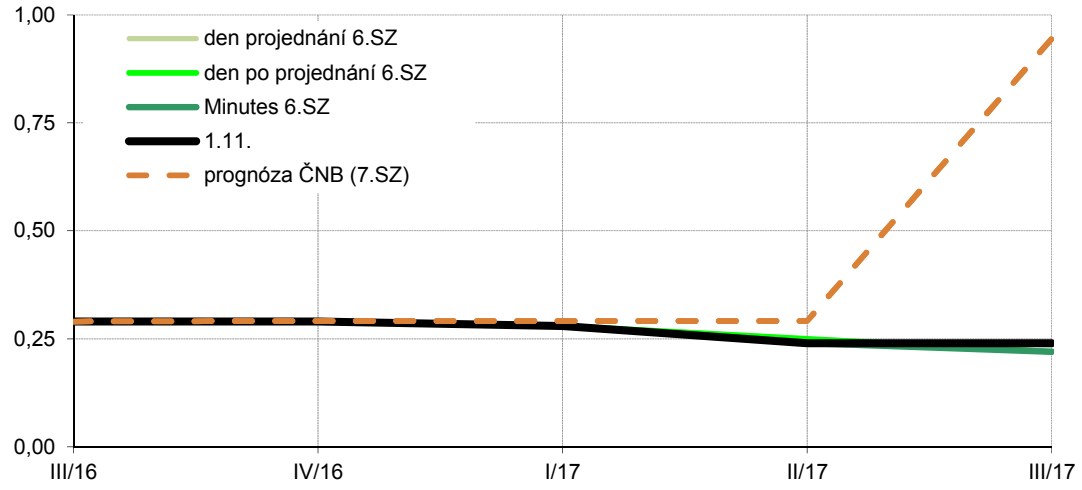
Graf 9: Výnosové křivky PRIBOR



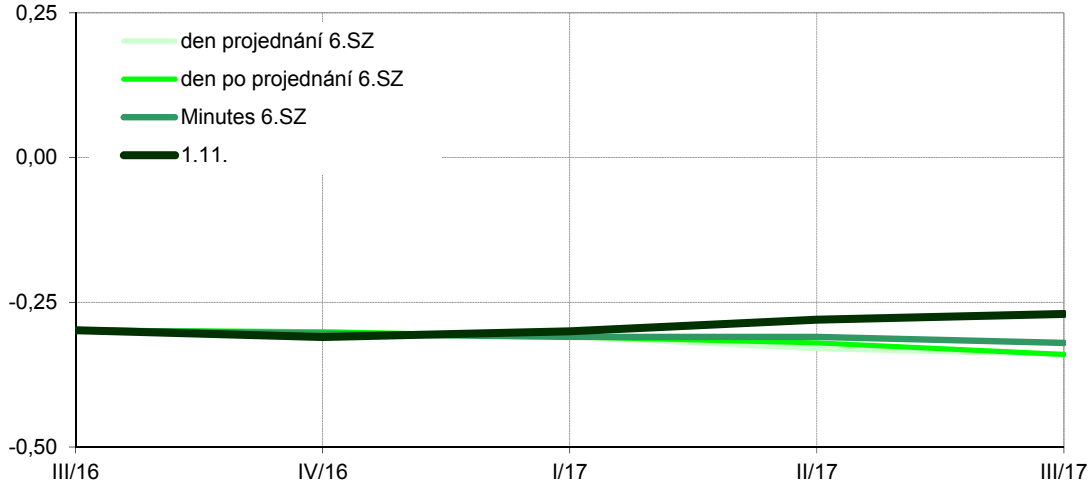
Graf 10: Úroková rozpětí – PRIBOR



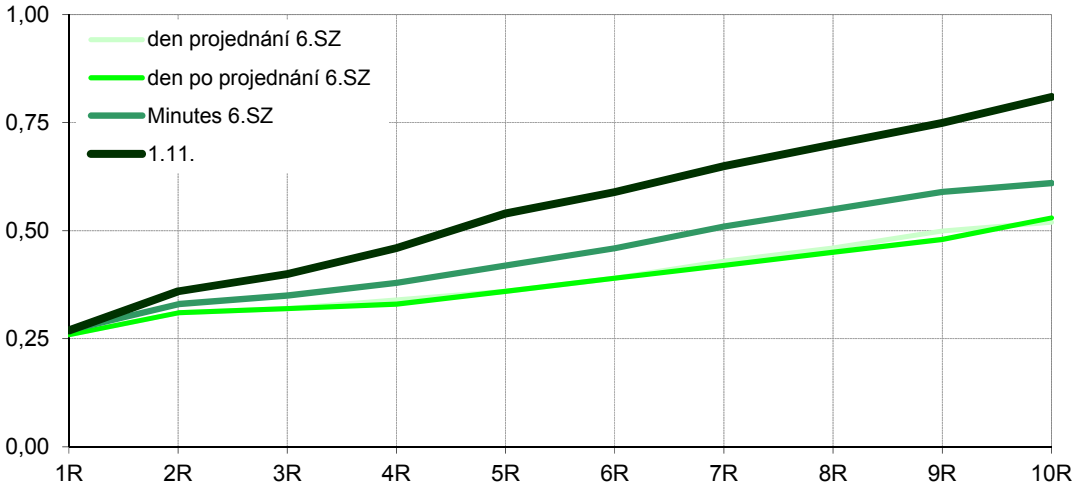
Graf 11: 3M PRIBOR, FRA



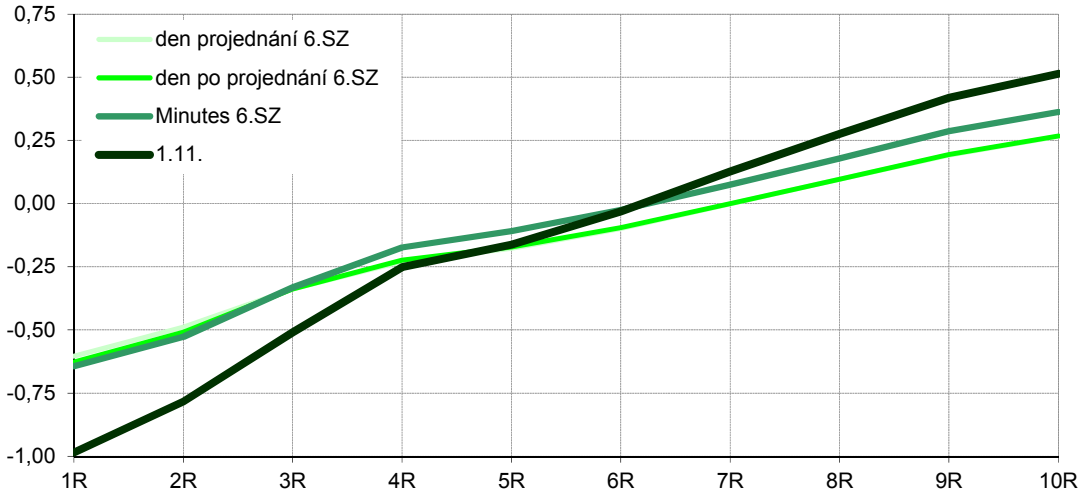
Graf 12: 3M EURIBOR, FRA



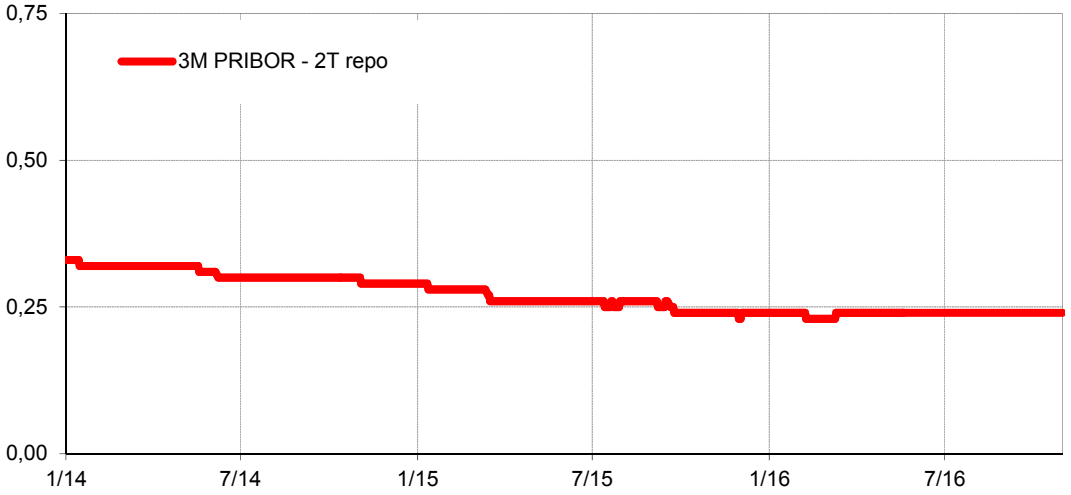
Graf 13: IRS CZK



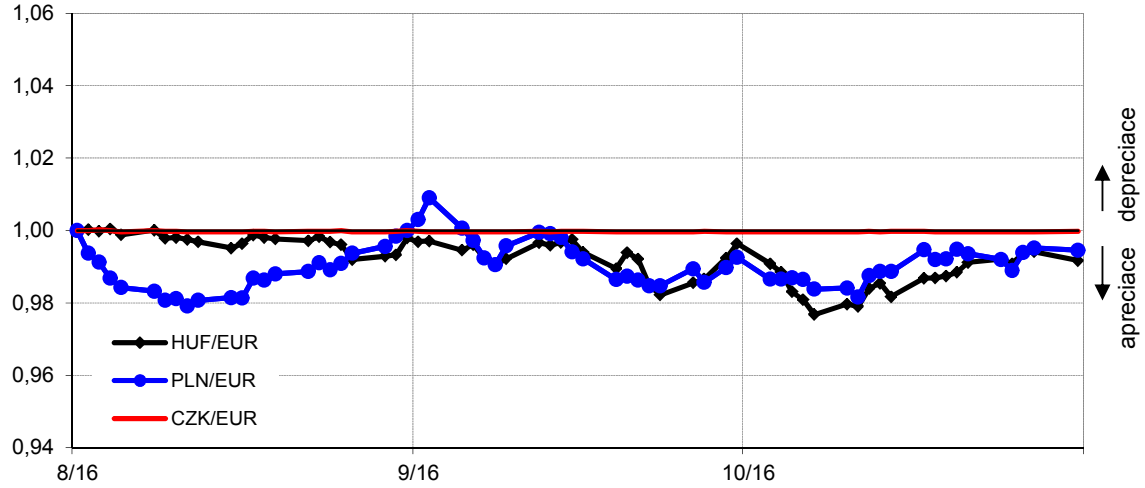
Graf 14: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



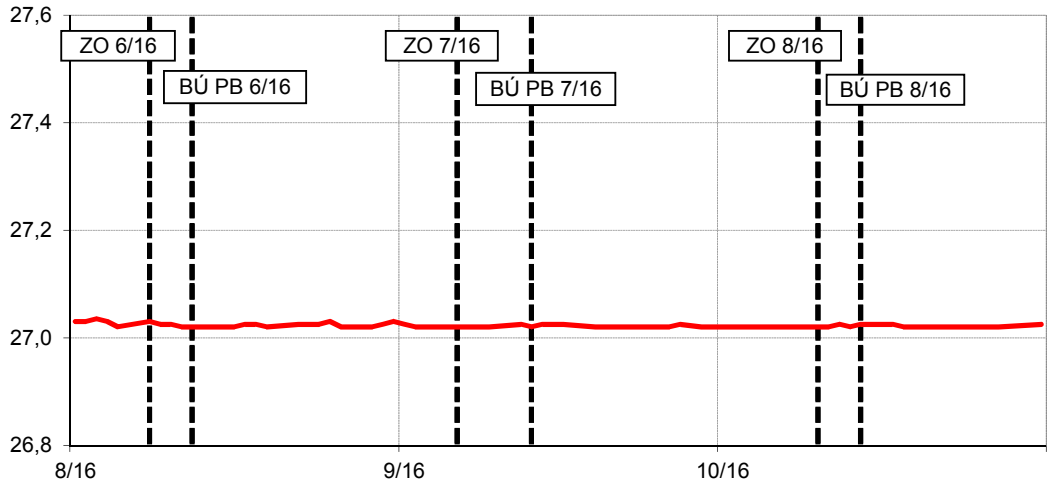
Graf 15: Úrokové rozpětí v ČR



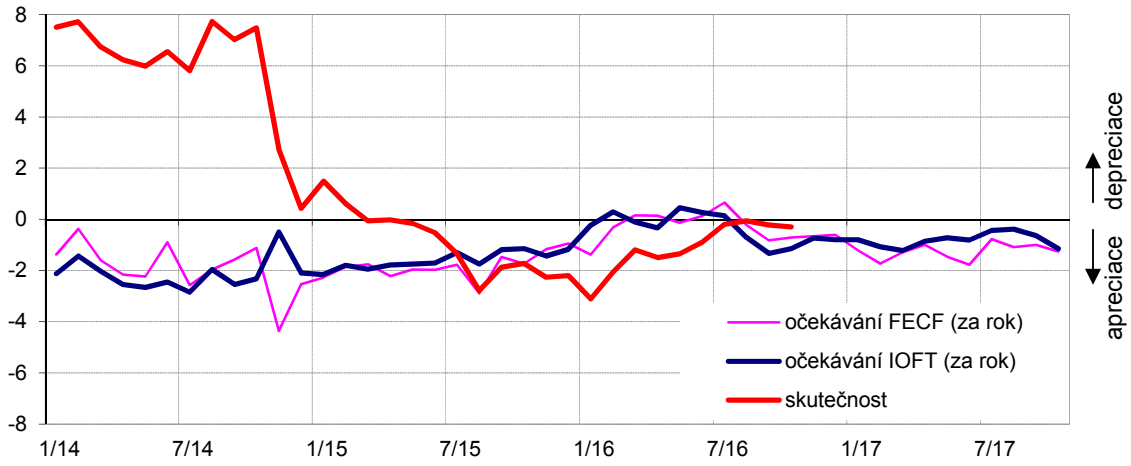
Graf 16: Kurzy středoevropských měn (1.8. = 1,00)



Graf 17: Kurz CZK/EUR

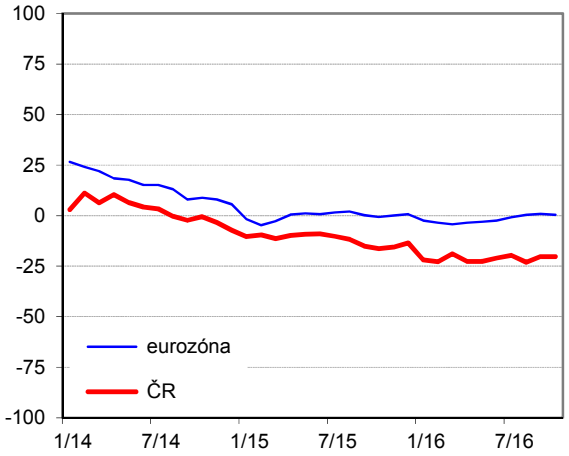


Graf 18: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

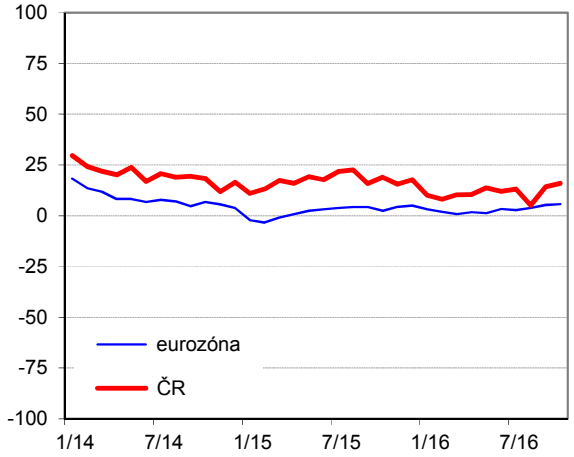


Graf 19: Inflační očekávání a vnímání inflace u domácností (mezinárodní srovnání, saldo odpovědí)

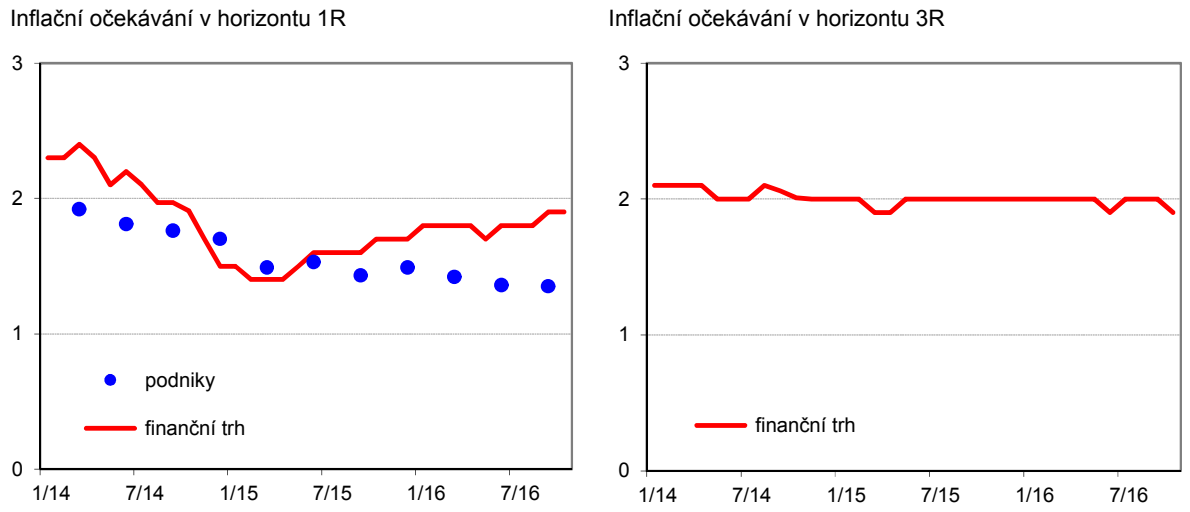
Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců



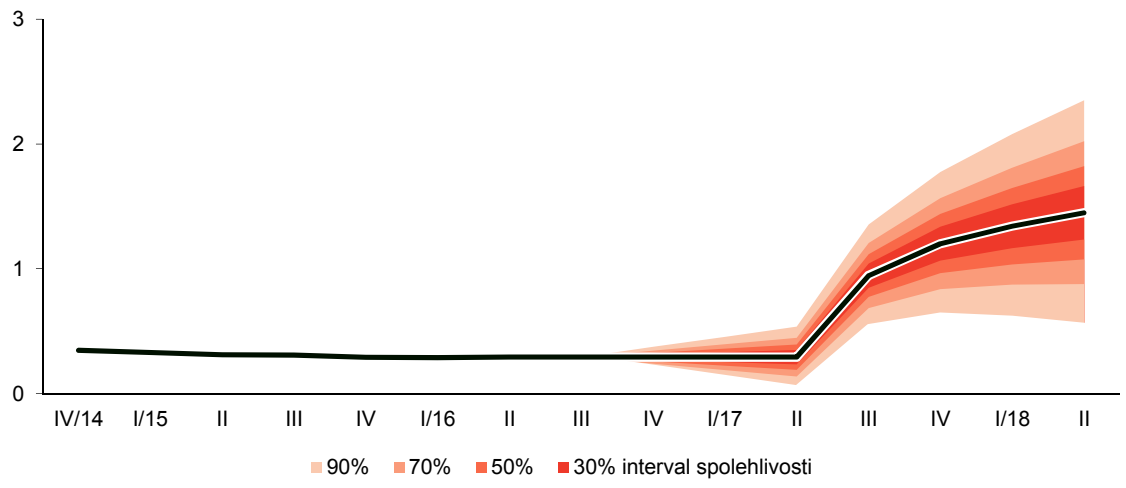
Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících



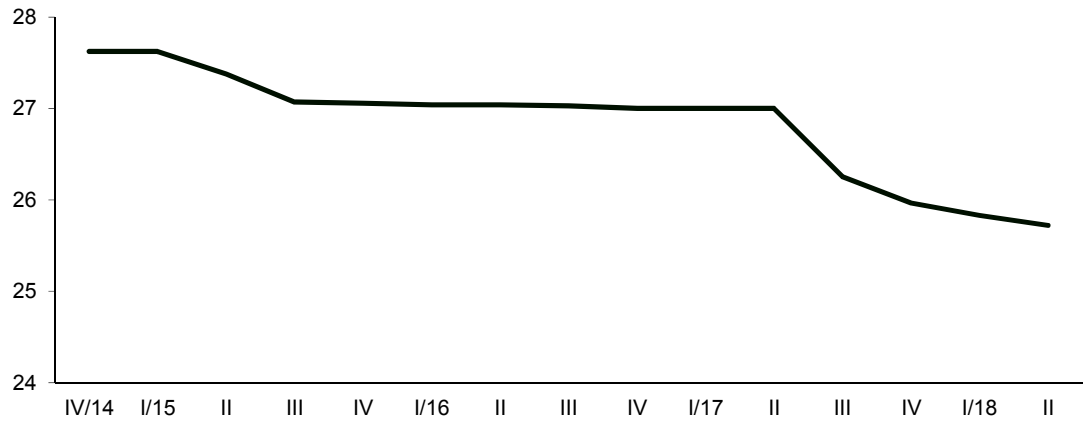
Graf 20: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %



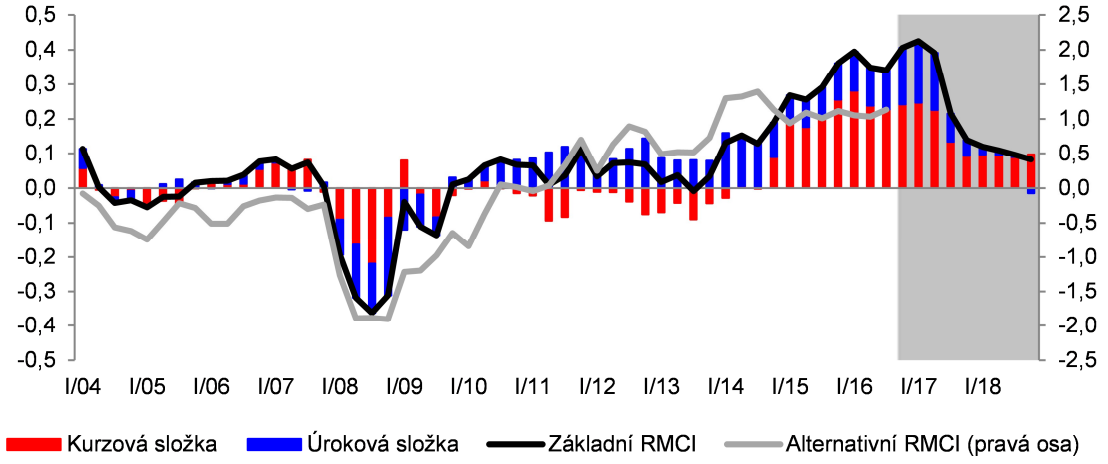
Graf 21: Vějířový graf úrokových sazeb v %



Graf 22: Prognóza měnového kurzu CZK/EUR



Graf 23: Index reálných měnových podmínek



Poznámka: u základního indexu kladné hodnoty odpovídají uvolněným měnovým podmínkám a naopak
u alternativního indexu růst hodnoty odpovídá uvolňování měnových podmínek a naopak