

Měnová politika, budoucí opuštění kurzového závazku ČNB a řízení měnového rizika



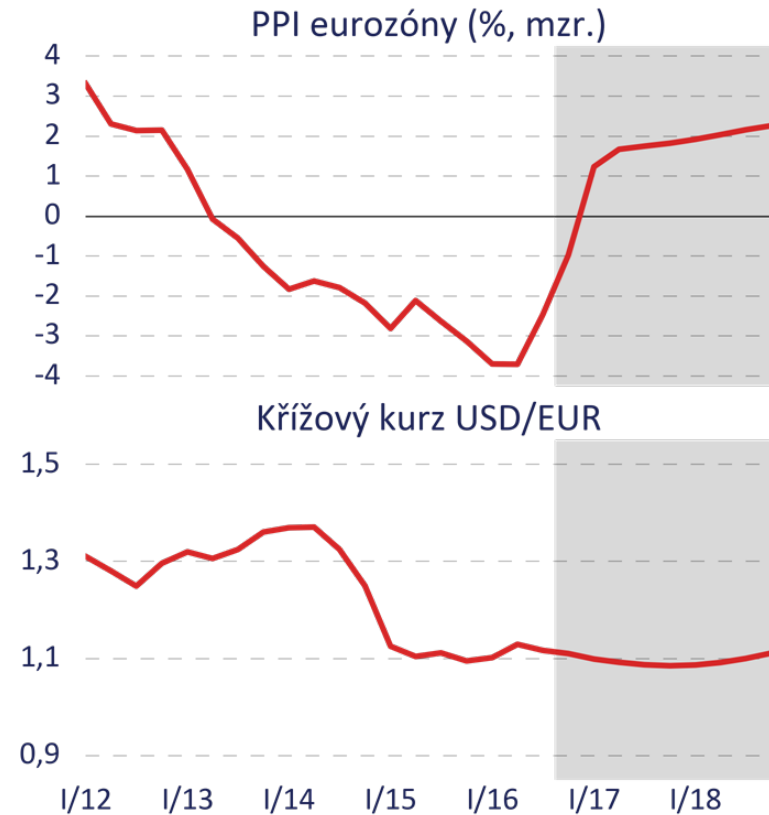
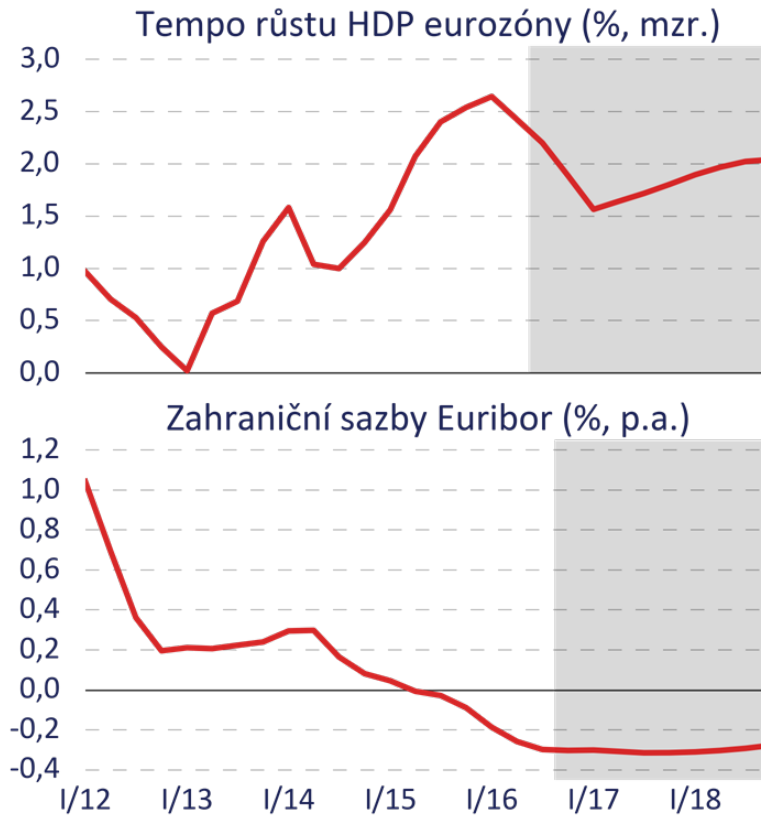
Tomáš Holub
ředitel sekce měnové
ČNB

Kulatý stůl HSBC, Praha

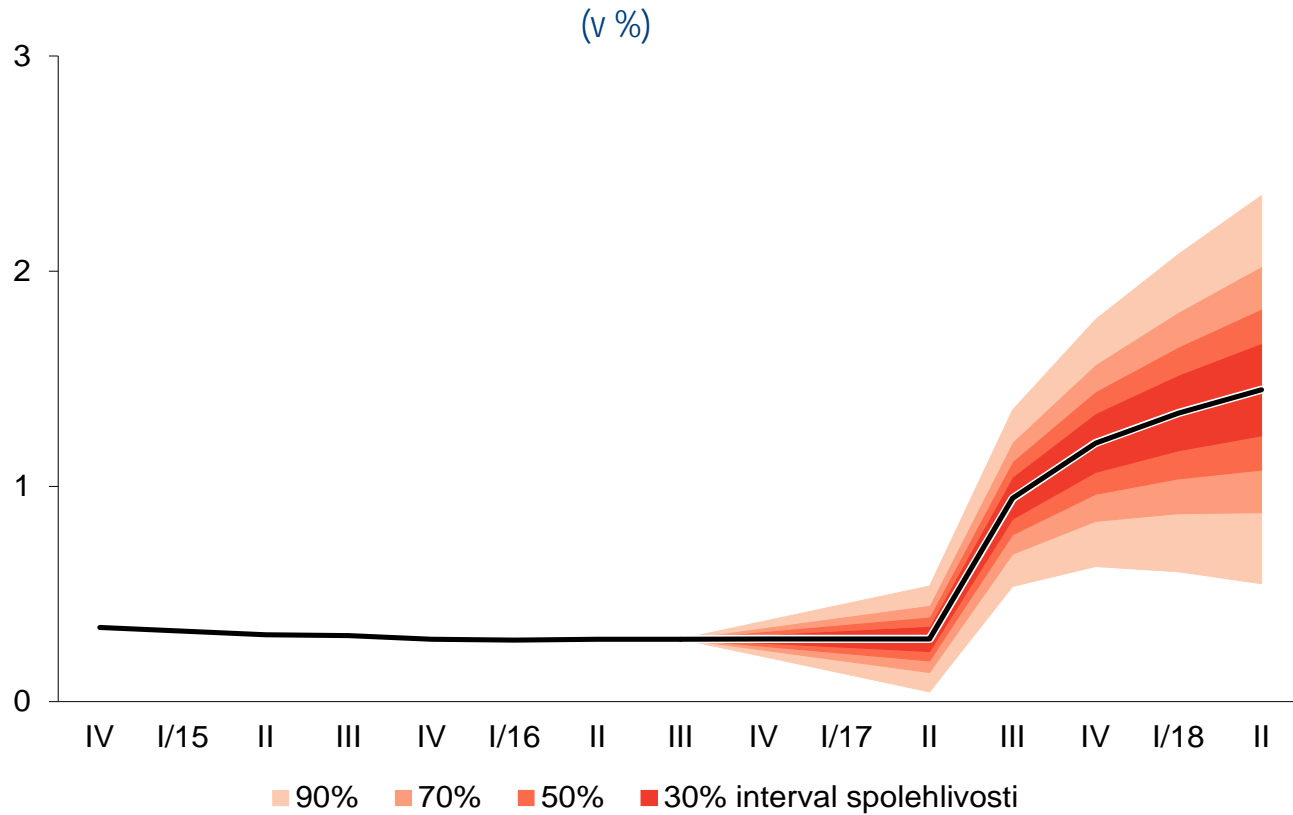
10. listopadu 2016

- Nová makroekonomická prognóza ČNB
- Opuštění kurzového závazku ČNB – kdy a jak?
- Co tyto výhledy znamenají pro nefinanční podniky?

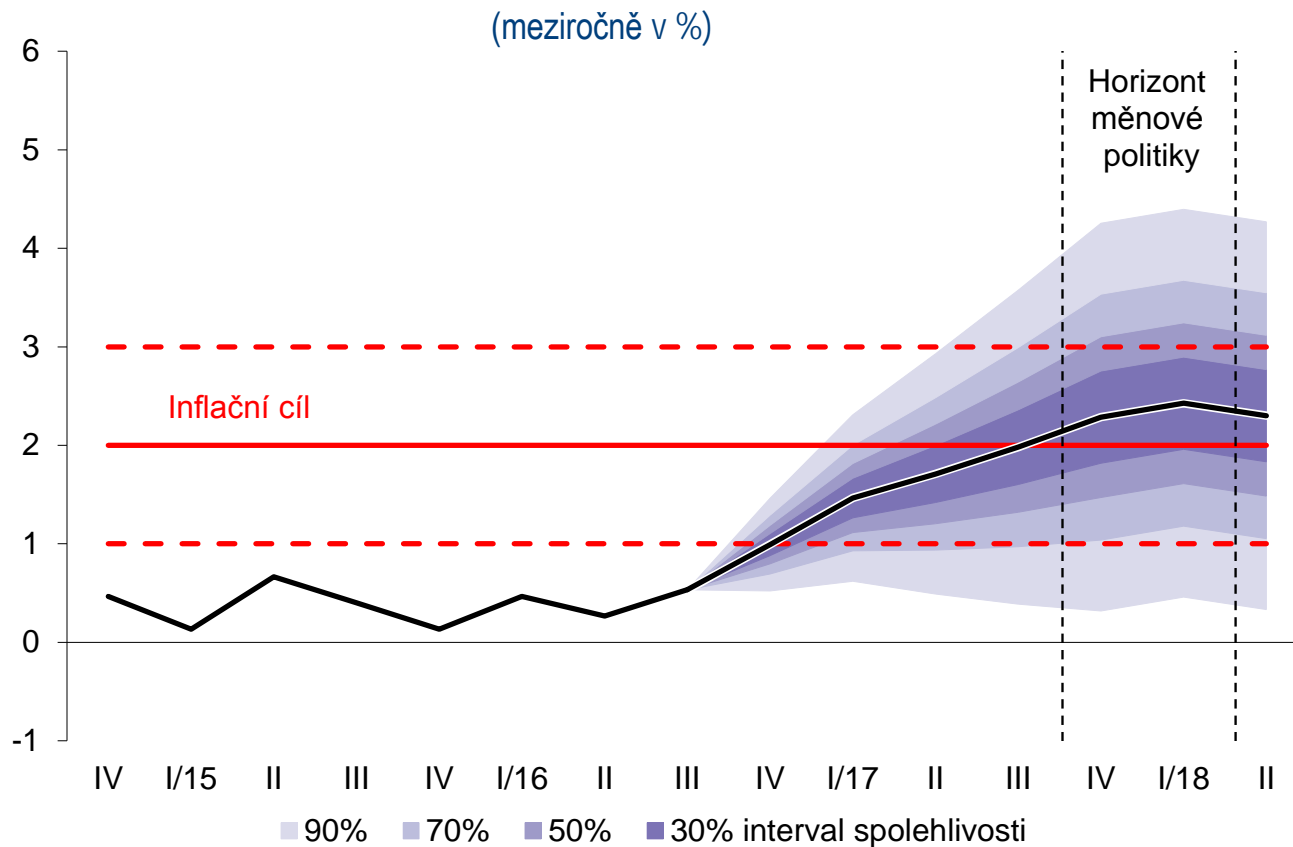
Nová makroekonomická prognóza ČNB



- Tempo růstu zahraniční ekonomické aktivity v příštím roce zpomalí v důsledku dopadů budoucího brexitu na ekonomický sentiment.
- Pokles PPI, odrážející zejména nízké ceny komodit, odezní počátkem roku 2017.
- Výhled tržních sazeb 3M EURIBOR odráží nadále uvolněnou měnovou politiku ECB a na celém horizontu prognózy se nachází v záporných hodnotách.

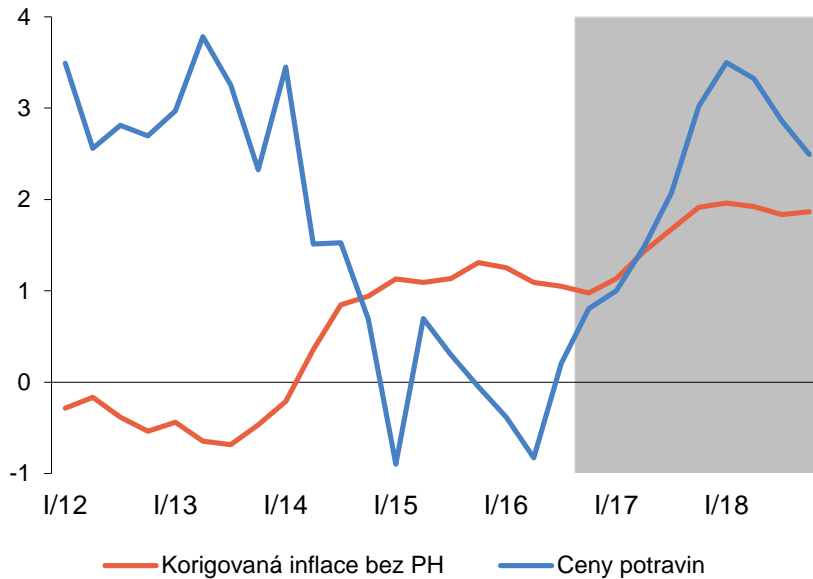


- Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017.
- Poté je s prognózou konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb.
- Rychlost tohoto nárůstu v prognóze neodráží dodatečné měnověpolitické úvahy spojené s posloupností kroků při „exitu“.

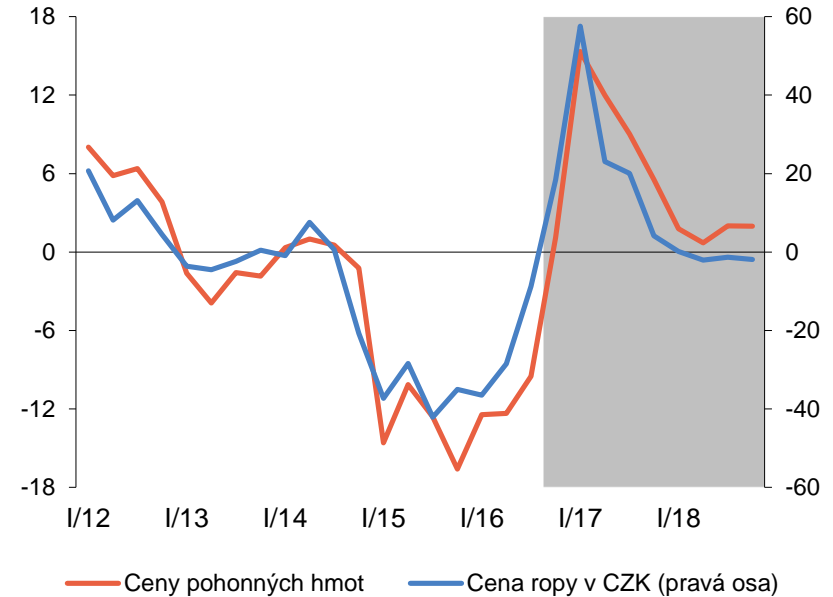


- Navzdory svému nárůstu v posledních měsících (v říjnu na 0,8 %) se domácí inflace nadále nachází výrazně pod cílem ČNB.
- Inflace dále poroste a na horizontu měnové politiky mírně přesáhne 2% cíl.
- K udržitelnému plnění cíle, které je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky, tak dojde počínaje polovinou příštího roku.

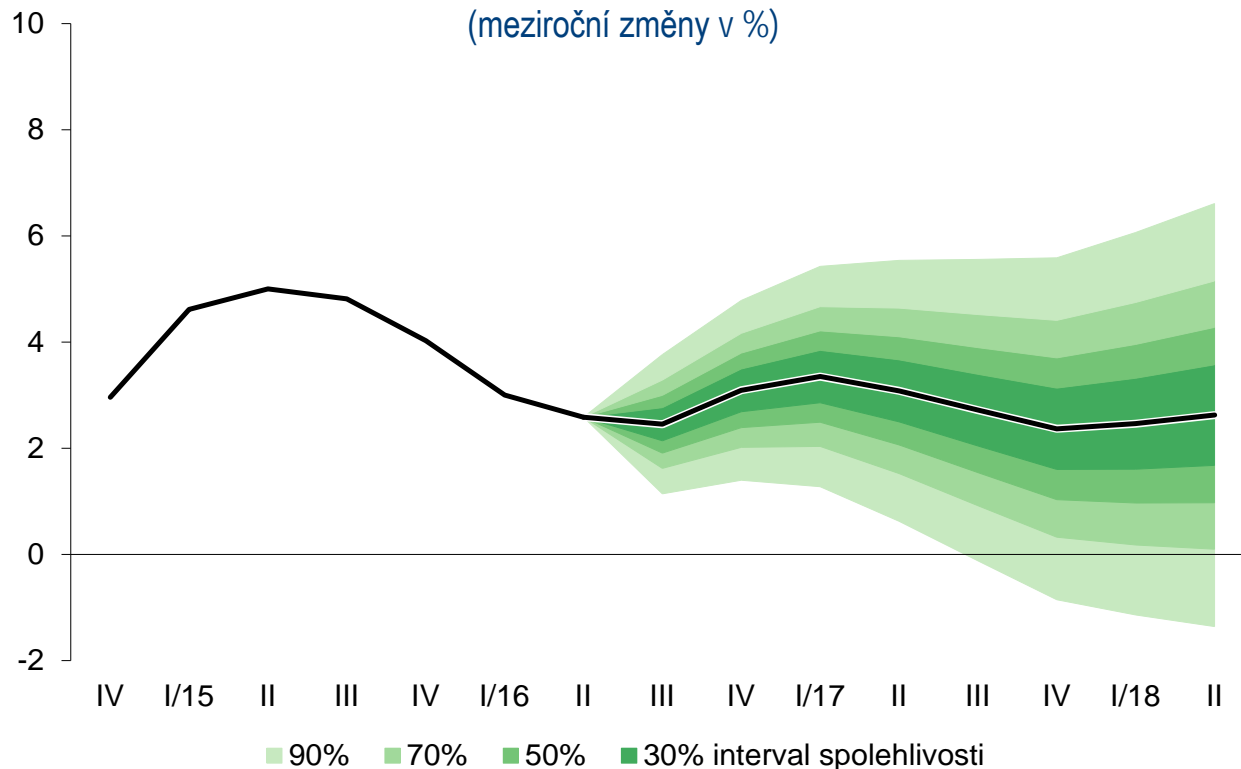
Jádrová inflace a ceny potravin (mzr. v %)



Ceny pohonných hmot (mzr. v %)



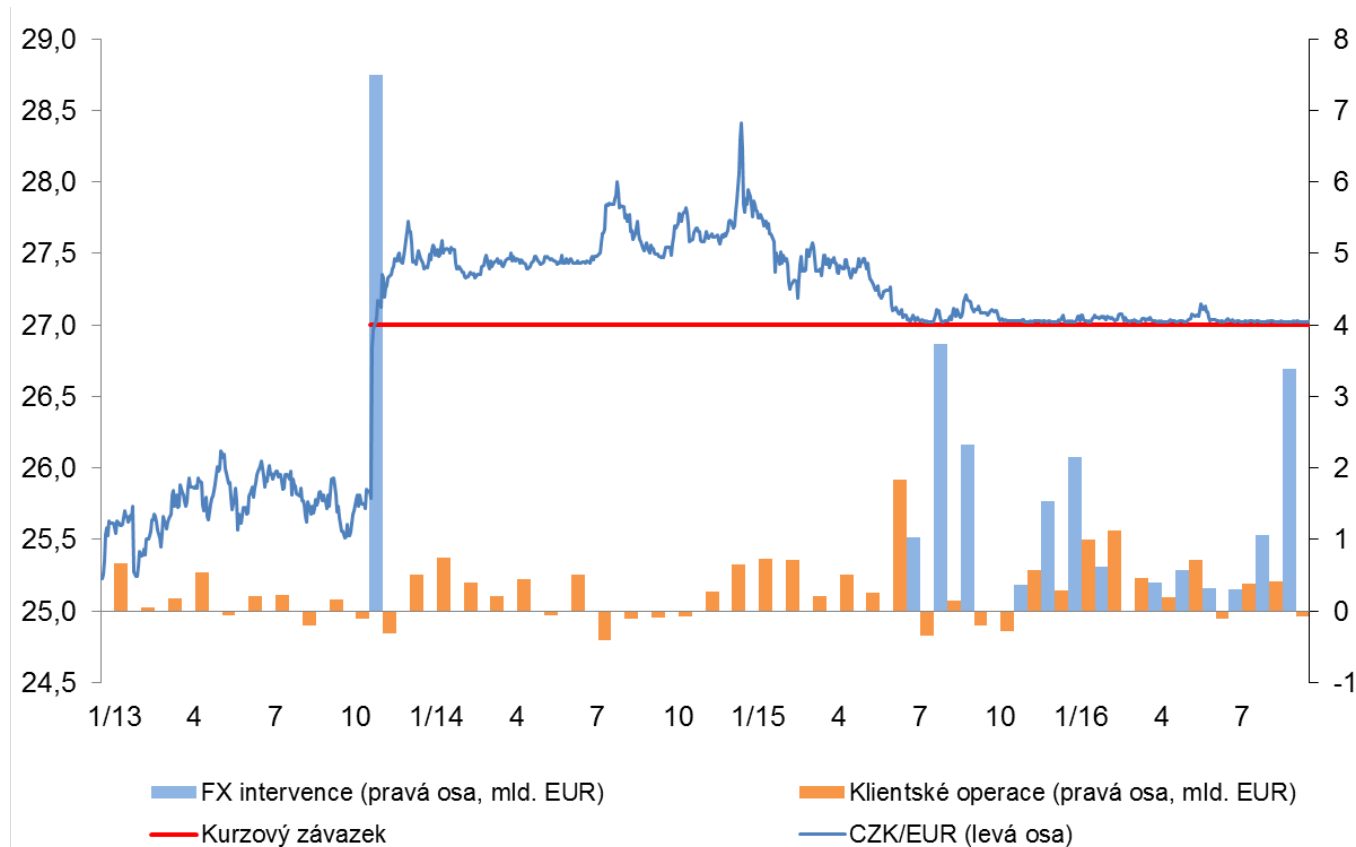
- Zrychlí všechny hlavní složky inflace.
- Aktuálně již slábnoucí protiinflační působení dovozních cen včetně cen ropy odezní, stejně tak jako jednorázové protiinflační faktory u cen potravin.
- Rostoucí domácí ekonomika a zvyšující se mzdová dynamika budou i nadále působit na růst cenové hladiny.



- Růst české ekonomiky ve druhém čtvrtletí letošního roku lehce zvolnil. Za celý rok 2016 dosáhne jeho tempo 2,8 %. Důvodem tohoto zvolnění je dočasný pokles vládních i podnikových investic spolufinancovaných z fondů EU.
- Ekonomiku naopak nadále podporují uvolněné domácí měnové podmínky, nízké ceny ropy a rostoucí zahraniční poptávka.
- V příštích dvou letech setrvá růst na obdobných tempech jako letos.

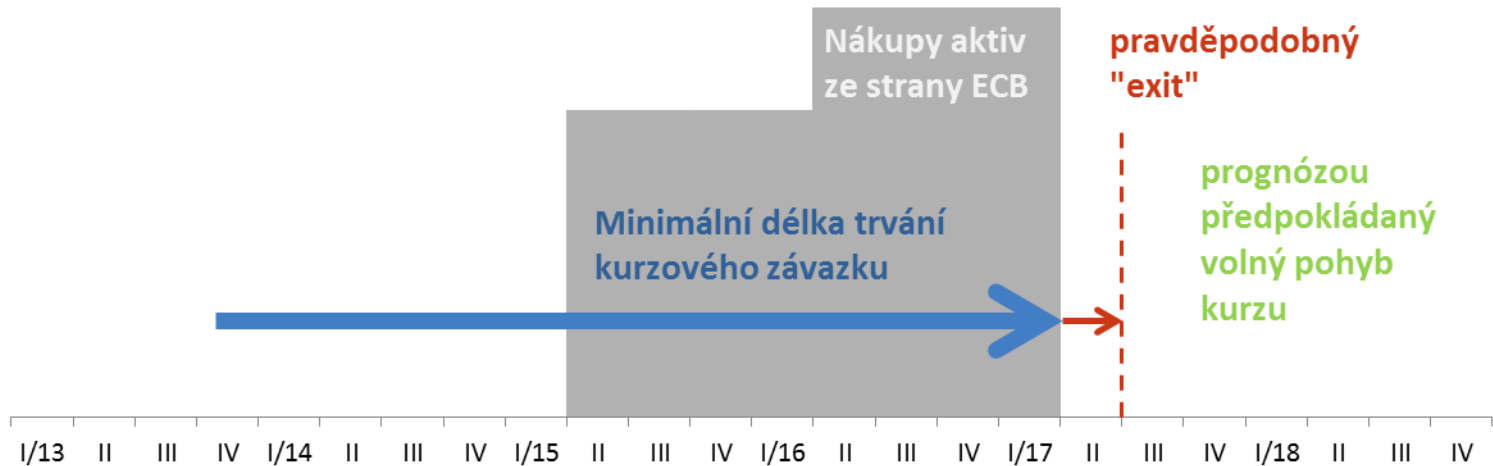
Opuštění kurzového závazku ČNB – kdy a jak?

Kurz CZK/EUR, kurzový závazek a intervence ČNB



- Počínaje červencem 2015 se kurz přimkl k hladině kurzového závazku.
- Došlo tak ke spuštění automatických intervencí, a to od července 2015 do září 2016 v celkovém objemu 17,8 mld. EUR.

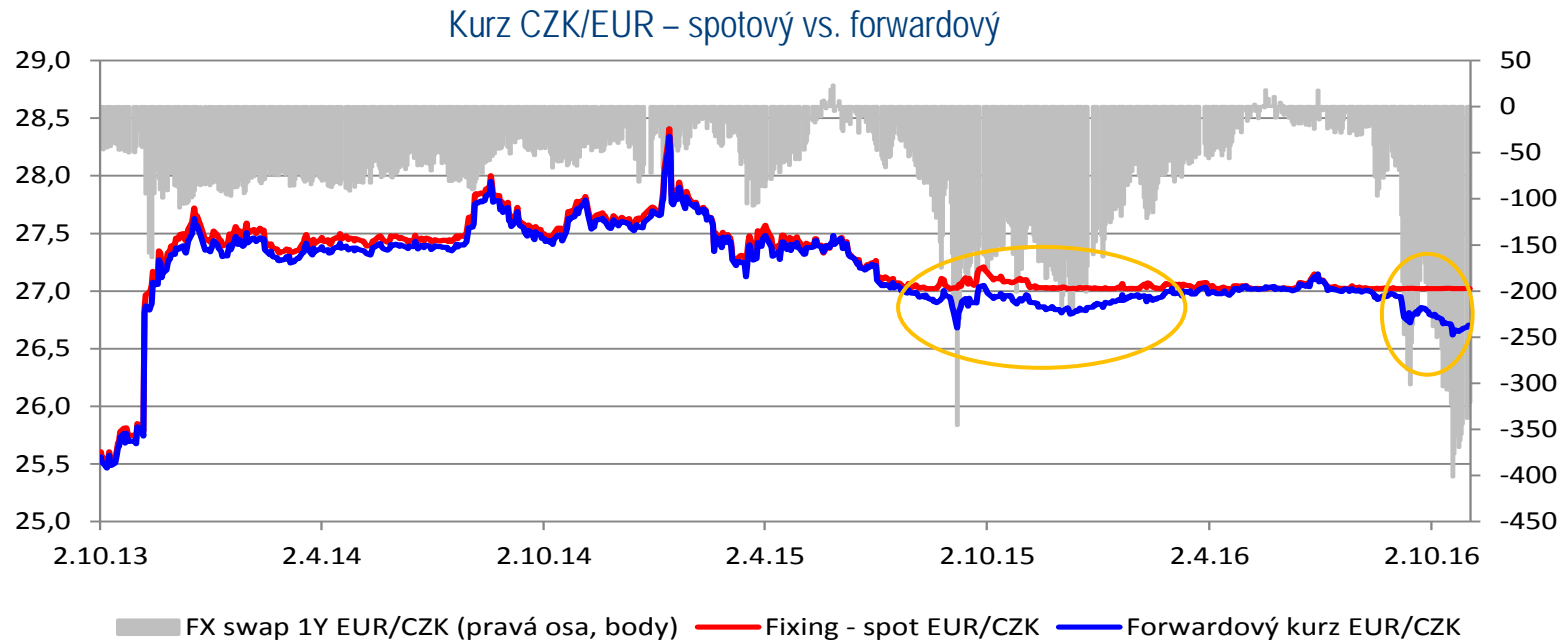
- Bankovní rada na svém zasedání 3. listopadu vyhodnotila rizika nové prognózy inflace jako vyrovnaná.
 - nejistoty: rychlost obnovení růstu investic, vliv volebního cyklu na vládní výdaje, dopady výsledků referenda o brexitu, MP hlavních centrálních bank
- Bankovní rada zopakovala, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém čtvrtletí 2017.
- Bankovní rada přitom i nadále vidí jako pravděpodobné ukončení závazku v polovině roku 2017.
- Časování ukončení závazku je podmíněno ekonomickým vývojem (nemůže se však posunout před druhé čtvrtletí 2017).
- Exit z kurzového závazku je podmíněn udržitelným plněním 2% inflačního cíle i po opuštění kurzového závazku, aby nebylo nutné zavádět nová nekonvenční opatření měnové politiky.



- Kurzový závazek bude v platnosti přinejmenším ještě cca 5 měsíců. Může to ale být i déle.
- Prognóza ČNB předpokládá kvantitativní uvolňování ze strany ECB ve výši 80 mld. EUR měsíčně do března 2017 (jeho možné prodloužení či postupný útlum zapracuje ČNB do prognózy až poté, co ho ECB případně oznámí).

- 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 řízeně plovoucího kurzu.
- To znamená, že centrální banka bude připravena zasáhnout proti nadměrné volatilitě kurzu.
- Exit bude transparentní (viz dále, co to znamená a co naopak ne).
- Zvyšování úrokových sazeb bude pravděpodobně následovat až s časovým odstupem po exitu (určitě nepřijde před ním) a bude postupné.

Co tyto výhledy znamenají pro nefinanční podniky?



- Objemy intervencí a vývoj bilance ČNB nemají vliv na načasování exitu; to je závislé čistě na udržitelnosti plnění inflačního cíle do budoucna.
- Tržní očekávání, příliv kapitálu a na ně navazující objemy intervencí ovšem ovlivňují podmínky na finančních trzích včetně ceny hedgingu.
- ČNB garantuje kurz 27 CZK/EUR pouze na spotu, ne na forwardu.
- Forwardový kurz pod 27 CZK/EUR automaticky neznamená, že je hedging pro firmy nevýhodný.

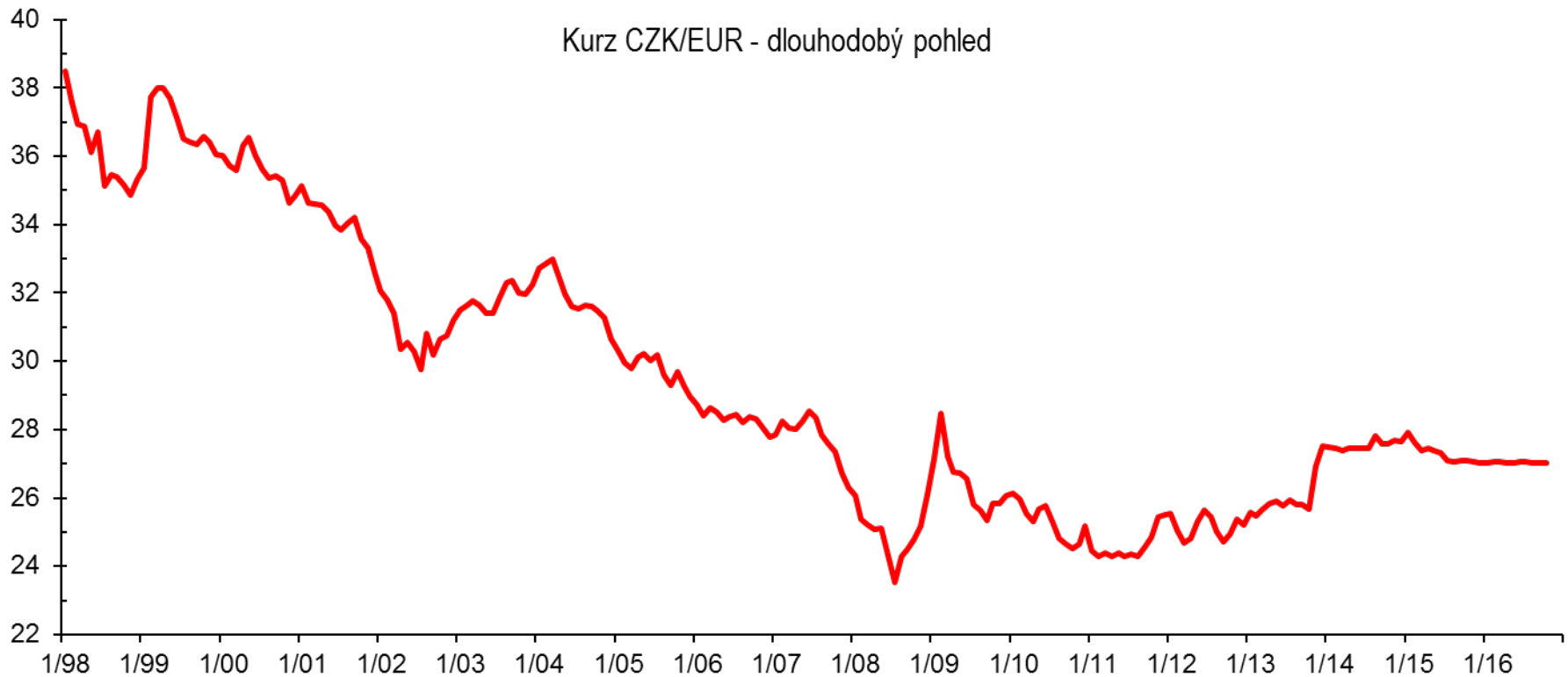
- Skutečnost, že exit nastane, nebude pro naprostou většinu firem i domácností překvapivá, ČNB ji dlouho dopředu komunikuje.
- Vyjádření ČNB o pravděpodobném načasování exitu jsou transparentním sdělením, kdy by podle stávajících znalostí centrální banky a za podmínky naplnění předpokladů její stávající prognózy mohl exit nastat.
- Záměrem ČNB rozhodně není trhy zmást a překvapit je dřívějším než očekávaným exitem (tyto úvahy jsou založeny na myšlence, že ČNB se bude snažit omezit nárůst své bilance, který je však nepodstatný ve srovnání s cíli měnové politiky).
- Provedení exitu bude jasně oznámeno, jakmile nastane. ČNB nemůže z trhu „potichu vycouvat“; to při veřejně deklarovaném kurzovém závazku ani nejde.
- ČNB dopředu jasně komunikuje, že je po exitu připravena vyhlazovat nadměrné výkyvy kurzu.

- Podniky by pravděpodobně chtěly znát:
 - (i) přesné datum ukončení kurzového závazku;
 - (ii) kurzový vývoj po ukončení závazku;
 - (iii) hladinu kurzu, na které ČNB případně zasáhne proti nadměrným výkyvům.
- Nicméně transparence neznamená:
 - sdělování informací, kterými sama ČNB nebude dopředu disponovat;
 - komunikaci, která by popírala samotnou podstatu exitu.

- Optimální datum exitu není dáno časově, ale splněním ekonomických podmínek, tj. udržitelným plněním 2% inflačního cíle i po opuštění kurzového závazku.
- Dopředu nelze přesně říci, kdy k tomu dojde.
- Navíc na tom, že je plnění cíle udržitelné a lze provést exit, se bude muset (většinou) shodnout bankovní rada ČNB; přitom její rozhodnutí není známo dopředu a proto jej ani nelze avizovat.
- Pro připomenutí (1.8.2013 a 26.9.2013): *„Bankovní rada zároveň hlasovala o zahájení devizových intervencí jako dalšího nástroje uvolňování měnových podmínek a rozhodla o nevyužití této možnosti.“*

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

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



- Exit = návrat do režimu řízeně plovoucího kurzu, který může zaznamenávat neočekávané pohyby oběma směry.
- Exit = konec období bezprecedentní kurzové stability, a tedy konec období „makro-hedgingu zdarma“ ze strany ČNB.



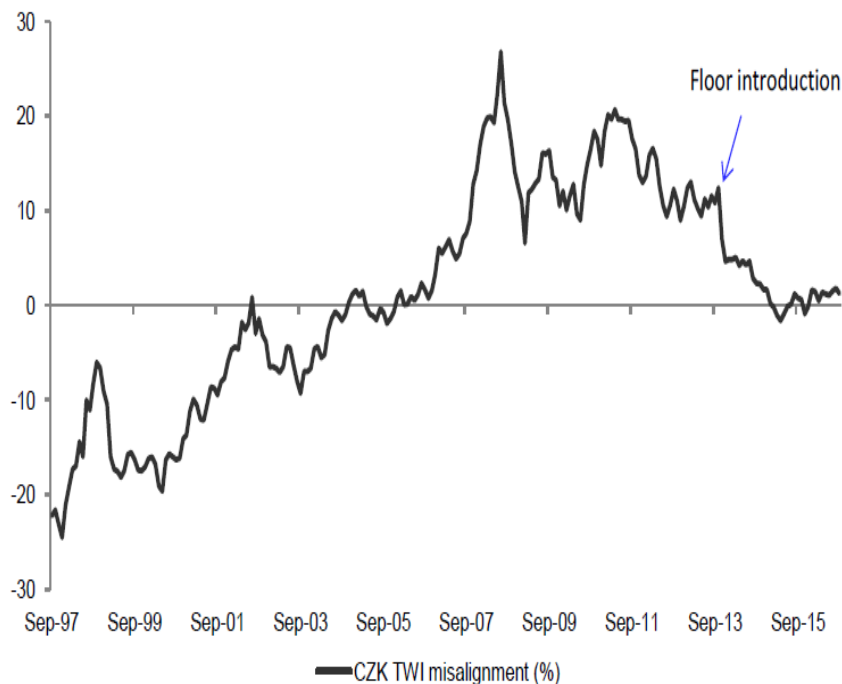
Faktory možného posílení

- Mírně kladný úrokový diferenciál (pokud ČNB v mezidobí nezavede záporné sazby; každopádně ČNB bude po exitu měnit své sazby obezřetně).
- Dozvuky kvantitativního uvolňování ECB.
- Obnovení dlouhodobé konvergence a s tím i rovnovážného reálného posilování kurzu (ale podstatně pomalejšího než před krizí, dle ČNB kolem 1,5 % ročně).

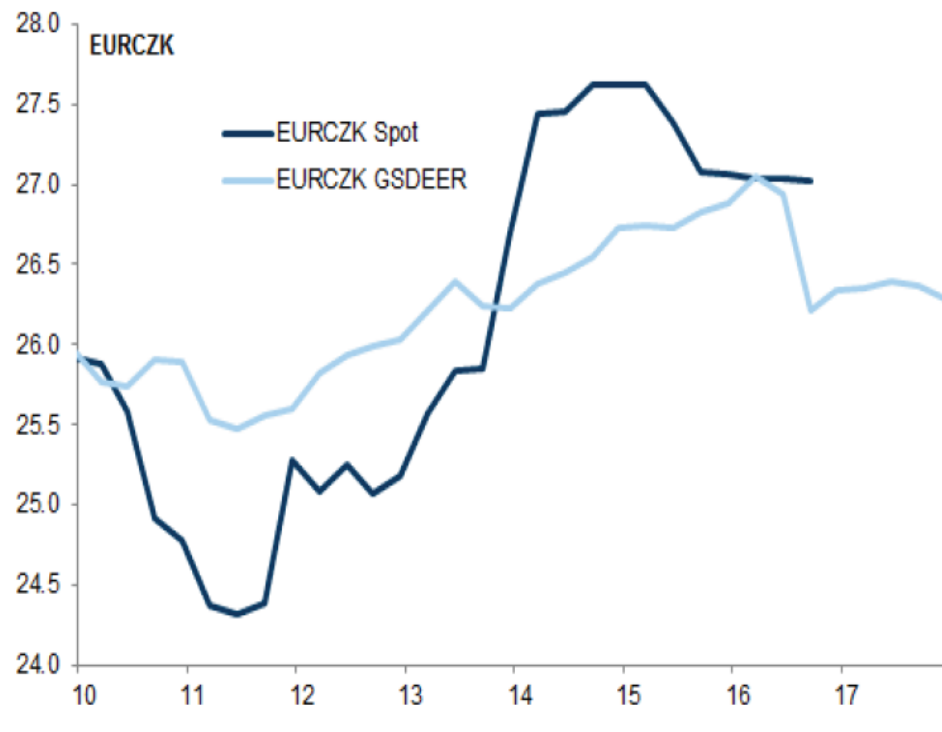
Faktory proti posílení

- Kurz byl před zavedením závazku ČNB mírně nadhodnocený.
- V mezidobí se oslabený kurz promítá do cen a dalších nominálních veličin.
- Hedging exportérů před exitem a zavírání dlouhých korunových pozic finančními investory po exitu (hypotéza „chybějící protistrany“).
- Případné intervence ČNB.

Ad (ii) kurzový vývoj po exitu – co zvážit?



Source: Deutsche Bank

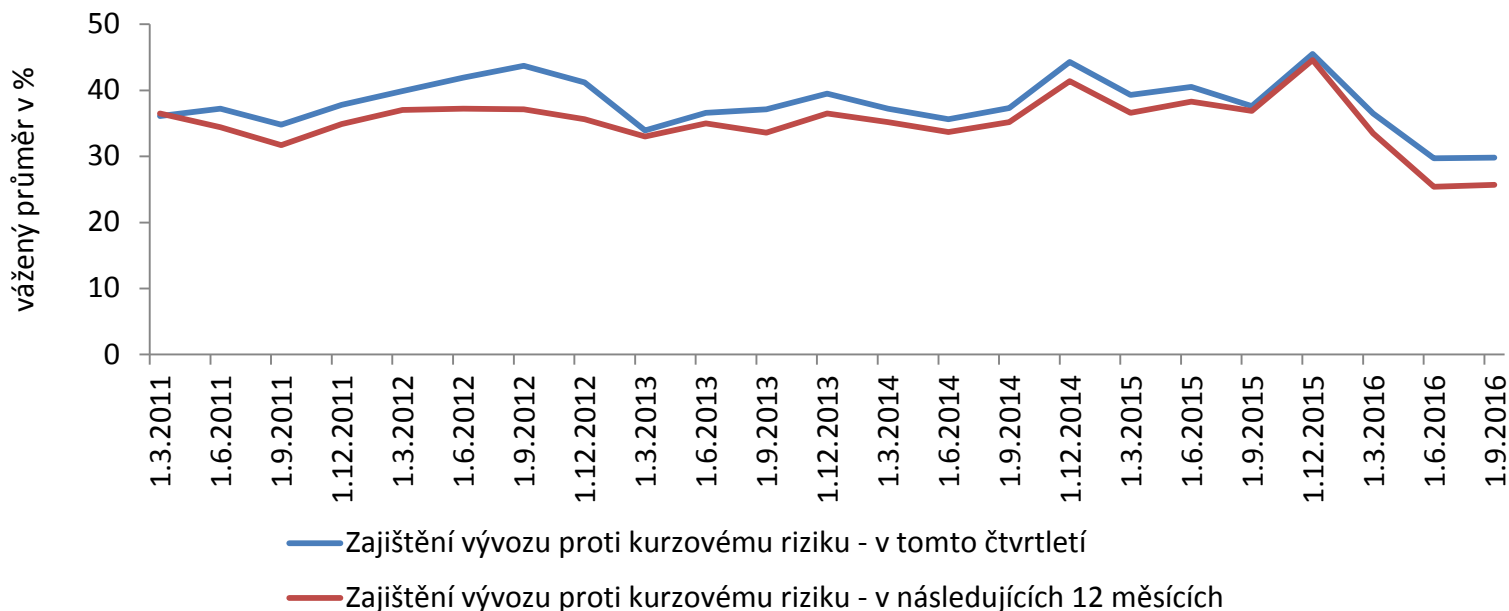


Source: Haver Analytics, Goldman Sachs Global Investment Research

- Analýzy Deutsche Bank i Goldman Sachs jsou v souladu s názorem ČNB, že koruna byla před listopadem 2013 mírně nadhodnocená.
- V současnosti se kurz koruny pohybuje v blízkosti své rovnováhy, což omezuje fundamentální prostor pro jeho výrazné posílení po ukončení závazku ČNB.

- Sdělení takové hladiny by de facto znamenalo posun kurzového závazku na silnější úroveň. Popřelo by tak samotnou podstatu exitu, kterým je návrat k řízeně plovoucímu kurzu.
- V rámci něj centrální banka nesděluje žádné konkrétní intervenční hladiny (ponechává si však možnost intervenovat dle svého uvážení).
- Navíc žádná dopředu daná fixní hladina „nadměrné“ volatility neexistuje.
- Závisí totiž na konkrétních podmínkách, jak velké posílení kurzu ještě neohrožuje udržitelnost plnění 2% inflačního cíle a vyvážený vývoj ekonomiky, a jaké je z tohoto pohledu již nadměrné.

Zajištění proti kurzovému riziku dle šetření ČNB a SP



- Výsledky naznačují, že podniky doposud vesměs věřily komunikaci ČNB a nepodléhaly tržním spekulacím na předčasný exit.
- Varovnější interpretace by ovšem mohla být taková, že si firmy odvykly řídit kurzové riziko a mohly by podcenit návrat do normálu po exitu.
- Podniky však využívají i přirozené zajištění (ve formě zvýšeného čerpání eurových úvěrů, resp. přechodu na platby subdodavatelům v EUR).

- Prohlášení ČNB ohledně exitu jsou projevem transparency měnové politiky, nikoli snahy ošálit trh.
- Exit bude znamenat návrat do režimu řízeně plovoucího kurzu.
- ČNB bude připravena vyhlazovat nadměrné výkyvy kurzu.
- Výrobní podniky by – podle mého názoru – neměly spekulovat na vývoj kurzu po exitu, ale chápat ho jako návrat do světa, v němž může docházet k neočekávaným pohybům kurzu oběma směry.
- Je samozřejmě čistě na nich, jak tomu přizpůsobí řízení svého kurzového rizika.

Děkuji za pozornost.

Tomáš Holub

tomas.holub@cnb.cz