



## Prognóza makroekonomického vývoje v ČR a kurzový závazek ČNB

Petr Král  
náměstek ředitele sekce měnové

Setkání bankovní rady ČNB s představiteli zaměstnavatelské  
a podnikatelské sféry

28. listopadu 2016



### Obsah prezentace

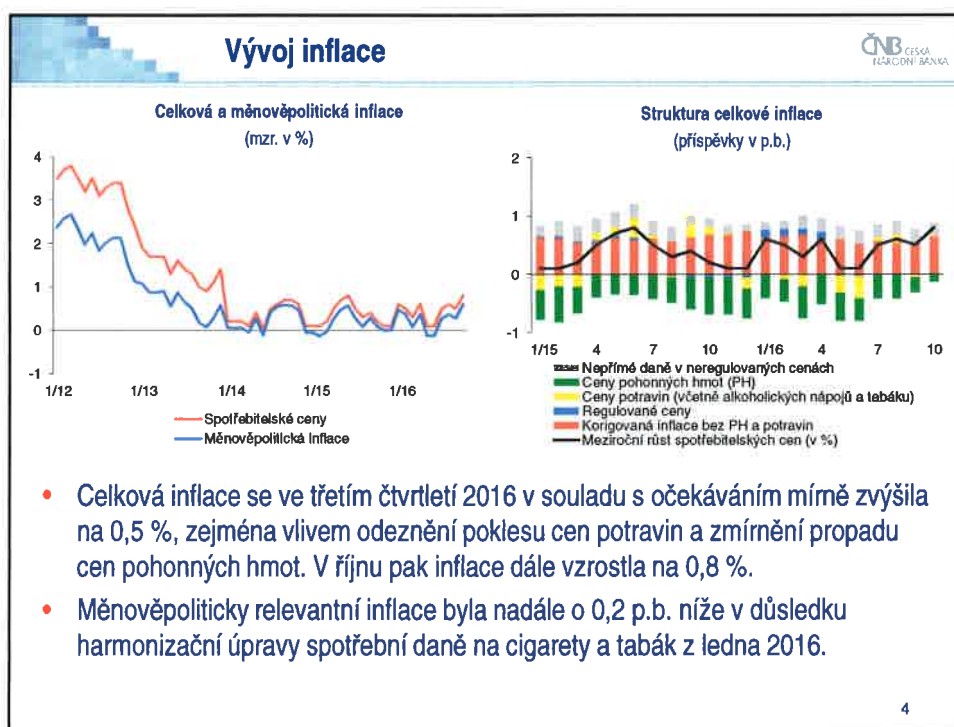
- Aktuální ekonomický vývoj
- Stávající makroekonomická prognóza ČNB
- Opuštění kurzového závazku ČNB: kdy a jak?
- Co to znamená pro podnikovou sféru?

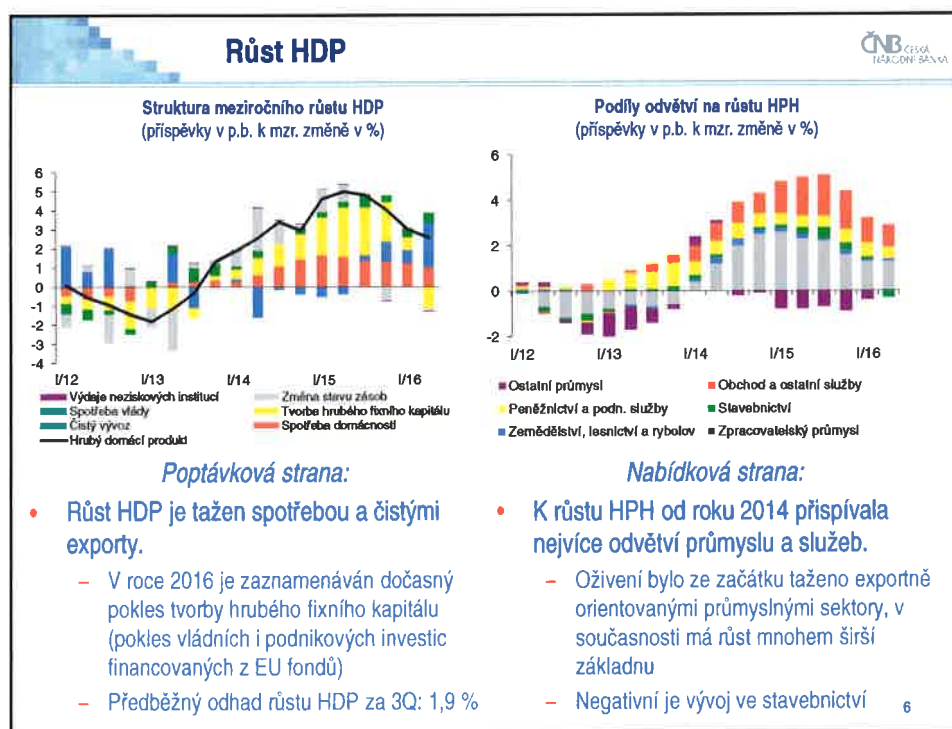
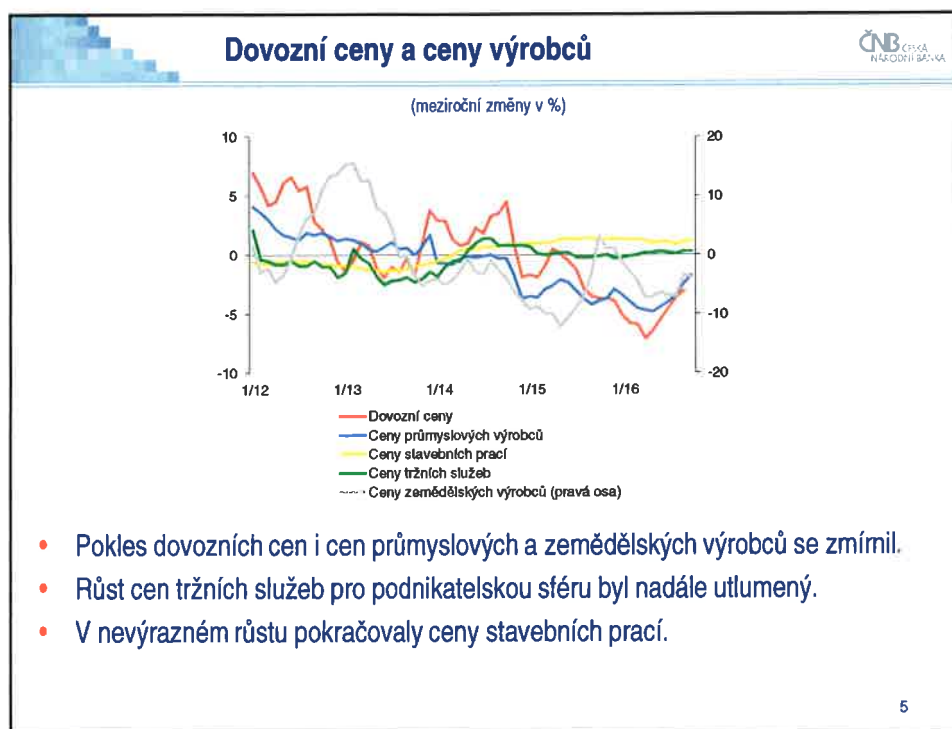
2

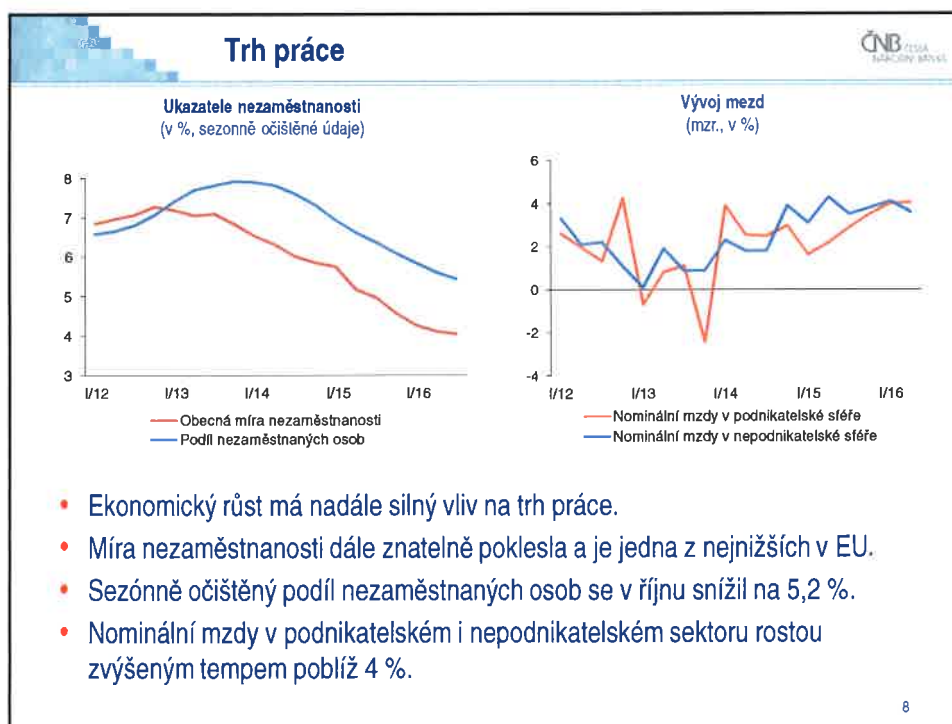
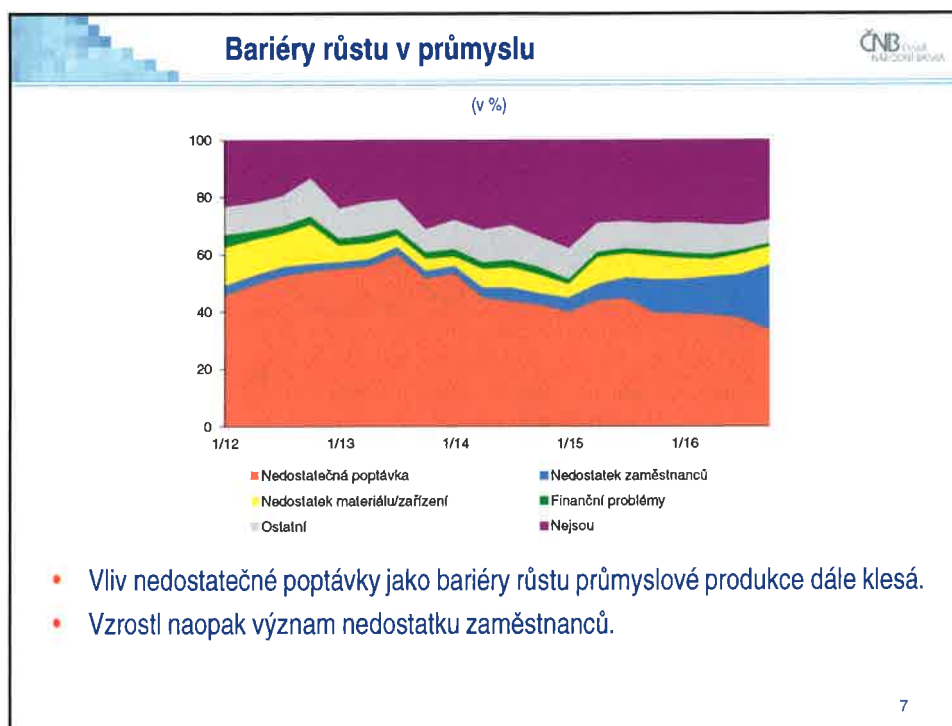
ČNB Česká  
NÁRODNÍ BĀNKA

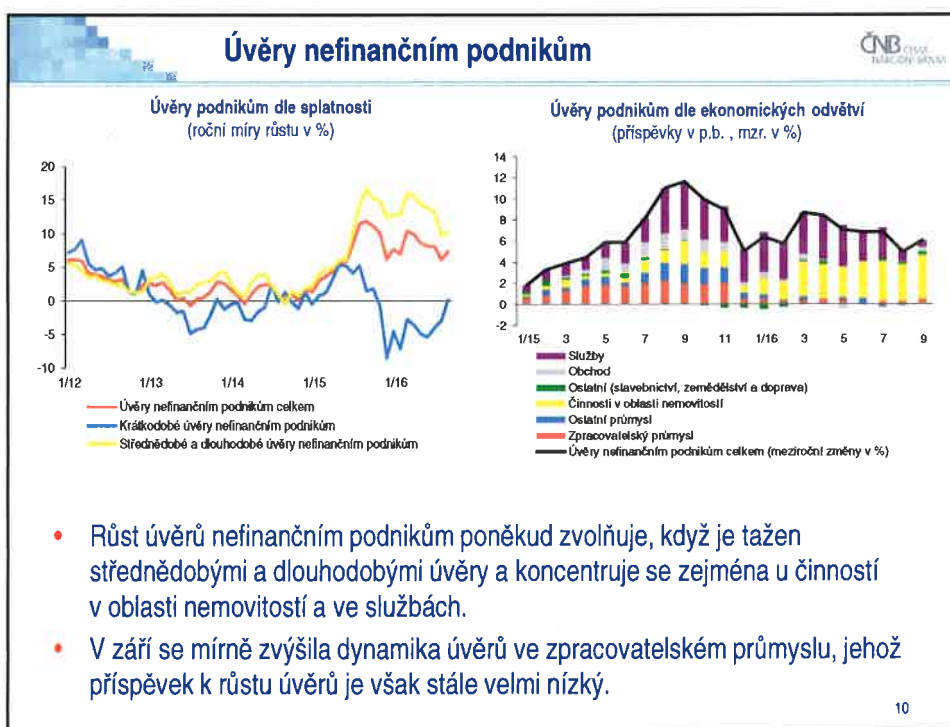
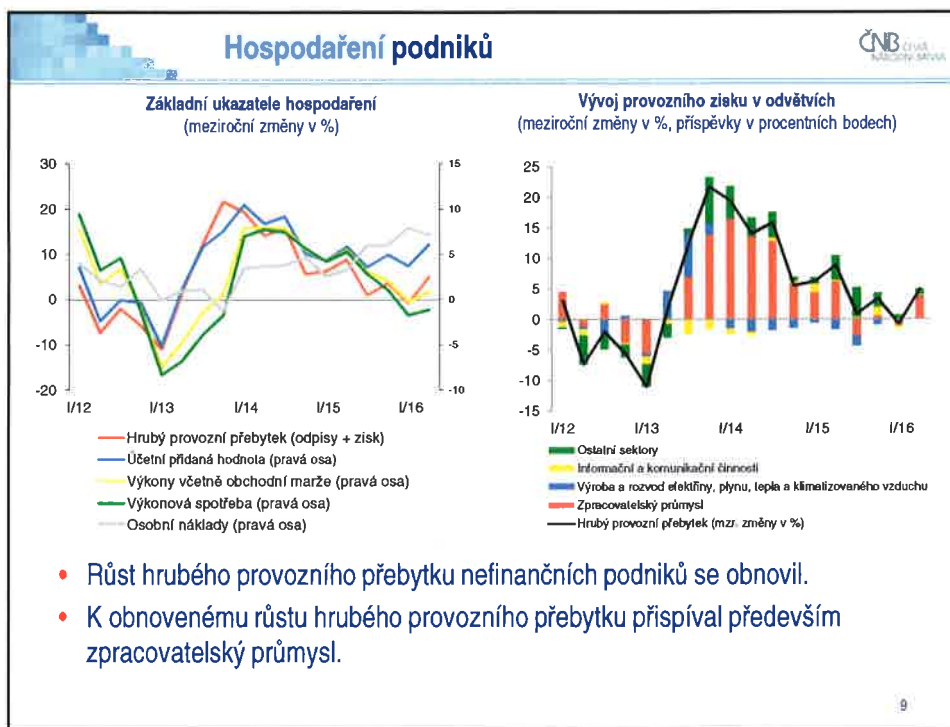
## Aktuální ekonomický vývoj

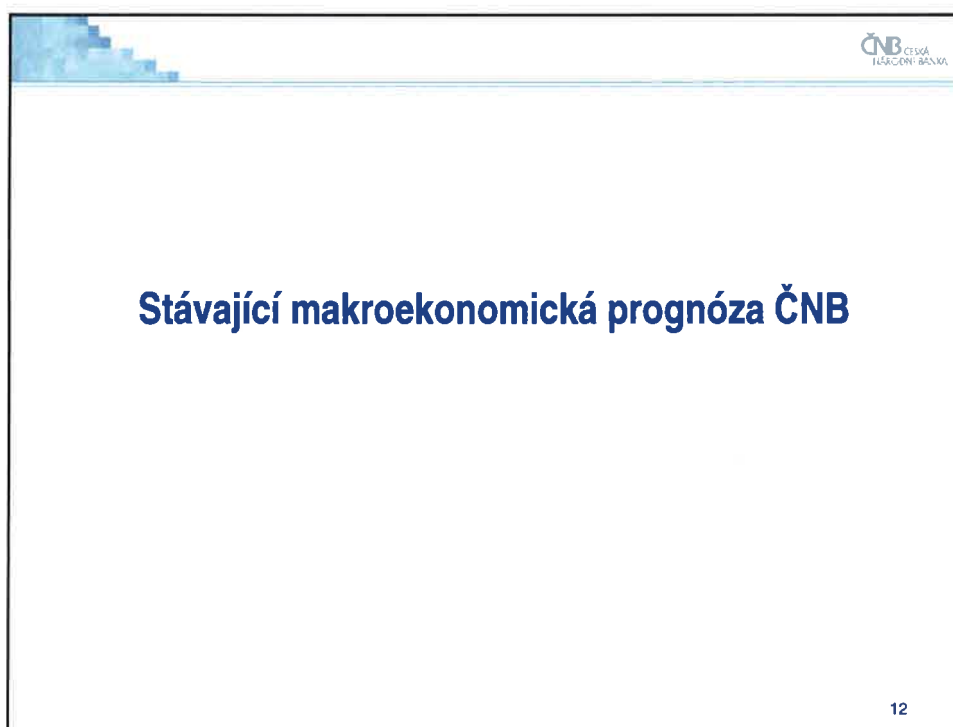
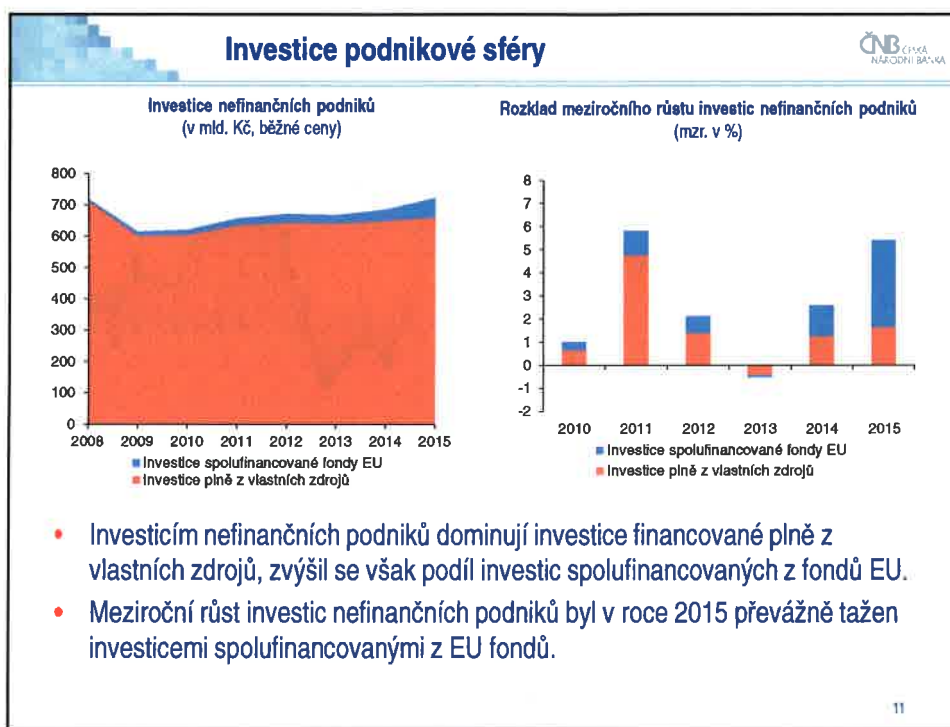
3

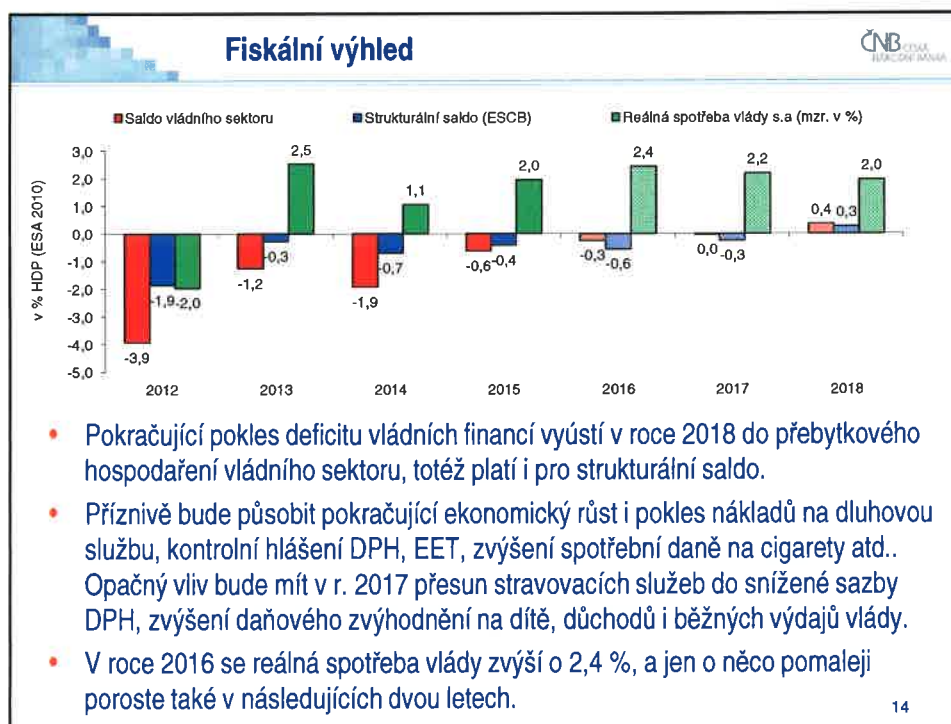
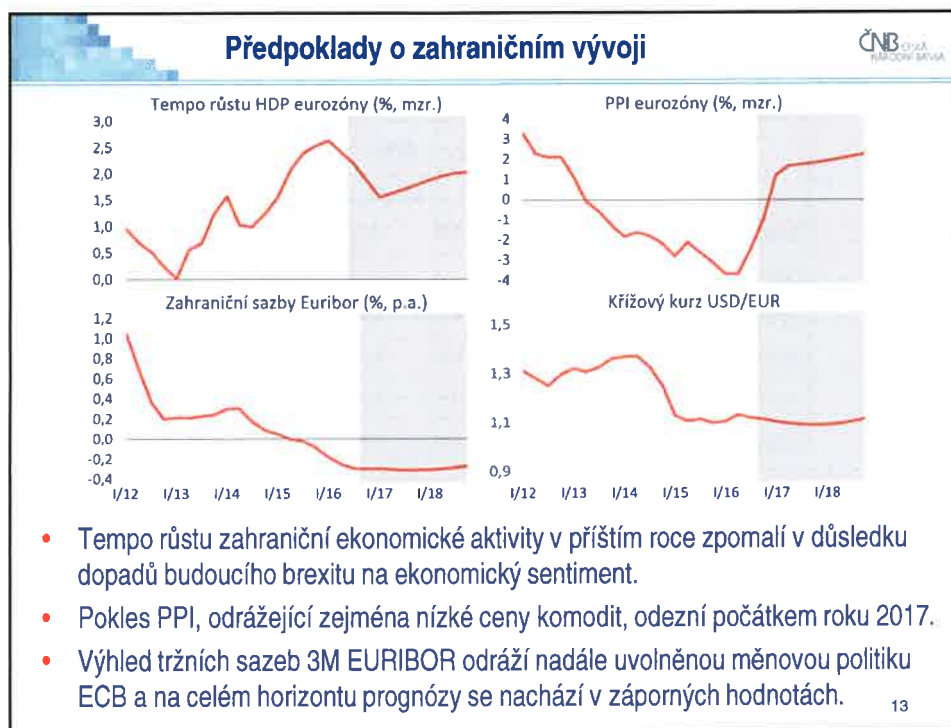


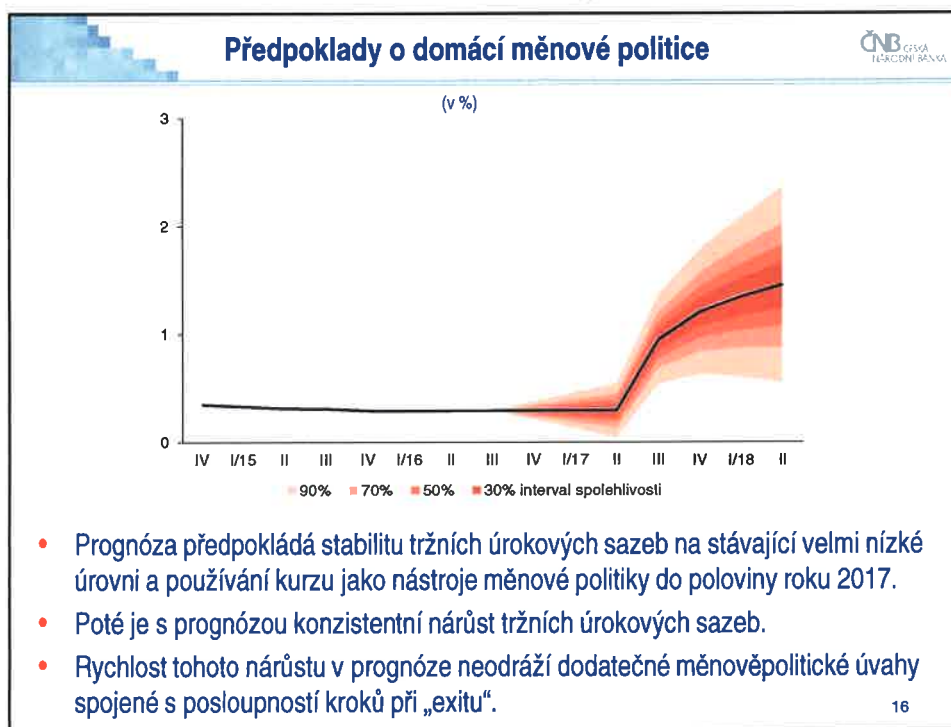
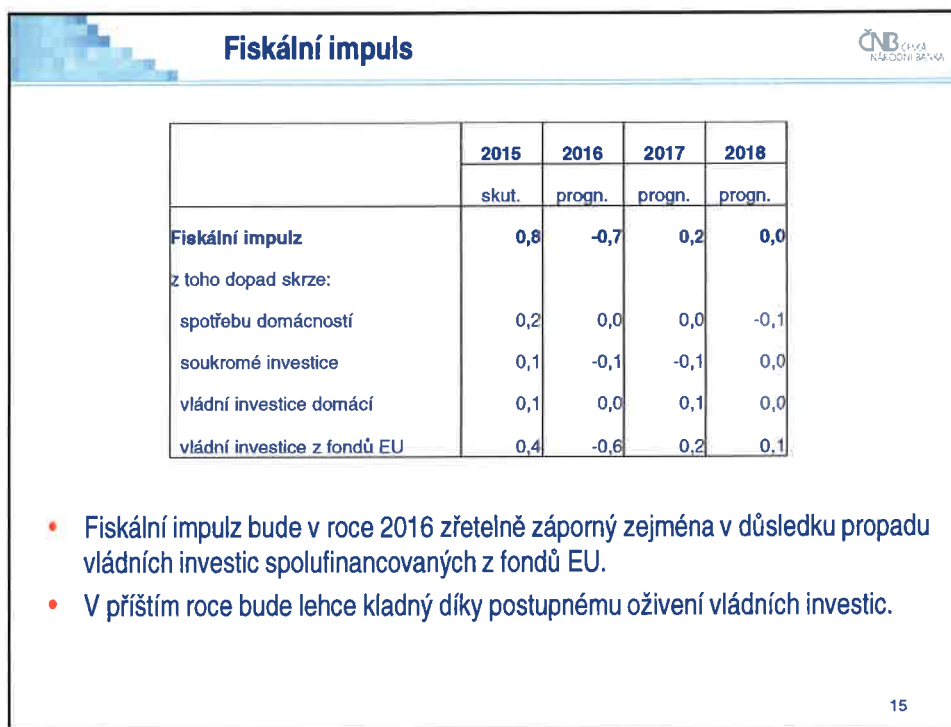




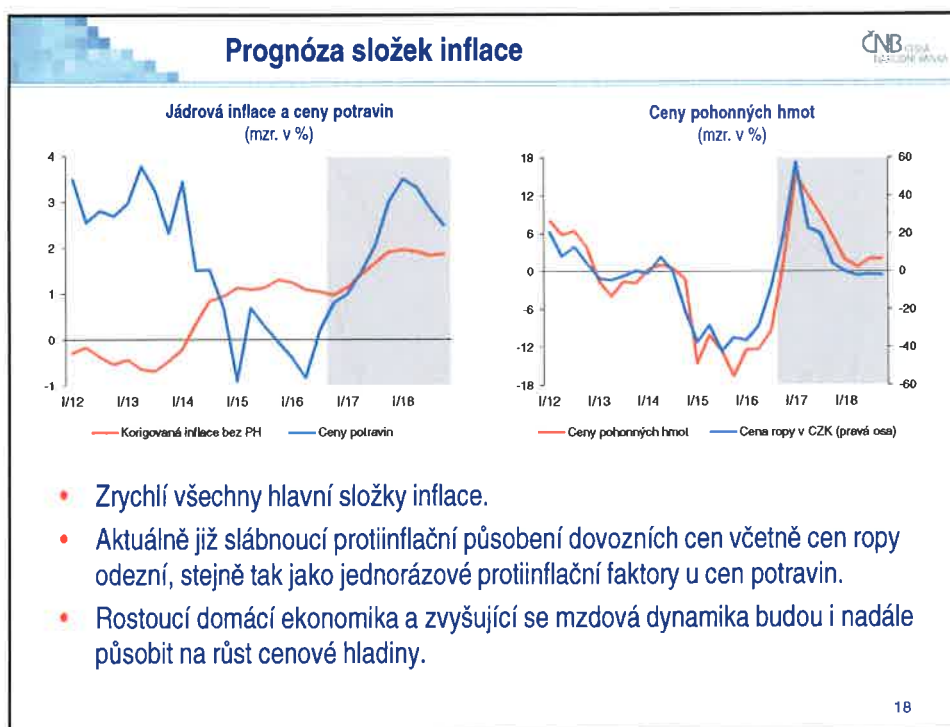
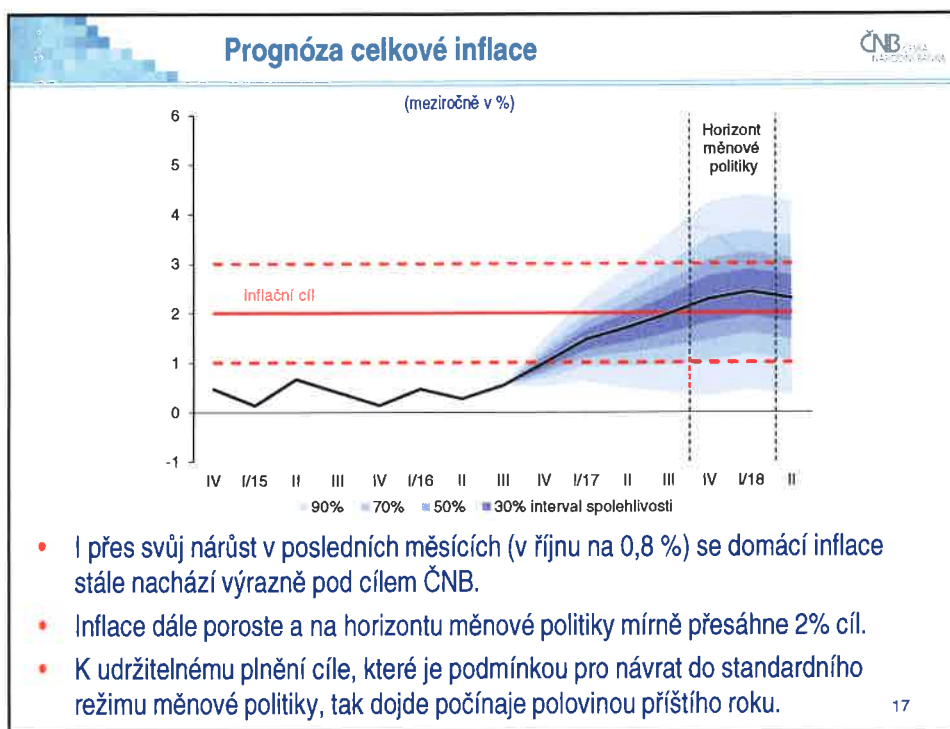


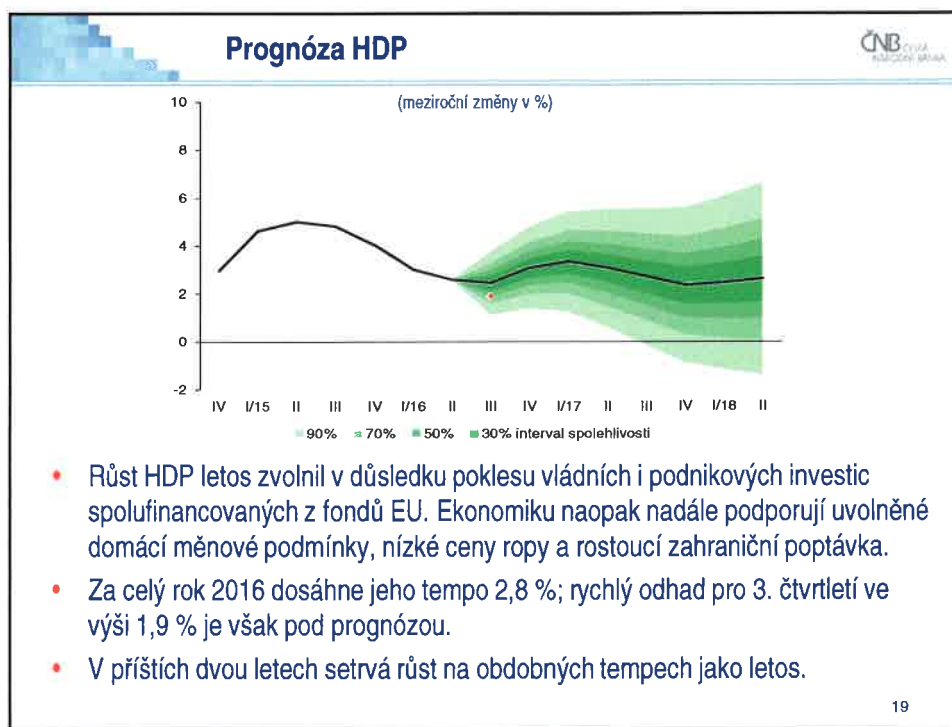


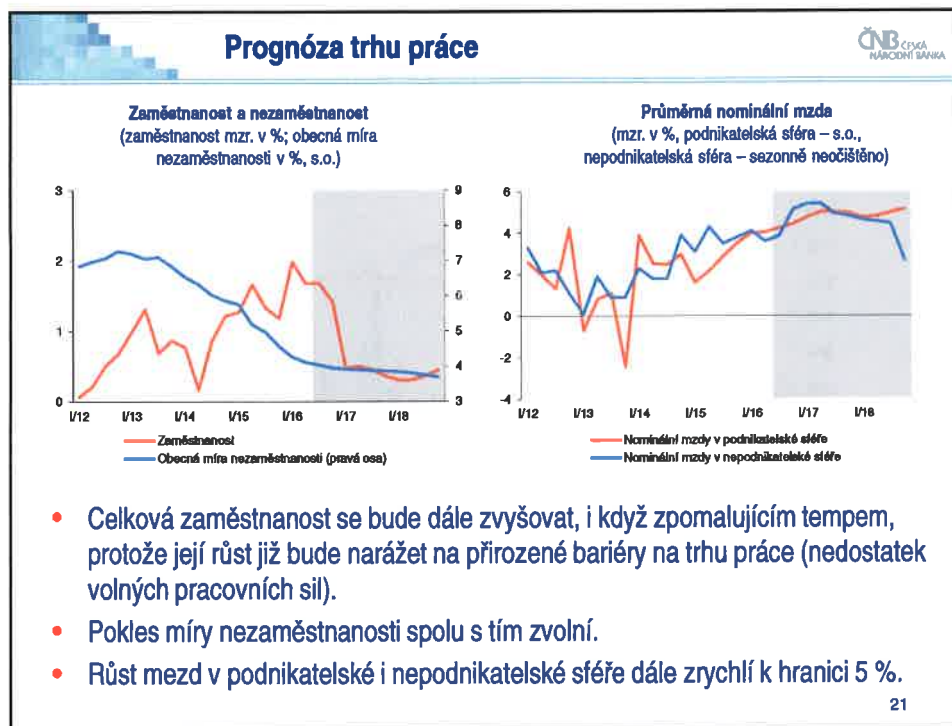









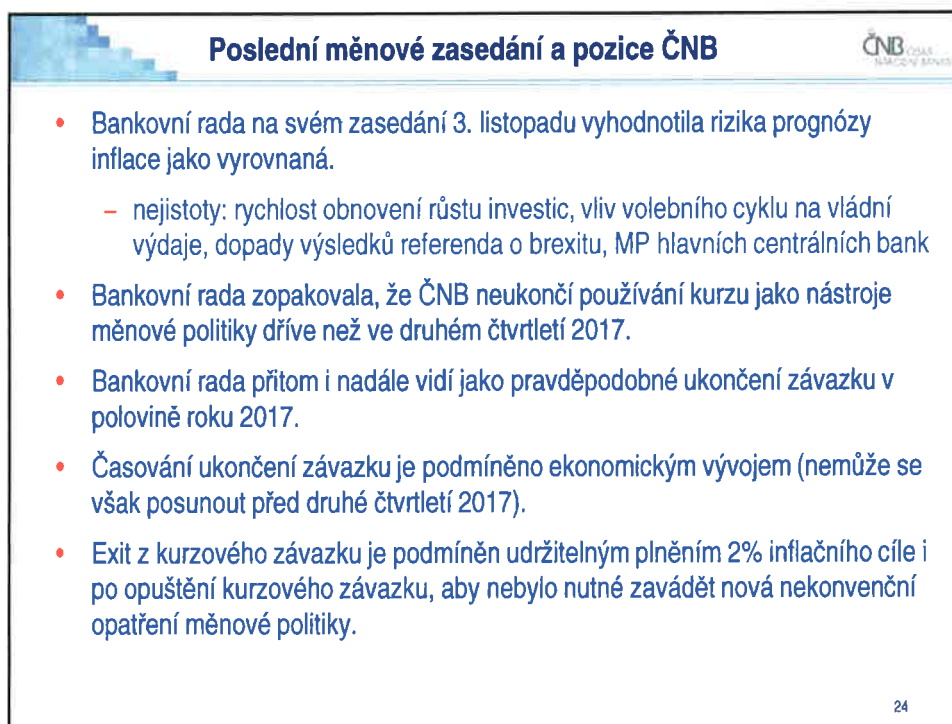
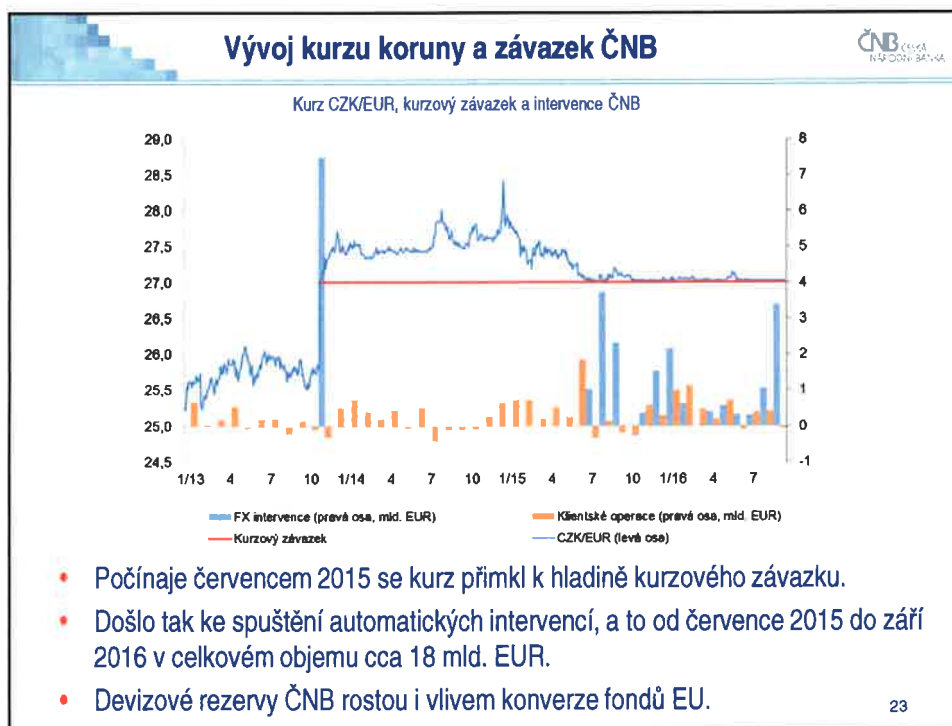






## Opuštění kurzového závazku ČNB – kdy a jak?

22



### Časová osa

Minimální délka trvání kurzového závazku

Těžkoppy aktiv ze strany ECB

pravděpodobný "exit"

prognózou předpokládaný volný pohyb kurzu

I/13 II III IV I/14 II III IV I/15 II III IV I/16 II III IV I/17 II III IV I/18 II III IV

- Kurzový závazek bude v platnosti přinejmenším ještě cca 4 měsíce. 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).

25

### Podoba exitu

- 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 řízení plovoucího kurzu.
- To znamená, že 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 nepříjde před ním) a bude postupné.

26

ČNB Česká  
Národní banka

## Co tyto výhledy znamenají pro nefinanční podniky?

27

ČNB Česká  
Národní banka

### Náklady na kurzové zajištění

Kurz CZK/EUR – spotový vs. forwardový

29,0  
28,5  
28,0  
27,5  
27,0  
26,5  
26,0  
25,5  
25,0

50  
0  
-50  
-100  
-150  
-200  
-250  
-300  
-350  
-400

2.10.13 2.4.14 2.10.14 2.4.15 2.10.15 2.4.16 2.10.16

FX swap 1Y EUR/CZK (pravá osa, body) Fbking - spot EUR/CZK  
Forwardový kurz EUR/CZK

- 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.

28

### Transparence exitu – co znamená?



- 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.

29

### Transparence exitu – co naopak neznamena?



- 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 neznamena:
  - sdělování informací, kterými sama ČNB nebude dopředu disponovat;
  - komunikaci, která by popírala samotnou podstatu exitu.

30

### Ad (i) přesné datum exitu

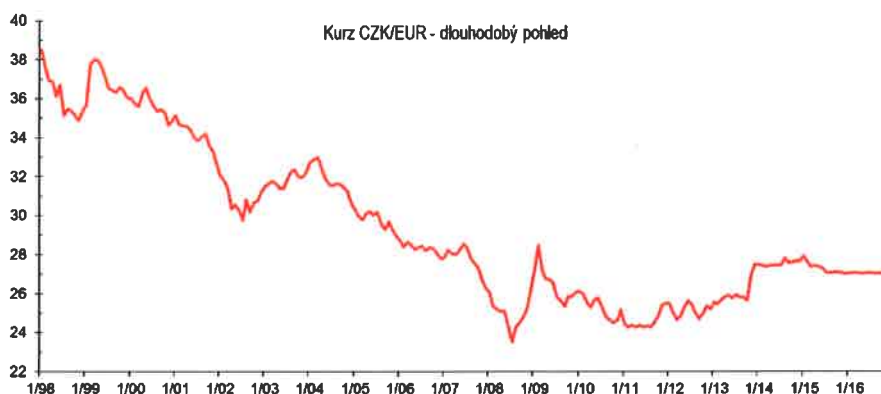
- Optimální datum exitu není dáno časově, ale splněním ekonomických podmínek, tj. udržitelným plněním 2% inflačního cíle i po opuštění kurzového závazku.
- Dopředu nelze přesně říci, kdy k tomu dojde.
- Navíc na tom, že je plnění cíle udržitelné a lze provést exit, se bude muset (většinou) shodnout bankovní 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.“
- Zajistit se výhodně proti kurzovému riziku až těsně před samotným exitem bude obtížné – proto není až tak důležité odhadnout jeho přesné datum

Očekávání analytiků ohledně okamžiku ukončení režimu devizových intervencí dle IOFT (15.11.)

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

31

### Ad (ii) kurzový vývoj po exitu





- Exit = návrat do režimu řízení 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.

32



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





#### Faktory možného posílení

- Mírně kladný úrokový diferenciál (pokud ČNB v mezidobí nezavede záporné sazby; každopádně ČNB bude po exitu měnit své sazby obezřetně).
- Dozvyky 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.

33

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





— CZK TWI misalignmant (%)



EURCZK

— EURCZK Spot  
— EURCZK GSDEER

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.

34

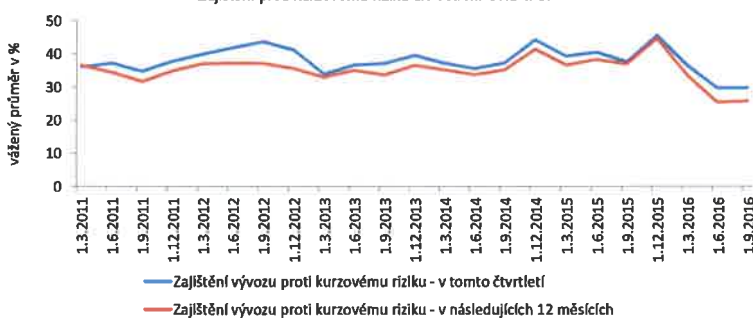
### Ad (iii) hladina případných intervencí ČNB

- 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.

35


### Zajišťování kurzového rizika dle šetření v podnicích

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).

36

**Shrnutí (i)** 

- I přes mírný růst se inflace nadále nachází výrazně pod cílem ČNB.
- Inflace však dále poroste a na horizontu měnové politiky (tj. za 12-18 měsíců) mírně přesáhne 2% cíl. K udržitelnému plnění cíle dojde počínaje polovinou roku 2017.
- Růst české ekonomiky zpomalil vlivem dočasného poklesu investic spolufinancovaných z fondů EU. Podporují ho naopak nadále uvolněné domácí měnové podmínky, nízké ceny ropy a rostoucí zahraniční poptávka.
- Za rok 2016 ekonomická aktivita celkově vzroste o 2,8 %. V příštích dvou letech růst setrvá na obdobných tempech.
- Pokračující ekonomický růst povede ke zvýšení dynamiky mezd při již jen lehce klesající míře nezaměstnanosti.
- Rostoucí ekonomika a mzdy budou nadále působit na zvyšování domácích nákladů a návazně i spotřebitelských cen.
- ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém čtvrtletí 2017.

37

**Shrnutí (ii)** 

- 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 našeho 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.

38

**Děkuji za pozornost !**

**Petr Král**  
petr.kral@cnb.cz