

Měnověpolitické doporučení pro 5. SZ 2013

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář prognózy z 5. SZ 2013

Východiskem pro srpnové měnověpolitické rozhodování je *nová makroekonomická prognóza z 5. SZ 2013*. Následující odstavce ve stručnosti shrnují počáteční podmínky, předpoklady a hlavní kontury základního scénáře nové prognózy.

Pokles české ekonomiky se v prvním čtvrtletí 2013 v meziročním vyjádření prohloubil na -2,4 %. Na poklesu ekonomické aktivity se nejvíce podílela hrubá tvorba kapitálu a v menší míře i spotřeba domácností, zatímco spotřeba vlády a čistý vývoz působily v opačném směru. Celková inflace se ve druhém čtvrtletí 2013 nacházela pod cílem ČNB a měnověpolitická inflace byla ve stejném období pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle, což bude platit v obou případech i po zbytek letošního roku. Snížil se příspěvek administrativních vlivů (regulované ceny a nepřímé daně) a korigovaná inflace bez pohonných hmot, naopak růst cen potravin zrychlil.

Ekonomická aktivita v efektivní eurozóně v prvním čtvrtletí 2013 poklesla o 0,1 % meziročně. Předpokládá se její jen velmi slabý růst v letošním roce a výraznější oživení až v následujících dvou letech. Útlum zahraniční poptávky povede ke zpomalení růstu spotřebitelských cen v efektivní eurozóně na 1,7 % v letošním roce a až koncem příštího roku by měla inflace dosáhnout 2 %, nízký bude i růst cen průmyslových výrobců. Výhled sazby 3M EURIBOR zůstává i nadále nízký, v letošním roce je předpokládána její průměrná výše 0,2 % a dále její jen velmi pozvolný nárůst v letech 2014 a 2015. Z výhledu rovněž plyne postupné oslabování eura vůči dolaru. U cen ropy je i nadále předpokládán mírný pokles.

Domácí ekonomická aktivita letos v celoročním úhrnu poklesne o 1,5 % v důsledku utlumené zahraniční i domácí poptávky, od druhého čtvrtletí 2013 však bude docházet k pozvolnému ožívování. V příštím roce HDP v důsledku zrychlující zahraniční poptávky při odeznění tlumícího vlivu domácí fiskální konsolidace vzroste přibližně o 2 %, v roce 2015 pak růst dále zrychlí. Protiinflační tlaky z domácí ekonomiky budou odeznívat jen pozvolna. Celková i měnověpolitická inflace se budou na horizontu měnové politiky postupně navracet směrem k cíli. Kurz koruny v letošním roce oslabil a na horizontu prognózy dojde k jeho jen velmi pozvolnému posilování k úrovni 25,1 CZK/EUR na konci roku 2015.

S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb na nulovou úroveň a jejich znatelný nárůst až během roku 2015. Prognóza předpokládá na celém horizontu rozpětí 3M PRIBOR–2T repo ve stávající výši 0,4 procentního bodu. Tomu odpovídá hypotetická potřeba záporné repo sazby ve výši -0,4 % v letošním roce a -0,2 % v roce 2014. To při existenci nulové dolní meze pro měnověpolitické sazby ukazuje na potřebu uvolňování měnové politiky jinými nástroji.

V průběhu zpracování prognózy bylo identifikováno několik rizik a nejistot. Významné riziko je nadále spojeno s možným pomalejším oživením zahraniční poptávky v podmínkách pokračující – byť momentálně nikoli akutní – dluhové krize v eurozóně (viz část 2 MPD). Nejistotu představují také zveřejněná data o struktuře HDP za první čtvrtletí 2013, podle nichž došlo k výraznému propadu tvorby zásob a naopak zřetelnému mezičtvrtletnímu zvýšení spotřeby domácností. Další nejistotou je vliv protichůdných cenových faktorů v posledním období a jejich propagace do budoucího cenového vývoje. Uvedená rizika však nebyla natolik vyhraněná, aby vedla ke zpracování alternativního scénáře.

V návaznosti na pokles implikovaných úrovní repo sazby pod nulovou hranici však byly zpracovány dva scénáře, které počítají jednak s nulovým omezením úrokových sazeb, jednak s možností provádět devizové intervence s cílem uvolnit měnové podmínky a zajistit rychlejší dosažení inflačního cíle i bez poklesu sazeb pod nulovou hranici (blíže viz část 4 MPD).

2. Argumenty pro uvolněnější měnové podmínky oproti prognóze

Nelze vyloučit, že **ekonomická aktivita v eurozóně zůstane déle utlumená** a k jejímu oživení dojde o několik čtvrtletí později a v menší míře, než předpokládá prognóza. Pohled zpět totiž říká, že předpoklady minulých prognóz avizujících přicházející oživení v eurozóně se nenaplnovaly.

Sekce měnová a statistiky pro účely tohoto MPD zpracovala simulaci, jak by déletrvající recese v eurozóně ovlivnila českou ekonomiku (viz scénář **Déletrvající recese** znázorněný v části 4). Ta by vlivem utlumenější zahraniční poptávky i vývoje produktivit setrvala v propadu déle než v základním scénáři, resp. by se navrátila k pozvolnému růstu až na konci roku 2014. Koruna by v takovém případě vůči euru postupně mírně oslabovala, a to i navzdory nižší trajektorii zahraničních úrokových sazeb, a výhled inflace by byl oproti základnímu scénáři na celém sledovaném horizontu nižší zhruba a dvě desetiny procentního bodu. Scénář implikuje mírně hlubší a déletrvající pokles tržních sazeb než základní scénář prognózy, což spolu se slabším kurzem koruny implikuje výraznější a dlouhodobější uvolnění měnových podmínek. V případě, že se tedy avizované zahraniční oživení opět opozdí, pak bude potřeba uvolňování domácí měnové politiky jinými nástroji (devizovými intervencemi) výraznější, než je tomu v základním scénáři.

3. Argumenty pro přísnější měnové podmínky oproti prognóze

V současné situaci není identifikován žádný významný argument jdoucí asymetricky ve směru potřeby přísnějších měnových podmínek.

4. Další měnověpolitické úvahy

a) Dilema, zda zahájit intervence či nikoli

Základní scénář nové prognózy implikuje v podmínkách dosažení nulové dolní hranice pro úrokové sazby potřebu uvolnění měnových podmínek dalšími nástroji měnové politiky, která je navíc proti minulé prognóze výraznější a dosahuje **ekvivalentu zhruba dvou snížení repo**

sazby o 0,25 p.b. Posouzení, zda je toto dostatečně silná motivace k přepnutí do režimu devizových intervencí, je otázkou porovnání přínosů a nákladů strategie nepřistoupení k intervencím ("vysedění situace") versus přepnutí do intervenčního režimu. Toto porovnání je schematicky znázorněno v Tabulce 1.

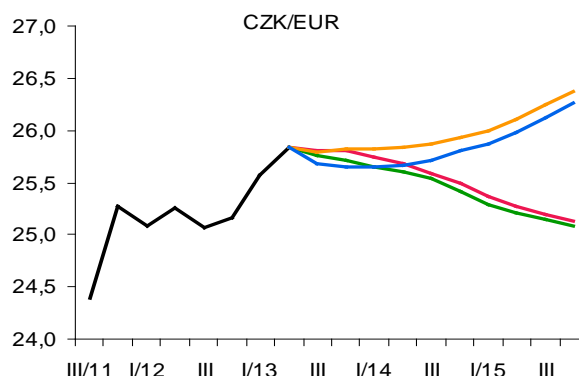
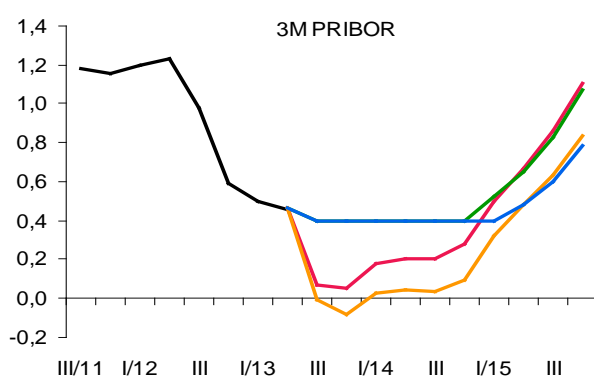
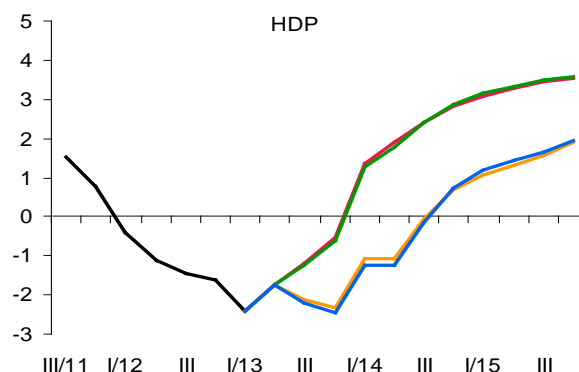
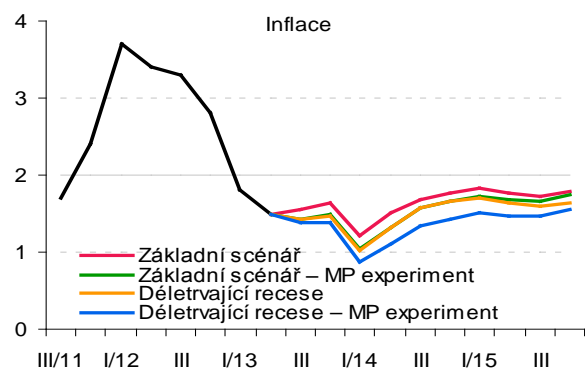
Tabulka 1: **Přínosy a náklady (ne)přistoupení k intervencím**

	Intervence	Nepřistoupení k intervencím
Přínosy	<ul style="list-style-type: none"> • přímý efekt na inflaci (plnění mandátu), sekundární vliv na konkurenceschopnost a HDP • výraz akceschopnosti, vůle dosažení zákonného mandátu ČNB • podpora funkčnosti případných budoucích verbálních intervencí (naplnění toho, co bylo avizováno) 	<ul style="list-style-type: none"> • vyhnutí se dočasné režimové změně a komplikacím při ukončování režimu devizových intervencí (viz náklady a rizika intervencí)
Náklady Rizika	<ul style="list-style-type: none"> • komplikovanější resp. nezaběhnutý způsob formulace, implementace a komunikace měnové politiky • komplikace spojené s ukončením režimu intervencí • nárůst devizových rezerv a dopady do hospodaření ČNB (vč. jejich reputačních důsledků) • negativní vnímání zahraničních subjektů (kompetitivní devalvace) 	<ul style="list-style-type: none"> • dlouhodobé podstřelování inflačního cíle, pokles inflačních očekávání pod cíl, nárůst ex ante reálných úrokových sazeb • může být vnímáno jako ignorování protiinflačních rizik a nenaplnění mandátu ČNB • výrazně větší riziko chyby - při dalším zhoršování situace mohou být situací vynuceny další kroky, které budou vnímány jako opožděné či dokonce zoufalé • oslabení fungování verbálních intervencí

Strategie "vysedění situace" prakticky nemá vlastní **přínosy**, ty v podstatě spočívají pouze ve vyhnutí se nákladům přepnutí do režimu intervencí. Ten by přirozeně představoval větší nároky na proces formulace, implementace a komunikace měnové politiky. Na tyto skutečnosti je ČNB z logického pohledu dobře připravena, každopádně by však znamenaly významnou – byť jen dočasnou – režimovou změnu. Komplikace by pak navíc mohly nastat při ukončování devizových intervencí, a to dle názoru SMS pravděpodobně v o něco větší míře v případě tzv. transparentní varianty (zveřejňování kurzové trajektorie devizového intervenčního scénáře).

Náklady nezahájení intervencí spočívající v neprovedení požadovaného uvolnění měnových podmínek jsou simulovány **měnověpolitickým experimentem**, který ponechává repo sazbu na technické nule bez provedení dalších opatření. Scénář implikuje pro rok 2014 inflaci o zhruba dvě desetiny procentního bodu nižší při mírně rychlejším posilování koruny než v základním scénáři prognózy. Měnověpolitický experiment je přitom založen na předpokladu, že ČNB sice nebude v praxi používat nekonvenční nástroje měnové politiky, avšak většina ekonomických agentů setrvá v přesvědčení, že je centrální banka připravena zasáhnout, bude-li to třeba. Zachování tohoto předpokladu při déletrvající absenci konkrétních hmatatelných kroků ze strany ČNB ale není jisté a v případě ztráty důvěry veřejnosti v

odhodlnání ČNB opravdu použít další nástroje (devizové intervence) by mohlo dojít k významnému podstřelení inflačního cíle na horizontu měnové politiky.¹



Důležitým aspektem hovořícím v neprospěch "vysedění situace" je rovněž výrazně vyšší **riziko měnověpolitické chyby** v případě, že by se následný vývoj odchytil od předpokladů prognózy. V situaci, kdy by ČNB nepřistoupila k dalšímu uvolnění měnové politiky a následně by došlo k horšímu než očekávanému hospodářskému vývoji (ilustrovanému např. scénářem naznačeným v části 2), by hrozilo znatelné a dlouhodobé podstřelení inflačního cíle (viz scénář **Déletrvajcí recese - MP experiment**). V krajním případě by nešlo vyloučit ani upadnutí do deflační pasti, což by mělo velmi vážné následky a možnosti měnové politiky ovlivnit hospodářský vývoj by tím byly velmi ztíženy. V takové situaci by rovněž utrpěl obraz ČNB, která by mohla být vnímána jako pasivní nebo příliš pozdě reagující na narůstající protiinflační rizika, resp. neplnící svůj zákonný mandát. V případě, že by se hospodářská situace nadále zhoršovala nebo trh začal testovat odhodlanost ČNB intervenovat, by pak vynucené další kroky (nejen intervence) centrální banky mohly být vnímány jako opožděné či dokonce zoufalé. V případě pozdějšího zásahu by tak muselo být intervenováno zřejmě v mnohem větších objemech.

Opačné riziko, tj. že by ČNB naopak přistoupila k devizovým intervencím a následně by byla česká ekonomika zasažena neočekávanými proinflačními šoky (včetně neočekávaně rychlého a/nebo výrazného oslabení kurzu), je naproti méně pravděpodobné a zejména méně závažné. Při identifikaci nadměrných inflačních tlaků by totiž bylo pochopitelně možné režim devizových intervencí ukončit, případně dále zpřísnit měnové podmínky zvyšováním úrokových sazeb. Dřívější opuštění nulové dolní hranice sazeb, než implikují zpracované

¹ Na případné snižování důvěry v akceschopnost ČNB by mohl upozornit např. pokles inflačních očekávání analytiků finančních trhů. Ačkoliv se v letošním roce odhady analytiků ohledně inflace v ročním horizontu postupně snižovaly na 1,6 %, jejich predikce v tříletém horizontu se i nadále pohybuje kolem 2% hodnoty.

scénáře, by koneckonců bylo žádoucí. Z tohoto pohledu vnímá SMS riziko chyby směrem k nedostatečně uvolněné měnové politice a příliš nízké inflaci jako výrazně závažnější než riziko dočasného přestřelení cíle.

Přínosy zahájení devizových intervencí jsou kvantifikovány ve zpracovaném devizovém intervenčním scénáři, v němž je nemožnost poklesu měnověpolitických úrokových sazeb do záporných hodnot kompenzována oslabením kurzu koruny, které současně urychluje návrat inflace k cíli ČNB. Při agresivnější variantě intervencí je možno tolerovat i krátkodobé přestřelení cíle ve snaze dostat se rychleji ze situace nulových úrokových sazeb (podrobněji viz níže). Pokud by bankovní rada rozhodla o zahájení devizových intervencí, mělo by to i další dimenze. Jednalo by se o jasné gesto demonstrující odhodlanost ČNB dostat svému zákonnému mandátu i v situaci, kdy jsou tradiční možnosti uvolnění měnových podmínek vyčerpány. Šlo by o logické vyústění předchozí komunikace, kdy ČNB poukazovala na rostoucí pravděpodobnost zahájení intervencí. Z přistoupení k intervencím by tak bylo zřejmé, že ČNB svá slova myslí vážně, a byla by tak posílena efektivita případných budoucích verbálních intervencí či jiných komunikovaných kroků.

Náklady a rizika zahájení intervencí jsou naproti tomu v první řadě spojena s významnou režimovou změnou o následně obtížným návratem do standardního schématu měnové politiky (viz výše). Kromě toho je možno uvést i další argumenty, které však SMS považuje za víceméně podružné. Vedlejším důsledkem intervencí by byl nárůst devizových rezerv ČNB a související dopady do hospodaření ČNB, což může mít své reputační náklady. Tyto důsledky by však neměly mít zásadní vliv na rozhodování. Stejně tak riziko negativních ohlasů (ze zahraničí), které by argumentovaly tím, že se ze strany ČNB jedná o kompetitivní devalvaci a tedy o zvýhodňování domácích výrobců, je zanedbatelné. Respektive rozhodnutí ČNB by bylo případně snadné v této diskusi obhájit poukázáním na příslušná doporučení některých mezinárodních institucí (např. MMF či OECD) či na nekonvenční kroky prováděné jinými centrálními bankami, která rovněž mají výrazné dopady na vývoj měnových kurzů. Správné vnímání intervencí je dále možné podpořit jasnou komunikací důvodů vedoucích k jejich zahájení a prezentací jejich očekávaných nízkých dopadů do čistého vývozu.

Na základě výše uvedených argumentů **SMS doporučuje zahájit devizové intervence**, neboť potřeba uvolnění měnových podmínek se zvýšila a posouzení rizika měnověpolitické chyby je argumentem pro aktivní přístup centrální banky.

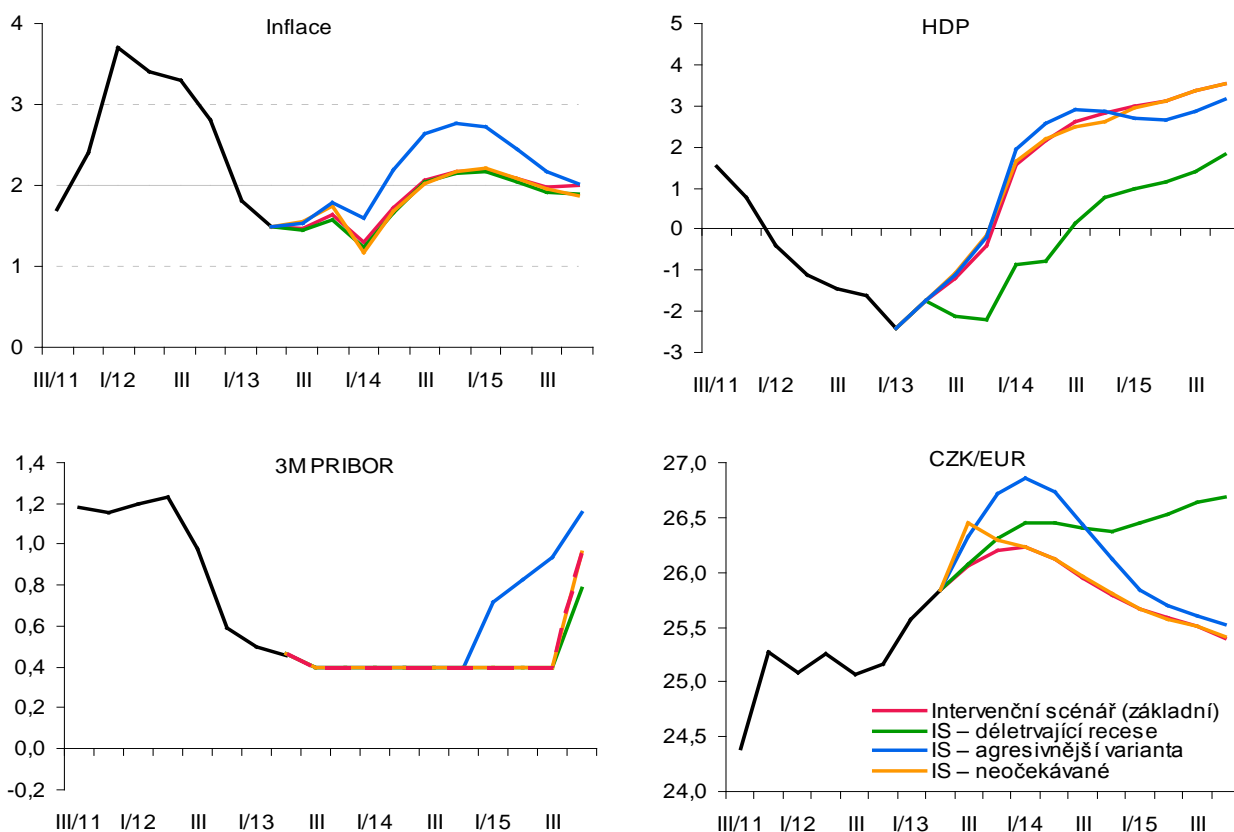
b) Žádoucí úroveň kurzu při zahájení intervencí

Základním východiskem pro žádoucí hladinu kurzu pro případ zahájení intervencí je výše zmíněný **intervenční scénář** (základní). V něm je uvolnění měnových podmínek na nulové dolní mezi úrokových sazeb a rychlejší dosažení cíle ČNB zajištěno oslabením kurzu ve zbytku stávajícího čtvrtletí a v následujících dvou čtvrtletích na 26,2 CZK/EUR. Tomuto vývoji kurzu odpovídá návrat inflace k 2% cíli již ve druhé polovině roku 2014 při jen nepatrných kladných dopadech na ekonomický růst. Scénář přitom předpokládá dlouhodobé ponechání měnověpolitické sazby na nule – až do poloviny roku 2015. Výše uvedenou hodnotu kurzu však SMS vnímá jako minimální variantu, vůči níž lze nalézt nejméně tři argumenty ve prospěch slabší úrovně.

Za prvé, v případě v čase odsunutého oživení v zahraničí by bylo potřeba intervencemi postupně oslabit kurz až zhruba na 26,5 CZK/EUR (viz scénář **IS - děletrvajících recese**), přičemž poblíž této úrovně by pak kurz setrval až do konce predikčního horizontu.

Za druhé, intervence lze využít k ještě rychlejšímu návratu inflace do cíle a zejména dřívějšímu opuštění situace nulových úrokových sazeb, která je z pohledu centrální banky i celé ekonomiky nepříjemná. To by bylo možné při výraznějším oslabení koruny prostřednictvím „agresivnějších“ devizových intervencí (viz scénář **IS - agresivnější varianta**). Oslabení kurzu až na úroveň 26,9 CZK/EUR v prvním čtvrtletí příštího roku by vedlo ke zkrácení doby setrvání na nulové hranici úrokových sazeb o tři čtvrtletí, tj. „jen“ do konce roku 2014. Současně by bylo dosaženo inflačního cíle o jedno čtvrtletí dříve, koncem roku 2014 by pak růst cen vystoupal až na 2,8 % a následně by pozvolna klesal směrem k cíli.

Za třetí, základní varianta intervenčního scénáře předpokládá vpředhledící očekávání ekonomických subjektů, neboť tento scénář vychází z dlouhodobější přiznané přítomnosti ČNB na devizovém trhu. Možnost provádění devizových intervencí ČNB byla od podzimu 2012 opakovaně komunikována a zahájení intervencí by navíc bylo veřejnosti oznámeno, resp. důvody k němu vysvětleny. V rámci této komunikace by bylo uvedeno, že je ČNB připravena intervenovat s takovou rozhodností a tak dlouho, jak bude potřeba k plnění jejího inflačního cíle. V případě, že by však ekonomické subjekty vnímaly přítomnost ČNB na devizovém trhu navzdory uvedené komunikaci jako víceméně epizodní (viz scénář **IS - neočekávané**), byla by transmise kurzu do inflace slabší. To by logicky implikovalo potřebu oslabit kurz výrazněji, a to až na úroveň 26,5 CZK/EUR.²



² Úplný výčet dostupných kombinací zpracovaných scénářů pak obsahuje i následující podvarianty devizového intervenčního scénáře. „Agresivnější“ varianta intervencí kombinovaná s pokračující recesí v eurozóně by vyžadovala oslabení kurzu na 27,2 CZK/EUR v první polovině roku 2014. Pokud by navíc byly agresivnější intervence v podmínkách horšího ekonomického vývoje v zahraničí vnímány jako nesystematické opatření ČNB, pak by bylo potřeba oslabit korunu na 27,5 CZK/EUR již ve třetím čtvrtletí tohoto roku.

Zejména první dva z uvedených důvodů vedou **SMS k doporučení posunout kurz intervencemi na slabší hodnotu, než implikuje základní varianta intervenčního scénáře** (viz část 6).

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **červnovém zasedání** (27.6.) BR ponechala základní úrokové sazby beze změny. Rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno všemi analytiky. Z dotazníků *IOFT* (12.6.) vyplývalo, že na červnovém zasedání BR ČNB všech třináct analytiků očekávalo stabilitu základních sazeb ČNB. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 0,05 až 0,25 % (medián 0,05 %). Podle šetření agentury *Thomson Reuters* (21.6.) na červnovém zasedání BR ČNB všech jedenadvacet analytiků předpokládalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB. Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 0,05 až 0,30 % (medián 0,05 %). Rovněž všech šestnáct analytiků oslovených agenturou Bloomberg (24.6.) očekávalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na červnovém měnověpolitickém zasedání BR ČNB.

U **očekávání týkající se devizových intervencí** převažoval názor, že k zahájení přímých intervencí v nejbližší době nedojde. Všichni analytici ze šetření *IOFT* byli přesvědčeni, že v současné době ČNB k dalšímu uvolnění měnových podmínek formou devizových intervencí nepřistoupí. Průzkum agentury *Thomson Reuters* ukázal, že podle 10 analytiků ze 16 oslovených vývoj koruny v posledních měsících eliminoval potřebu ČNB použít devizové intervence. Podle tohoto průzkumu většina analytiků očekává spuštění intervencí pouze v případě reálné hrozby deflace.

Na **tiskové konferenci** po měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB M. Singer oznámil, že pro rozhodnutí o stabilitě úrokových sazeb hlasovali všichni členové bankovní rady. Guvernér potvrdil závazek, že úrokové sazby budou drženy na stávajících úrovních (tj. na „technické nule“) v delším horizontu, dokud nedojde k výraznému nárůstu inflačních tlaků. Nárůst inflačních tlaků přitom nebyl minulou prognózou předpovídan a nebyla identifikována ani žádná hmatatelná rizika nárůstu inflačních tlaků. Zároveň je ČNB připravena použít devizové intervence v případě potřeby dalšího uvolnění měnové politiky; přitom pravděpodobnost zahájení intervencí se zvyšuje. Guvernér připomněl, že s minulou prognózou byl konzistentní mírný pokles tržních úrokových sazeb a jejich následný růst až v roce 2014. Rizika prognózy byla vyhodnocena jako celkově protiinflační, resp. jdoucí ve směru potřeby uvolněnějších měnových podmínek ve srovnání s prognózou. Tímto směrem působila nižší domácí inflace.

Během července se několik členů BR vyjádřilo k budoucímu nastavení měnové politiky (viz Tabulka 3). **Komunikace** potvrzovala dřívější vyjádření, že případné další uvolnění měnové politiky by probíhalo prostřednictvím devizových intervencí.

Sazby na peněžním trhu stagnují od začátku listopadu, kdy základní sazby ČNB byly sníženy na technickou nulu. Sklon výnosové křivky sazeb **PRIBOR** zůstává rostoucí (viz Graf 2). Tržní výhled 3M sazeb **FRA** implikuje jejich očekávanou přibližnou stabilitu do konce letošního roku a poté jen lehký nárůst, což zhruba odpovídá převažujícímu očekávání na ponechání měnověpolitických úrokových sazeb na technicky nulové hodnotě při zachování stávající výše prémie na peněžním trhu. V celém horizontu se tržní výhled pohybuje výše než trajektorie sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB, když tržní výhled zohledňuje nulovou dolní hranici pro pohyb měnověpolitických sazeb, zatímco v prognóze ČNB hypoteticky

záporné měnověpolitické sazby ukazují na potřebu uvolňování měnové politiky jinými nástroji (viz Graf 4).

Sazby **IRS** od posledního zasedání BR příliš nezměnily. Výnosová křivka sazeb IRS je rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 1,0 p.b., spread 10R-1R činí 1,5 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků *IOFT* (12.7.) vyplývá, že na srpnovém zasedání BR ČNB všech dvanáct analytiků očekává stabilitu základních sazeb ČNB. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybují v rozmezí 0,05 až 0,25 % (medián 0,05 %).

Ze šetření agentury *Thomson Reuters* vyplývá, že na srpnovém zasedání BR ČNB všech devatenáct analytiků předpokládá stabilitu základních úrokových sazeb ČNB. Očekávání v delším horizontu ukazuje Tabulka 2. Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 0,05 až 0,25 % (medián 0,05 %).

Tabulka 2: Očekávání analytiků ohledně směru, rozsahu a časování další změny 2T repo sazby dle Thomson Reuters (29.7.2013)

2013		2014				2015	
						↑	
2H13		1H14		2H14		1H15	
		↑		↑ ↑		↑	
3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15
	↑	↑	↑↑↑	↑	↑↑↑↑		↑

Vysvětlivky:

- jedná se o další očekávanou změnu každého analytika, tzn. počet šipek se shoduje s počtem analytiků, kteří očekávají změnu v horizontu, který pokrývá tabulka
- všechny šipky označují očekávané zvýšení 2T repo sazby v rozsahu 0,20 až 0,25 p.b.

Analytici v rámci šetření *IOFT* očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 25,2 CZK/EUR, tj. o 2,9 % vzhledem k průměru za 3Q13 do 30.7. Analytici v rámci šetření *FECF* předpokládají ve stejném horizontu posílení o 2,6 % na 25,3 CZK/EUR. Prognóza očekává pro 3Q14 kurz na úrovni 25,6 CZK/EUR. Téměř všichni analytici ze šetření *IOFT* jsou přesvědčeni, že v současné době ČNB k dalšímu uvolnění měnových podmínek formou devizových intervencí nepřistoupí; pouze jeden analytik připouštěl devizové intervence, a to s 50% pravděpodobností³. Podle průzkumu agentury *Thomson Reuters* žádný ze 16 oslovených analytiků neočekává spuštění devizových intervencí po srpnovém zasedání BR.

Tabulka 3: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

23.7.	M. Singer (Bloomberg)	I'm saying that I wouldn't mind monetary conditions being significantly relaxed. If we're going to do it, we're going to do it through exchange-rate interventions; we've said it many times before.
-------	--------------------------	--

³ Podle některých analytiků brání spuštění devizových intervencí jejich nízká efektivnost. Na jedné straně by oslabení koruny zvýšilo tlak na dovozní ceny a inflaci, ovšem na straně druhé to může negativně dopadnout na poptávku domácností, která patřila mezi hlavní příčiny recese v roce 2012. Větší opodstatnění intervencí také spatřují až v okamžiku hrozby deflace či při riziku ještě hlubšího propadu ekonomiky.

23.7.	L. Lízal (Reuters)	Pokud je měnověpolitická inflace pod tolerančním pásmem, tak je to pro mě signál, že je nutné se vážně zamyslet, zda měnové podmínky nejsou příliš přísné... Intervention by podle mého názoru měly vést k nastavení takových měnových podmínek, které povedou k dosažení inflačního cíle obdobně jako při použití úrokového kanálu.... Pokud používám úrokový kanál, měl bych reagovat dříve, než když používám kurzový kanál. Horizont měnové politiky je 12 až 18 měsíců. Když použiji kurzový kanál, tak inflaci ovlivním už za půl roku. Proto si myslím, že v uvolňování nejsme jednoznačně pozadu.
24.7.	M. Singer (Bloomberg)	'Honestly, I will start thinking about it next week. But it seems that for me the question is only how strong the pressures to further relax monetary conditions are. We always smooth out our decisions. I don't care too much about the timing. If I think that something needs to be done, I vote for it.... From my point of view, if the monetary conditions were relatively clearly relaxed, I would still say that we are going to keep the rates at zero in a long-term future. And I would still say there would be a very low likelihood of any inflationary pressures materializing within the monetary-policy horizon.

6. Měnověpolitické doporučení SMS

Sekce měnová a statistiky doporučuje na srpnovém měnovém zasedání bankovní rady **ponechat měnověpolitické úrokové sazby beze změny, nadále komunikovat ponechání sazeb na technické nule v delším horizontu a zahájit intervence na devizovém trhu.**

Konkrétně doporučujeme bankovní radě udělit mandát Sekci bankovních obchodů intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby **průměrný kurz CZK/EUR ve 3. čtvrtletí 2013 byl poblíž úrovně 26,45 CZK/EUR**. To by vzhledem k vývoji kurzu v dosavadním průběhu čtvrtletí znamenalo dosáhnout ve zbytku 3. čtvrtletí průměrného kurzu zhruba ve výši 26,70 CZK/EUR.

V tomto doporučení se odrážejí následující skutečnosti:

- základní scénář nové prognózy implikuje potřebu dalšího znatelného uvolnění měnových podmínek v rozsahu ekvivalentním minimálně dvěma snížením repo sazby; devizový intervenční scénář ukazuje, že konzistentní s tím je oslabení kurzu na 26,20 CZK/EUR do konce tohoto roku
- jediné hmatatelné riziko prognózy, tj. odložené oživení v eurozóně, by v případě své materializace znamenalo potřebu výraznějšího uvolnění měnových podmínek s oslabením kurzu směrem k 26,50 CZK/EUR počátkem příštího roku
- dobu, kdy budou měnověpolitické sazby na technicky nulové hranici, je možno zkrátit v případě „agresivnějších intervencí“ (s oslabením kurzu k hranici 27 CZK/EUR), které současně vedou k dřívějšímu dosažení inflačního cíle, resp. následnému přestřelení cíle, které lze – v souladu s ekonomickou literaturou na téma ZLB – vnímat v jistém smyslu jako žádoucí kompenzaci předchozího podstřelování
- pokud by byla zpočátku transmise kurzu do inflace slabší než v základní verzi intervenčního scénáře (například kvůli slabšímu expektačnímu kanálu), situace by vyžadovala výraznější oslabení kurzu (dle provedené simulace zhruba na 26,50 CZK/EUR)

SMS v této situaci považuje za užitečné zohlednit výše uvedená rizika ve výraznějším oslabení kurzu koruny oproti základní variantě devizového intervenčního scénáře, přičemž v případě nenaplnění těchto rizik by oslabení kurzu v navrhovaném rozsahu nevedlo k národohospodářsky horší situaci (ale spíše naopak).

Vyjádření SBO:

SBO zahájení devizových intervencí ve stávající situaci nedoporučuje.

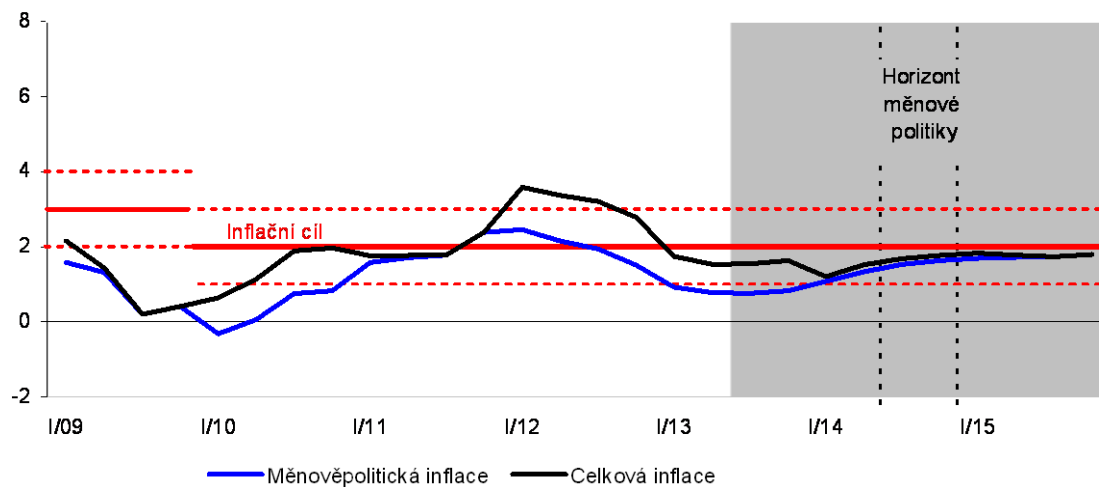
Dle vyjádření SBO je obchodování s korunou v posledních týdnech velmi poklidné a kurz se drží převážně v pásmu 25,9–26,1 CZK/EUR (aktuální hodnota kurzu je 25,95 CZK/EUR). Počátkem července koruna posílila v reakci na data o vývoji spotřebitelských cen, která podle názoru trhu snížila pravděpodobnost intervenčního zásahu ČNB. Naopak v reakci na rétoriku ČNB ohledně intervencí koruna přechodně mírně oslabuje. SBO očekává, že měnové jednání bankovní rady vnese na trh volatilitu.

Průměr kurzu EUR/CZK za 3.Q ve výši 26,1 (základní podoba devizového intervenčního scénáře) znamená nutnost držet kurz zhruba na úrovni 26,200 po zbytek čtvrtletí. Vzhledem k tomu, že tento cíl je velmi blízko aktuálním hodnotám kurzu, je možné očekávat, že k jeho dosažení by mělo stačit oznámení o zahájení intervencí, maximálně doprovázené nákupem několika milionů EUR z čistě "propagačních" důvodů.

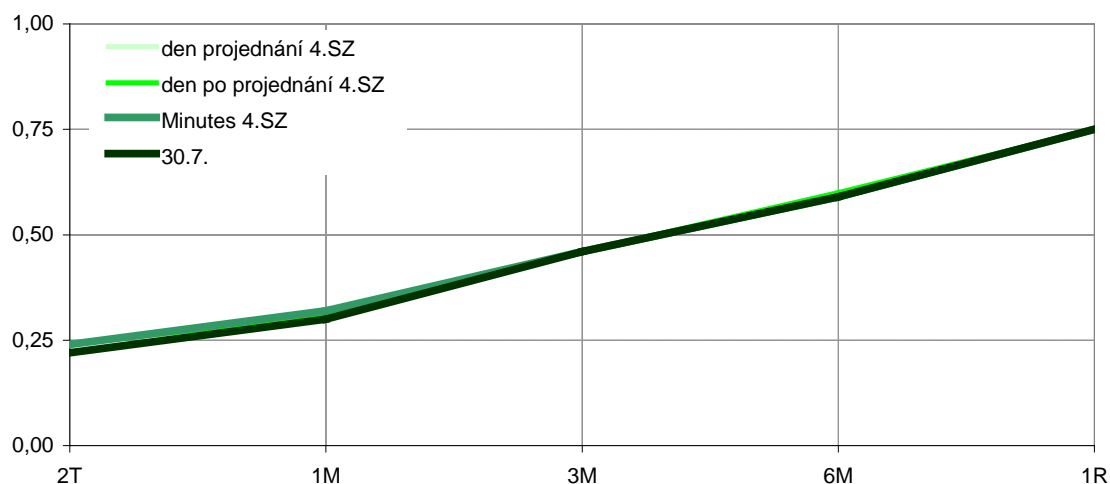
V případě varianty, kdy bude kurz nutné dostat k hladině 26,700 stále předpokládáme silnou prvotní reakci kurzu na oznámení (pro trh překvapivé a neočekávané) o používání intervencí. Zároveň bude toto oznámení podpořeno našimi výraznějšími nákupy a to v řádu desítek až případně několika stovek mil. EUR. Předpokládáme, že i udržení se na slabším cíli bude nákladnější, a to v řádu jednotek miliard EUR.

Otázkou však je, jaký objem bude nutný k udržení kurzu po delší období kolem požadovaného cíle. Velmi bude záležet na agresivitě investorů při testování našeho odhodlání, náš momentální nejlepší odhad je maximálně několik málo miliard EUR. Podle části trhu by dokonce náš vstup na FX trh mohl znamenat jeho samovolné následné výraznější oslabení i k či nad hranici 27 CZK/EUR; v takovém případě bychom nemuseli kupovat skutečně téměř nic. V praxi očekáváme, že oznámení o zahájení intervencí bude trochu překvapující, a proto může následovat oslabení koruny do oblasti kolem 26,500 s tím, že časem se trh začne přizpůsobovat a postupně začne spíše obchodovat proti nám.

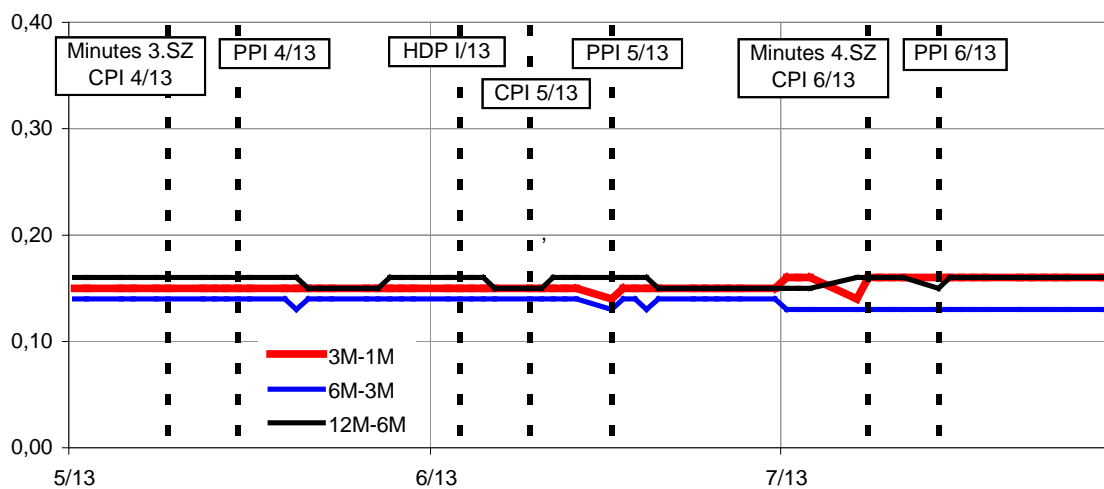
Graf 1: Prognóza inflace z 5. SZ 2013 a cíl ČNB



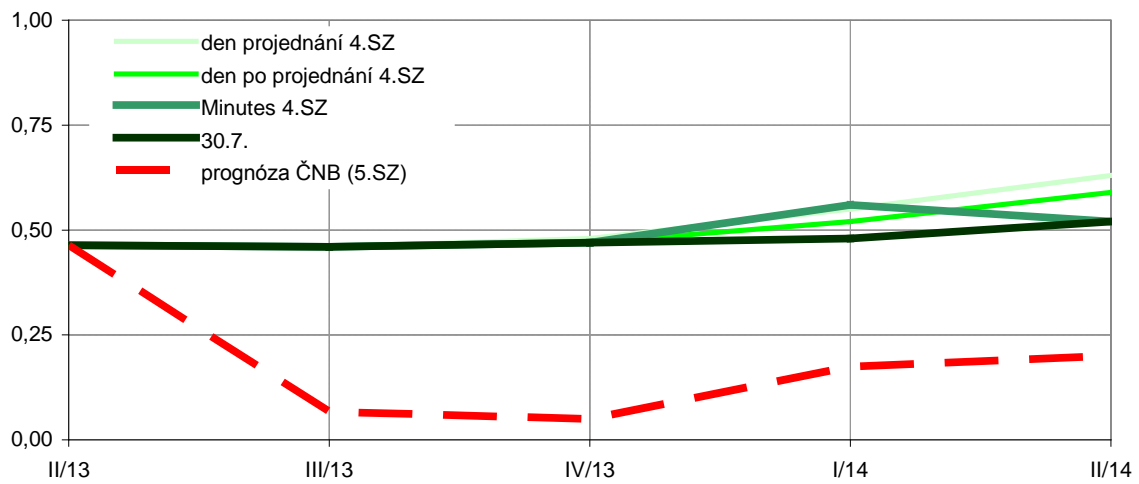
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



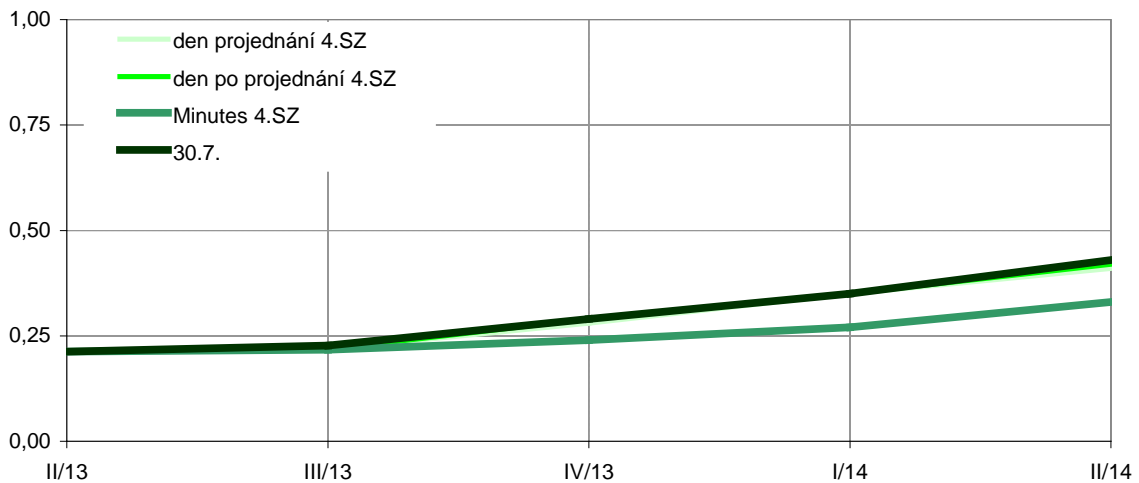
Graf 3: Úroková rozpětí - PRIBOR



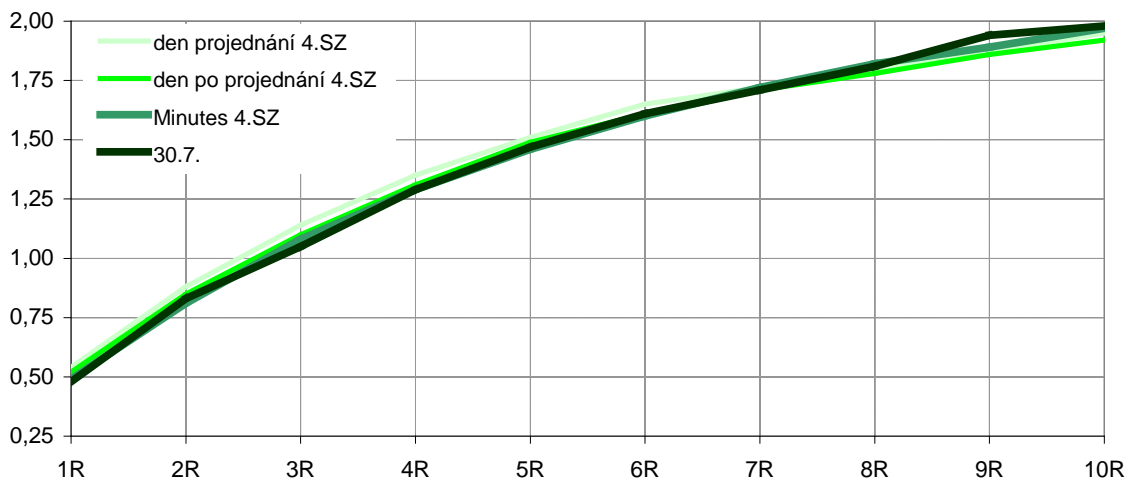
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



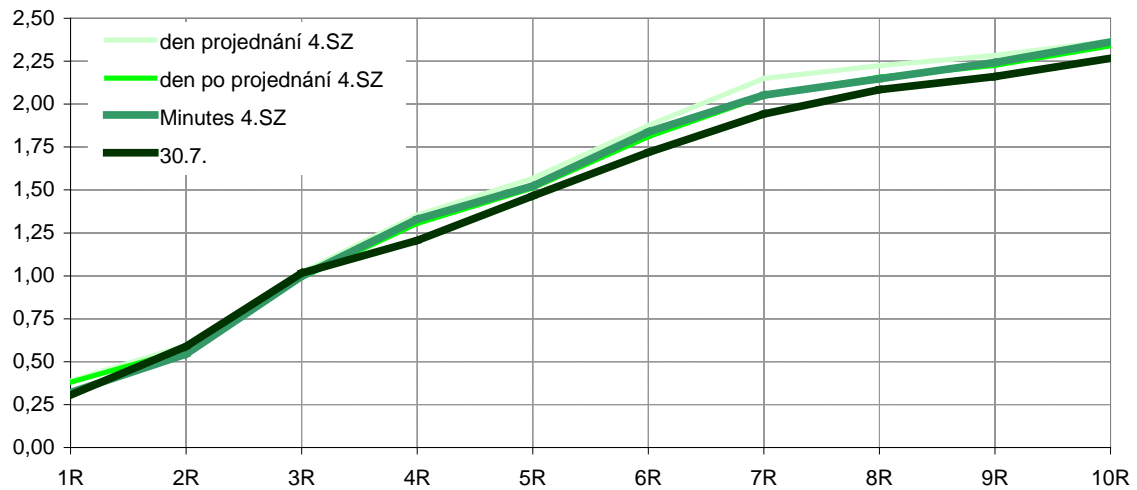
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



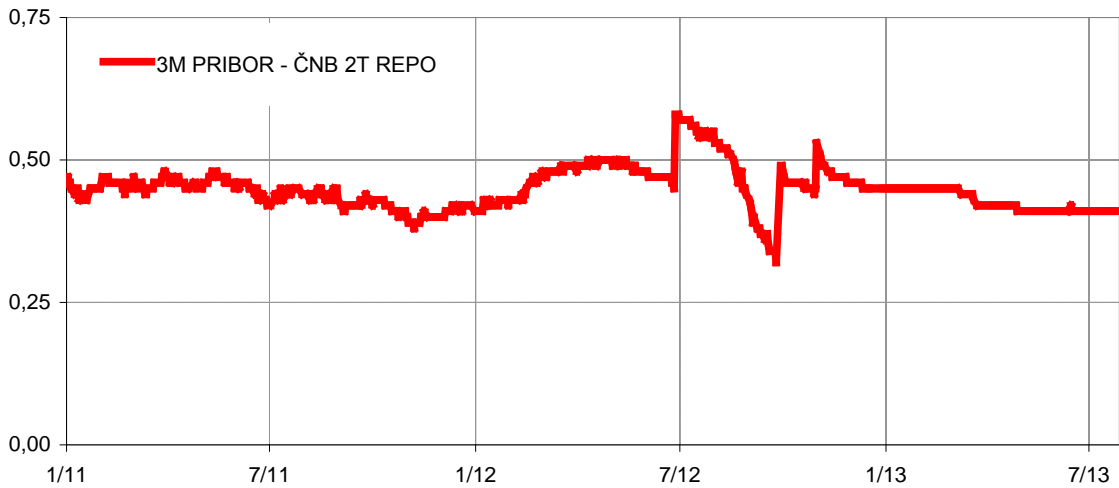
Graf 6: IRS CZK



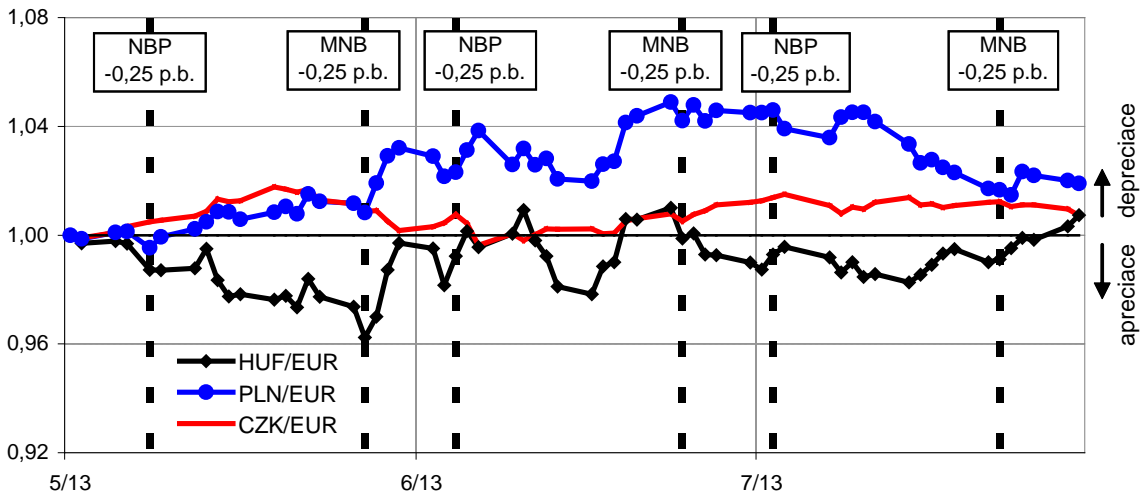
Graf 7: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



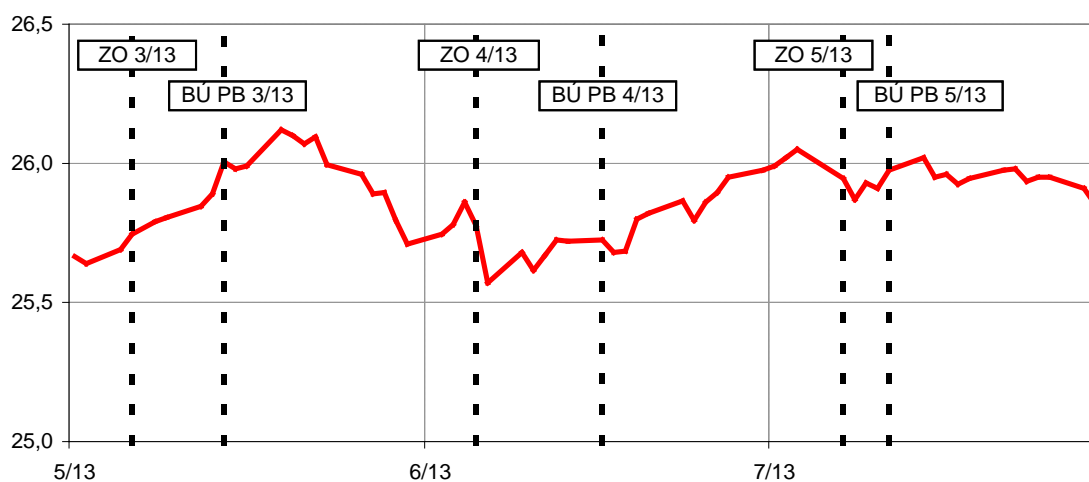
Graf 8: Úrokové rozpětí v ČR



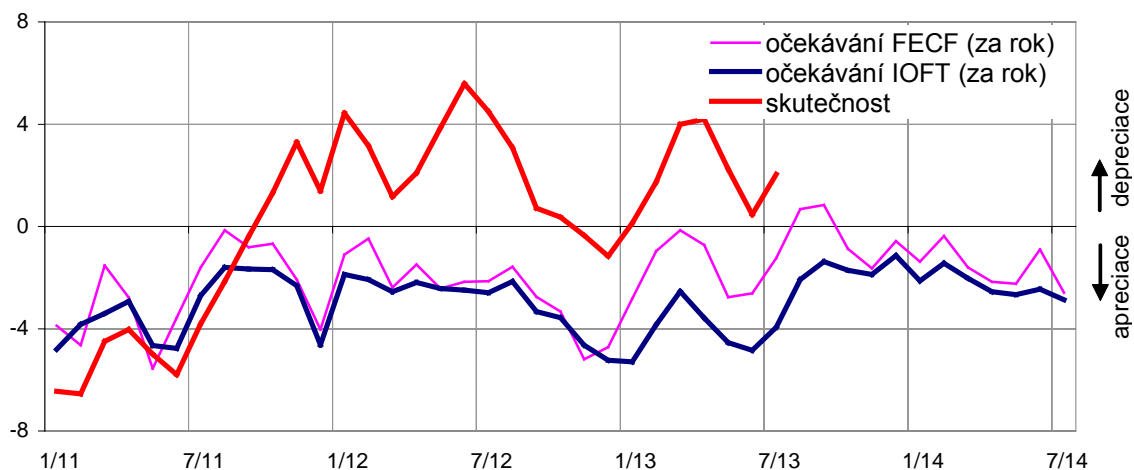
Graf 9: Kurzy středoevropských měn (1.5. = 1,0)



Graf 10: Kurz CZK/EUR

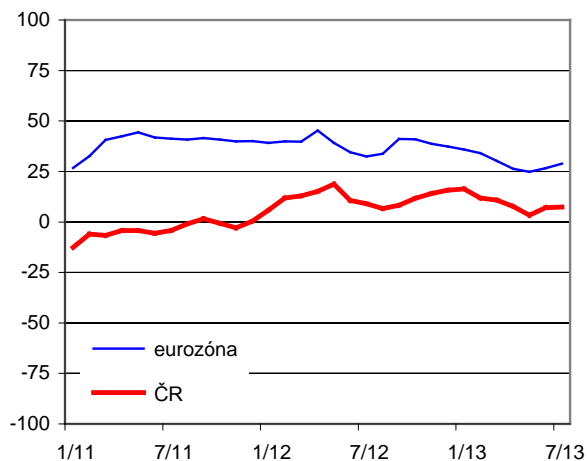


Graf 11: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

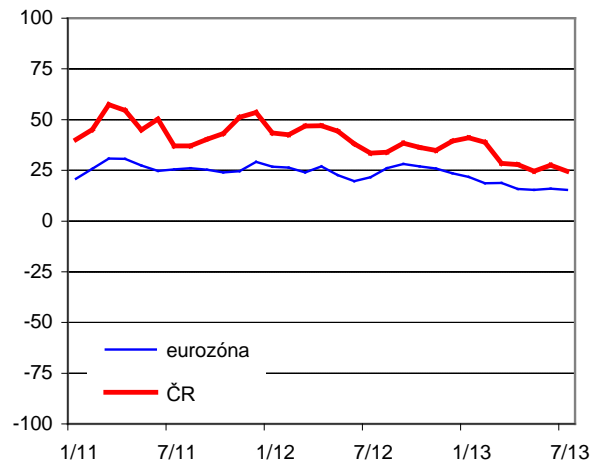


Graf 12: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

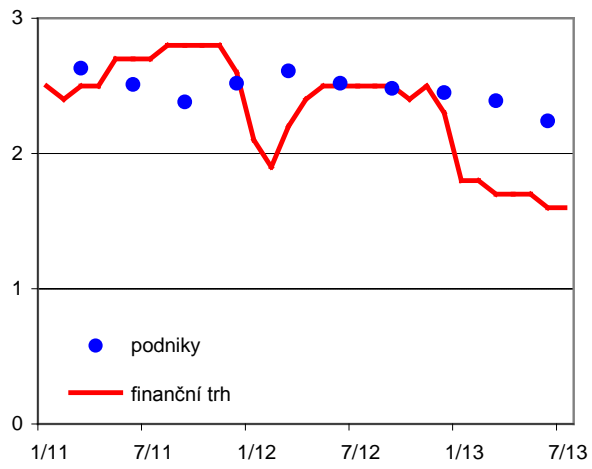


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

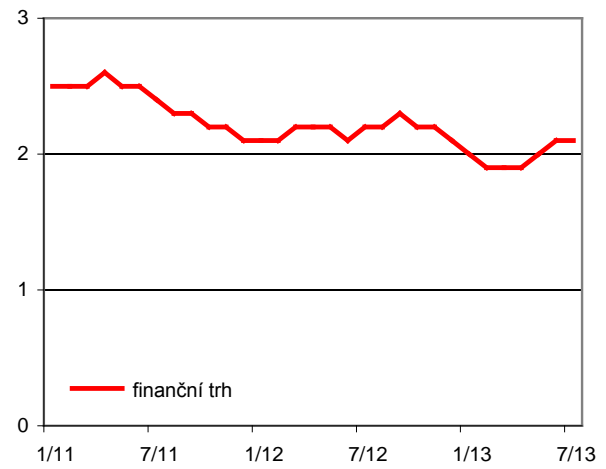


Graf 13: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



Graf 14: Vějířový graf prognózy úrokových sazeb (3M PRIBOR v %)

