

# Měnověpolitické doporučení pro 6. SZ 2013

Sekce měnová a statistiky

## 1. Základní scénář prognózy z 5. SZ 2013

Východiskem pro zářijové měnověpolitické rozhodování zůstává *makroekonomická prognóza z 5. SZ 2013*. Následující odstavce ve stručnosti rekapituluji počáteční podmínky, předpoklady a hlavní kontury základního scénáře této prognózy.

Meziroční pokles ekonomické aktivity se ve druhém čtvrtletí letošního roku zmírnil, přičemž výrazně negativní příspěvek k meziroční dynamice HDP měla hrubá tvorba kapitálu, zatímco čistý vývoz a v menší míře i spotřeba domácností a vlády 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 a pokračoval pokles cen v segmentu korigované inflace bez pohonných hmot a naopak stále relativně rychlý byl růst cen potravin.

Prognóza pracuje s předpokladem jen velmi slabého růstu ekonomické aktivity v efektivní eurozóně v letošním roce a jejího postupného oživení v následujících dvou letech. Růst spotřebitelských cen v efektivní eurozóně zpomalí letos na 1,7 %, a až koncem příštího roku by měla inflace dosáhnout 2 %, nízký bude i růst cen průmyslových výrobců. Prognóza pracuje s průměrnou výší sazby 3M EURIBOR 0,2 % v letošním roce a jejím jen velmi pozvolným nárůstem v letech 2014 a 2015. Z výhledu rovněž plyne postupné oslabování eura vůči dolaru. U cen ropy je i nadále předpokládán mírný pokles.

Dle stávající prognózy domácí ekonomická aktivita letos v celoročním úhrnu poklesne o 1,5 % v důsledku utlumené zahraniční i domácí poptávky, od druhého čtvrtletí 2013 však dochází v souladu s prognózou k pozvolnému oživování. 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 návaznosti na pokles implikovaných úrovní repo sazby pod nulovou hranici byly zpracovány dva scénáře, které počítají jednak s nulovým omezením úrokových sazeb, jednak s možností využívat měnového kurzu s cílem uvolnit měnové podmínky a zajistit rychlejší dosažení inflačního cíle i bez poklesu sazeb pod nulovou hranici (blíže viz část 4 MPD).

Rizika stávající prognózy jsou Sekcí měnovou a statistiky v 6. situační zprávě hodnocena jako mírně protiinflační, respektive jdoucí ve směru potřeby mírně uvolněnějších měnových podmínek ve srovnání s prognózou.

## 2. Argumenty pro uvolněnější měnové podmínky oproti prognóze

- a) Celková meziroční **inflace** se ve třetím čtvrtletí letošního roku snižovala rychleji oproti očekávání, když v srpnu dosáhla 1,3 %, a byla tak o 0,3 p.b. pod prognózou. Měnověpolitická inflace dosáhla 0,5 % a byla rovněž o 0,3 p.b. nižší vůči predikci. Tato odchylka od prognózy byla v největší míře způsobena nižším růstem regulovaných cen a více zápornou korigovanou inflací bez pohonných hmot. Vedle toho dojde při zpracování nové prognózy ke zdatnému snížení výhledu regulovaných cen energií spojených s bydlením. Naproti tomu nová informace o dodatečném mírném zvýšení rozsahu harmonizační úpravy spotřební daně z tabákových výrobků<sup>1</sup> nemá na měnověpolitické rozhodování vliv, neboť změny nepřímých daní jsou standardně výjimkovány z reakce centrální banky (tj. rizika směrem dolů pro měnověpolitickou inflaci jsou o něco výraznější, než naznačuje bodu GRIPu pro celkovou inflaci).
- b) Riziko ve směru potřeby uvolněnějších měnových podmínek oproti prognóze vyplývá z nových informací o růstu mezd v podnikatelské sféře. Ten byl ve druhém čtvrtletí (1,1 %) nižší než očekávaný (2 %). Uvedený mzdový vývoj je z hlediska hodnocení naplňování předpokladů o **nastavení počátečních podmínek** stávající prognózy do značné míry kompenzován příznivějším vývojem ekonomické aktivity. Meziroční pokles reálného HDP byl totiž ve druhém čtvrtletí 2013 mírnější (a jeho mezičtvrtletní růst ve stejném rozsahu rychlejší), než očekávala prognóza z 5. SZ. Zčásti se však mohlo jednat o odraz mimořádného vývoje v odvětví pojišťovnictví<sup>2</sup>, který může být zpětně revidován nebo kompenzován v následujícím čtvrtletí.<sup>3</sup> V takovém případě by celkové působení počátečních podmínek mohlo být více protiinflační oproti příslušnému bodu v GRIPu.

## 3. Argumenty pro přísnější měnové podmínky oproti prognóze

**Vývoj v zahraničí** působí v simulaci GRIPu oproti předpokladům prognózy lehce ve směru potřeby přísnějších domácích měnových podmínek, což je dáno zvýšeným tržním výhledem úrokových sazeb v zahraničí odečteným ke dni uzávěrky zářijové publikace Consensus Forecasts.<sup>4</sup> K uvedenému zvýšení očekávaných úrokových sazeb 3M EURIBOR došlo na

<sup>1</sup> V této souvislosti dojde ke zvýšení příspěvku nepřímých daní do celkové inflace v roce 2014 z prognózou předpokládaných 0,14 p.b. na 0,25 p.b., tj. o zhruba 0,1 p.b.

<sup>2</sup> Znatelné zmírnění meziročního poklesu hrubé přidané hodnoty (HPH, o 0,8 p. b.) bylo taženo zejména dvouciferným růstem HPH v odvětví pojišťovnictví, mj. vlivem rozpuštění rezerv pojišťoven před dosud ve velké míře nezrealizovanou výplatou povodňových náhrad.

<sup>3</sup> Koincidenční a předstihové indikátory poskytují stále poněkud smíšené signály o rychlosti, s jakou se česká ekonomika bude ve zbytku letošního roku odlepovat ode dna hospodářského cyklu.

<sup>4</sup> Zářijový Consensus Forecasts (CF09) měl uzávěrku 9. září.

celém horizontu prognózy, a to v průměru o 0,2 p.b., přičemž posun narůstal směrem ke konci výhledu. Následně však Fed rozhodl o odložení zmírňování QE3. Jeho vyhlášení posunulo výhled úrokových sazeb 3M EURIBOR níže v průměru o cca 0,1 procentního bodu v letech 2014 a 2015. Bod „zahraničí“ v GRIPu by se tak nyní oproti 6.SZ posunul níže, a na celkové vyznění bilance rizik prognózy by tak působil zhruba neutrálně.

**Přicházející** informace o vývoji zahraniční poptávky snižují pravděpodobnost, že budeme svědky déletrvající recese v zemích našich hlavních obchodních partnerů. Toto riziko bylo podrobně diskutováno při zpracování minulého MPD. Dle zářijového vydání publikace Consensus Forecasts zůstává pro zbytek letošního roku a pro další dva roky výhled zahraniční poptávky oproti předpokladům stávající prognózy v podstatě nezměněn. Předstihové indikátory rovněž naznačují pokračování mírného ožívování v eurozóně zhruba v souladu s předpoklady predikce.

## 4. Další měnověpolitické úvahy

### a) Dilema, zda zahájit využívání kurzu na uvolnění měnových podmínek či nikoli

Stávající prognóza implikuje v podmínkách dosažení nulové dolní hranice pro úrokové sazby potřebu uvolnění měnových podmínek dalšími nástroji měnové politiky. Požadované uvolnění vycházející z prognózy 5. SZ dosahuje **ekvivalentu zhruba dvou snížení repo sazby o 0,25 p. b. (kumulativně tedy o 0,5 p.b.)**. Bilance rizik stávající prognózy je přitom dle 6. SZ i tohoto MPD vychýlena mírně protiinflačním směrem, respektive ve směru potřeby mírně uvolněnějších měnových podmínek ve srovnání s prognózou.<sup>5</sup> Aktualizovaná verze měnověpolitického experimentu (ponechání repo sazby na technické nule bez provedení dalších opatření) ukazuje, že inflace očištěná o změny nepřímých daní bude na horizontu měnové politiky (přelom let 2014 a 2015) podstřelovat cíl ČNB v průměru o více než půl procentního bodu. Přitom tento měnověpolitický experiment je založen na předpokladu, že ČNB sice nebude v praxi používat nekonvenční nástroje měnové politiky, avšak výrazná většina ekonomických agentů setrvá v přesvědčení, že se cíl měnové politiky nemění a že je centrální banka připravena zasáhnout, bude-li to třeba. Schopnost ČNB ukotvovat inflační očekávání u cíle tak nebude výrazně dotčena. Naplňování tohoto předpokladu se však při prodlužující se absenci konkrétních hmatatelných kroků ze strany ČNB stává méně jistým.

V minulém MPD jsme na tomto místě provedli zevrubnou analýzu přínosů a nákladů strategie "vysedění situace" versus přepnutí do využívání kurzu jako nástroje uvolnění měnových podmínek. Pro připomenutí jsou tyto úvahy ve stručnosti zrekapitulovány, resp. aktualizovány i v tomto MPD – viz níže uvedená tabulka. Z pohledu SMS je přitom důležité zdůraznit, že počínající oživení evropské i domácí ekonomiky není dostatečně silným argumentem ve prospěch „vysedění situace“ v naději, že při dalším vyčkávání již nebude mít smysl k použití kurzu jako nástroje měnové politiky přistupovat. ČNB cíluje inflaci, nikoliv ekonomickou aktivitu. Přicházející ožívování ekonomiky je sice zatím o něco výraznější, než předpovídá stávající prognóza, avšak doposud není robustní (viz například jednorázový vliv pojišťovnictví) a svým charakterem nevytváří inflační tlaky. Navíc nelze vyloučit, že by

---

<sup>5</sup> Aktuální vyznění modelových simulací na pozadí GRIPu provedených bez fixace úrokových sazeb na úrovni dosažené ve třetím čtvrtletí 2013 (která není dána vědomým rozhodnutím, ale existencí nulové dolní meze) de facto potvrzuje kvantitativní rozsah této potřeby, když pro letošní čtvrté čtvrtletí implikuje hypotetickou hodnotu repo sazby na úrovni -0,5 %.

očekávané oživení tažené zahraniční poptávkou mohlo vést k tlaku na posilování kurzu dříve, než začnou vznikat zřetelné cenové tlaky v domácí ekonomice, což by ještě dále stlačilo inflaci dolů nebo si vynutilo zahájení intervencí v jiném kontextu, než jsou doposud ČNB zvažovány. Pozorované náznaky oživení proto nejsou důvodem, aby ČNB sledovala „strategii vysedění“ a nereagovala na riziko výrazného podstřelování inflačního cíle uvolněním své měnové politiky dostupnými prostředky.

**Tabulka 1: Přínosy a náklady (ne)přistoupení k využívání kurzu jako nástroje měnové politiky**

	Využívání kurzu	Nevyužívání kurzu
Přínosy	<ul style="list-style-type: none"> <li>• přímý efekt na inflaci (plnění mandátu), sekundární vliv na konkurenceschopnost a HDP</li> <li>• výraz akceschopnosti, vůle dosažení zákonného mandátu ČNB</li> <li>• podpora funkčnosti případných budoucích verbálních intervencí (naplnění toho, co bylo avizováno)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• vyhnout se dočasné režimové změně, když při dalším (byť z našeho pohledu nedoporučovaném) odkládání tohoto kroku a pokračujícím ožívování evropské i domácí ekonomiky už nebude mít smysl k ní přistupovat</li> <li>• vyhnout se komplikacím při ukončování režimu využívání kurzu</li> </ul>
Náklady Rizika	<ul style="list-style-type: none"> <li>• komplikovanější resp. nezaběhnutý způsob formulace, implementace a komunikace měnové politiky</li> <li>• komplikace spojené s ukončením režimu využívání kurzu</li> <li>• nárůst devizových rezerv a dopady do hospodaření ČNB (vč. jejich reputačních důsledků)</li> <li>• negativní vnímání zahraničních subjektů (kompetitivní devalvace)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• dlouhodobé podstřelování inflačního cíle, pokles inflačních očekávání pod cíl, nárůst ex ante reálných úrokových sazeb</li> <li>• může být vnímáno jako ignorování protiinflačních rizik a nenaplnění mandátu ČNB</li> <li>• výrazně větší riziko chyby - při dalším zhoršování situace mohou být situací vynuceny další kroky, které budou vnímány jako opožděné či dokonce zoufalé</li> <li>• oslabení fungování verbálních intervencí</li> </ul>

Současně stejně jako v minulém MPD konstatujeme, že riziko měnověpolitické chyby směrem k nedostatečně uvolněné měnové politice a příliš nízké inflaci vnímáme jako výrazně závažnější než riziko dočasného přestřelení cíle, což je i nadále argumentem pro aktivní přístup centrální banky.

Na základě výše uvedených argumentů **SMS doporučuje zahájit využívání kurzu s cílem uvolnit měnové podmínky a tím usilovat o plnění inflačního cíle (zákonného mandátu)**. Současně to při dostatečném oslabení kurzu může vést ke zkrácení doby, kdy bude ČNB operovat na nulové dolní hranici úrokových sazeb (viz následující bod).

#### **b) Žádoucí úroveň kurzu pro uvolnění měnových podmínek**

Východiskem pro žádoucí hladinu kurzu je zaktualizovaný **scénář používání měnového kurzu** jako nástroje měnové politiky. V něm je uvolnění měnových podmínek na nulové dolní hranici úrokových sazeb a dosažení cíle ČNB na horizontu měnové politiky zajištěno oslabováním kurzu na 26,30 až 26,40 CZK/EUR na začátku příštího roku, přičemž měnověpolitické sazby v tomto scénáři zůstávají na nule až do druhé poloviny roku 2015.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Současná hladina kurzu, stejně jako průměr kurzu za dosavadní průběh 3Q2013, se pohybují poblíž 25,8 CZK/EUR, což je v souladu se stávající prognózou, která však předpokládá hypotetický pokles domácích měnověpolitických sazeb do záporných hodnot.

Uvedená hodnota kurzu je přitom o něco slabší, než při zpracování analogického scénáře v 5. SZ, a to s ohledem na protiinflační bilanci rizik, která implikuje potřebu výraznější akce měnové politiky, má-li být dosaženo inflačního cíle na přelomu let 2014 a 2015.

Tuto hodnotu kurzu navíc SMS vnímá jako minimální variantu, vůči níž lze nalézt argumenty ve prospěch slabší úrovně. Hlavním z nich je možnost využít intervence k dřívějšímu opuštění situace nulových úrokových sazeb, která je z pohledu centrální banky i celé ekonomiky velmi nepříjemná. To by bylo možné při výraznějším oslabení koruny prostřednictvím „**agresivnějšího**“ **využívání kurzu**. V aktualizované verzi scénáře agresivnějšího využívání kurzu oslabuje koruna až lehce nad úroveň 27 CZK/EUR na začátku příštího roku, čímž, dochází ke zkrácení doby setrvání na nulové hranici úrokových sazeb o dvě čtvrtletí oproti základní variantě scénáře, tj. do začátku roku 2015.<sup>7</sup>

Uvedený argument vede SMS k **doporučení posunout kurz intervencemi na slabší hodnotu, než implikuje aktualizovaná podoba scénáře využívání kurzu v jeho základní podobě, resp. do hodnot v blízkosti jeho agresivnější verze** (viz část 6).

## 5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **srpnovém zasedání** (1.8.) BR ponechala základní úrokové sazby beze změny. Rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno všemi analytiky. Z dotazníků IOFT (12.7.) vyplývalo, že na srpnovém zasedání BR ČNB všech dvanáct 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 na srpnovém zasedání BR ČNB všech devatenáct analytiků předpokládalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB. Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 0,05 až 0,25 % (medián 0,05 %).

Téměř všichni analytici ze šetření *IOFT* byli přesvědčeni, že ve stávající situaci ČNB nepřistoupí k dalšímu uvolnění měnových podmínek formou devizových intervencí; pouze jeden analytik připouštěl devizové intervence s 50% pravděpodobností. Podle průzkumu agentury *Thomson Reuters* žádný ze 16 oslovených analytiků neočekával spuštění devizových intervencí po srpnovém zasedání BR.

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 není novou prognózou předpovídán a nejsou identifikována ani žádná hmatatelná rizika jejich nárůstu. Zároveň se zvyšuje pravděpodobnost zahájení devizových intervencí za účelem dalšího uvolnění měnové politiky. Poté guvernér představil novou prognózu. Podle ní se celková inflace bude letos pohybovat pod 2% cílem, měnověpolitická inflace se bude nacházet pod dolní hranicí tolerančního pásma. Na horizontu měnové politiky se budou celková i měnověpolitická inflace postupně navracet k cíli. Guvernér uvedl, že s prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb na nulovou úroveň a jejich

---

<sup>7</sup> Oproti MPD k 5. SZ 2013 naopak přikládáme menší význam scénáři odloženého oživení v eurozóně, který není dosavadním vývojem potvrzován, i úvahám o možném slabším expektačním kanálu transmise kurzu do inflace, jež ztrácejí relevanci vzhledem k rozhodnutí bankovní rady přistoupit k používání měnového kurzu jako nástroje měnové politiky plně transparentním způsobem.

znatelný nárůst až během roku 2015; kurz koruny bude na prognóze jen velmi pozvolna posilovat. Prognóza při existenci nulové dolní meze pro měnověpolitické sazby ukazuje na potřebu uvolňování měnové politiky jinými nástroji. K tomu guvernér dodal, že bankovní rada poprvé formálně hlasovala o zahájení devizových intervencí, ale zatím o nich nerozhodla. Bilance rizik nové prognózy byla vyhodnocena jako vychýlená ve směru potřeby uvolněnějších měnových podmínek. V tomto směru působí ceny energií a riziko nenaplněného očekávání oživení v eurozóně.

Během září 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 využívání měnového kurzu, i když nadále naznačovala rozdílné názory jednotlivých členů bankovní rady ohledně toho, v jaké situaci by k použití tohoto nástroje mělo dojít.

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 poloviny příštího roku, 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 se od posledního zasedání BR celkově příliš nezměnily. V souladu s vývojem v zahraničí nejdříve vzrostly a poté opět klesly, když Fed oproti očekávání neomezil objem nákupu dluhopisů v rámci QE3. Výnosová křivka sazeb IRS je rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,9 p.b., spread 10R-1R činí 1,7 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků *IOFT* (12.9.) vyplývá, že na zářijovém 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 zářijovém zasedání BR ČNB všech osmnáct 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 0,30 % (medián 0,05 %).

**Tabulka 2: Očekávání analytiků ohledně směru, rozsahu a časování další změny 2T repo sazby dle Thomson Reuters (23.9.2013)**

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
- z důvodu přehlednosti tmavé šipky označují očekávané snížení 2T repo sazby, světlé šipky její zvýšení
- očekávané změny dosahují výše 0,20 až 0,25 p.b.

Rovněž všech čtrnáct analytiků oslovených agenturou *Bloomberg* (23.9.) očekávalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na zářijovém měnověpolitickém zasedání BR ČNB.

Analytici v rámci šetření *IOFT* očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 25,1 CZK/EUR, tj. o 2,8 % vzhledem k průměru za 3Q13 do 24.9. Analytici v rámci šetření *FECF* předpokládají ve stejném horizontu posílení o 1,9 % na 25,4 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 devizové intervence připouštěl. Podle průzkumu agentury *Thomson Reuters* žádný z 15 oslovených analytiků nepředpokládá zahájení devizových intervencí na zářijovém jednání BR. V příštích měsících je však někteří z nich s určitou pravděpodobností připouštějí.

**Tabulka 3: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích**

2.9.	L. Lízal (E15)	...český bankovní sektor je na tom dobře, má likvidity dost, takže ji od centrální banky nepotřebuje. Poskytování likvidity bankám proto nepovede k navýšení inflace na cíl. Proto diskuze v bankovní radě byla o dalším instrumentu, a to jsou kurzové intervence. Důvod je nasnadě, intervence přímo ovlivňují cenovou hladinu skrze cenu dováženého zboží... V danou chvíli kurz sice odpovídá predikované cenové kurzové hladině předpokládané v naší prognóze, ale je to při nižší úrovni úrokových sazeb, než jsou ty současné na trhu. To o současné hladině kurzu říká, že je nadhodnocený.
12.9.	K. Janáček (Bloomberg)	In my view, so far we don't have all necessary arguments for relaxing monetary conditions further in the coming weeks. It's still a wait-and-see position for me. But, on the other hand, if there are signals of a quickly approaching deflation trap, I'll be in favor of taking action, even if it meant making a decision in between the regularly scheduled monetary-policy board meetings. For me personally, the main indicator of deflation risk would be a return to recession, which would mean that aggregate demand in the economy declines again.
17.9.	E. Zamrazilová (Dow Jones)	Although I don't see (koruna appreciation) as a realistic scenario at the moment, I can't rule it out because I think we have to expect a period of higher volatility on financial markets... I'd rather leave such instruments as a defense against any koruna firming unwarranted by (economic) fundamentals....
17.9.	M. Singer (Euromoney)	...effectively the model works with interest rates significantly below zero, which means it works with the assumption that a further policy relaxation will come...A weaker koruna will simply import inflation and that's a healthy thing in an economy in which part of the weakness in retail activity and even investment is due to the postponement of purchases from speculative motives. Of course, the weaker currency will give even more comfort to exporters, which in turn will help reassure workers that they will keep their jobs and the government that tax income will be maintained. But overall our job is to meet our inflation target – we are not here to help exporters.

## **6. Měnověpolitické doporučení SMS**

Sekce měnová a statistiky **doporučuje** na zářijovém měnovém zasedání bankovní rady ponechat měnověpolitické úrokové sazby beze změny a nadále komunikovat závazek ponechání sazeb na technické nule v delším horizontu, dokud nedojde k výraznému nárůstu

inflačních tlaků. Nárůst inflačních tlaků přitom není stávající prognózou předpovídán a nejsou identifikována ani žádná hmatatelná rizika jejich nárůstu.

Zároveň SMS doporučuje **zahájit využívání měnového kurzu na uvolnění měnových podmínek**. Konkrétně doporučujeme bankovní radě udělit mandát Sekci bankovních obchodů intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby **kurz CZK/EUR byl poblíž úrovně 27 CZK/EUR**.

#### **Zdůvodnění:**

Nové informace od sestavení stávající prognózy nemění pohled na současný a očekávaný budoucí ekonomický vývoj a jeho měnověpolitické implikace. V pohledu SMS se **potřeba uvolnit dále měnové podmínky od minulého měnového zasedání bankovní rady nesnížila (spíše naopak), a proto je naše doporučení v tomto bodě shodné s doporučení z minulého MPD**.

Doporučovaná hladina (27 CZK/EUR), na níž by měl kurz oslabit, odráží **při mírně protiinflační bilanci rizik** stávající prognózy záměr nejen **urychlit návrat inflace k cíli**, ale zároveň **zkrátit epizodu nulových úrokových sazeb**.

#### **Oznámení pro média**

*„Bankovní rada ČNB na svém dnešním jednání rozhodla ponechat úrokové sazby na stávající úrovni. Dvoutýdenní repo sazba zůstává na 0,05 %, diskontní sazba na 0,05 % a lombardní sazba na 0,25 %.“*

*„Bankovní rada dále rozhodla začít používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek. ČNB bude intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR.“*

#### **Vyždření SBO:**

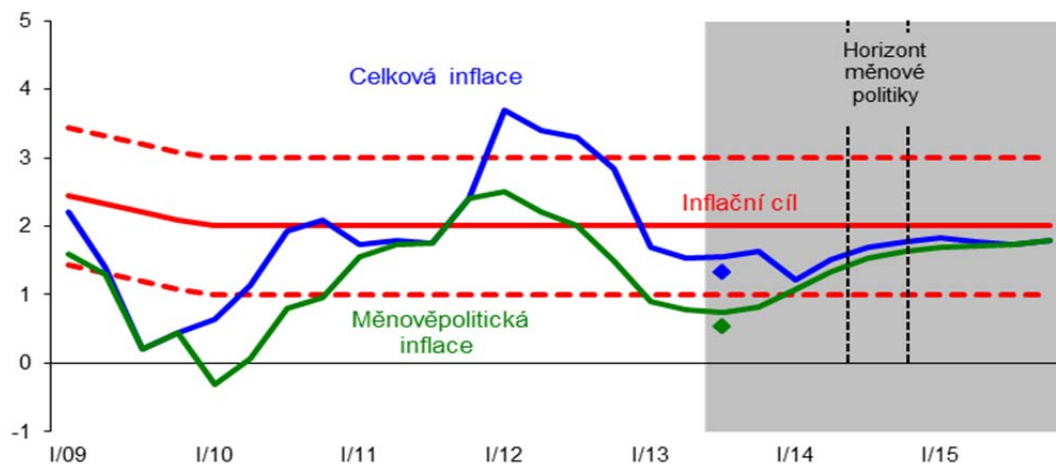
Z pohledu SBO jsou stávající podmínky na trhu pro zahájení intervencí relativně příhodné.

Koruna pokračuje v poklidném obchodování při nízkém zájmu investorů. Na trhu již nepřevažují krátké pozice v CZK, trh je naopak velmi dobře vybalancován. Trh již nijak výrazně nespekuluje na intervenci ČNB, podle některých zdrojů hrozí, že pokud ČNB brzy nezačne intervenovat, ztratí kredibilitu. Podle posledních informací největší hráči na CZK očekávají, že koruna bude mít na podzim spíše přirozenou tendenci posilovat, někteří si myslí, že hranice 25,500 nebude prolomena, naopak jiní očekávají, že koruna posílí i pod tuto hranici, což nás donutí intervenovat.

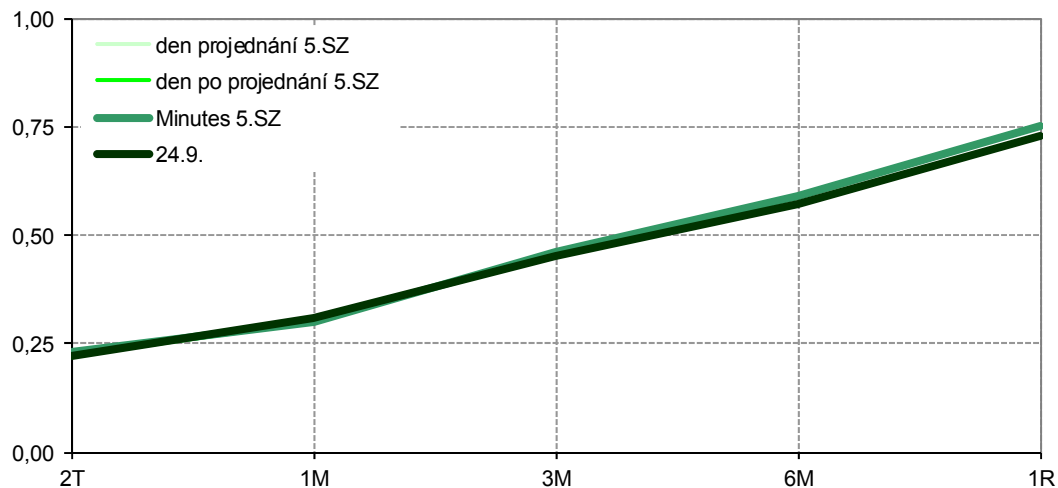
V případě, kdy bude kurz nutné dostat k hladině 27,00 CZK/EUR, stále předpokládáme silnou prvotní reakci kurzu na oznámení (pro trh překvapivé a neočekávané) o zahájení intervencí. Zároveň bude toto oznámení podpořeno našimi nákupy a to v řádu desítek, případně několika stovek mil. EUR. Větším problémem bude udržení kurzu na takto slabším cíli, jistě se bude jednat o částky v řádech miliard EUR, záleží na agresivitě fondů, které budou zkoušet naši odhodlanost udržet kurz blízko požadované hladiny.



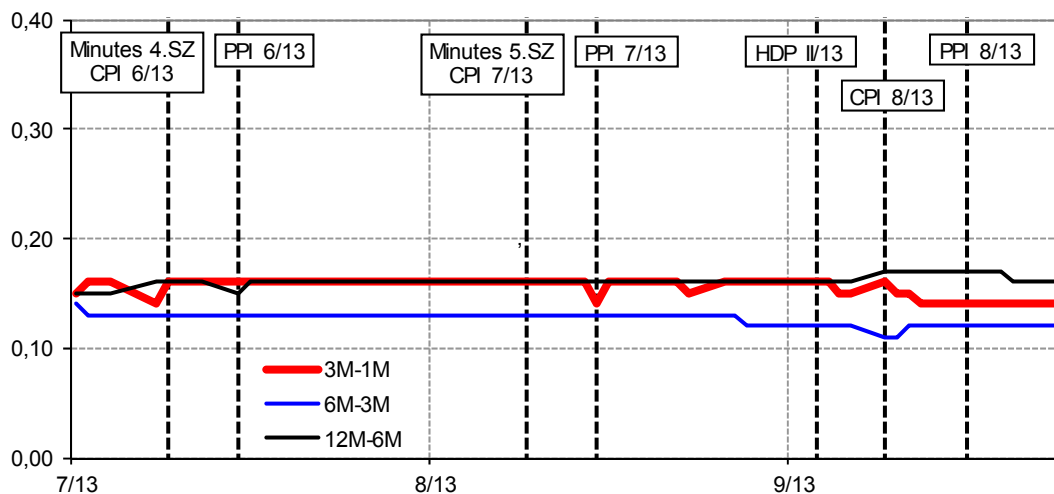
**Graf 1: Prognóza inflace z 5. SZ 2013 a cíl ČNB**



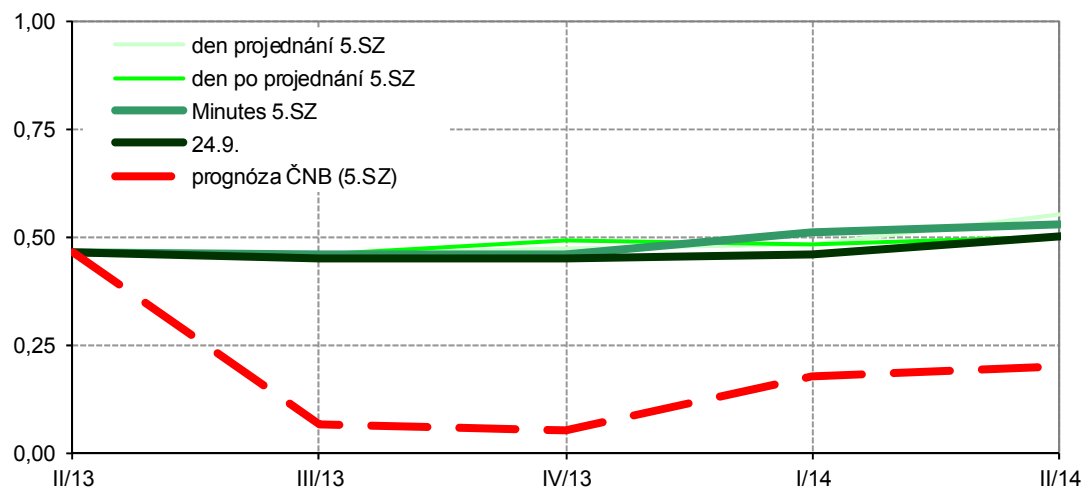
**Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR**



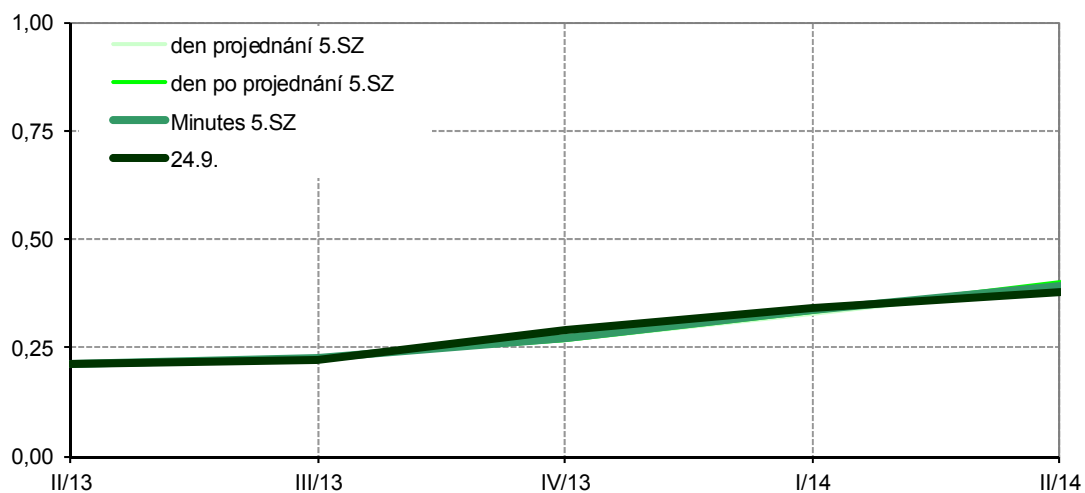
**Graf 3: Úroková rozpětí – PRIBOR**



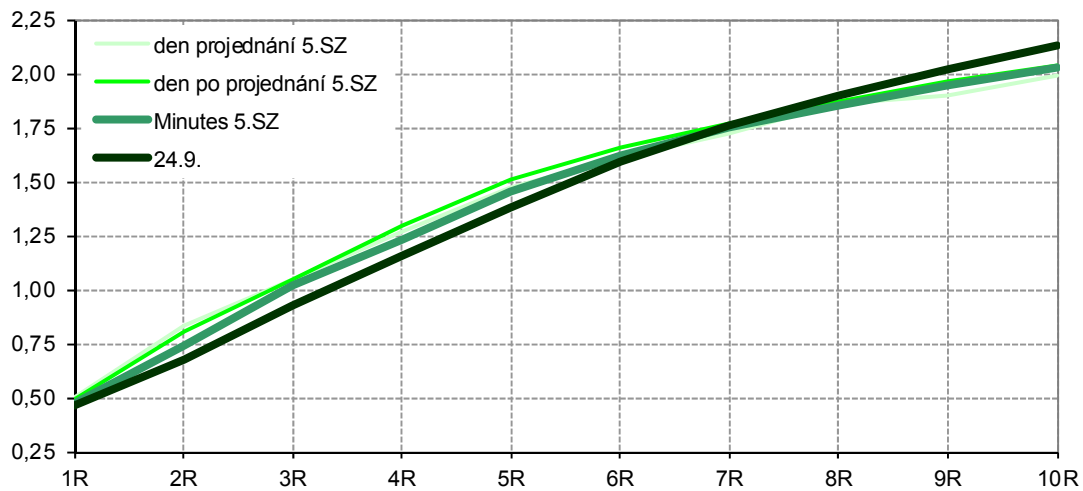
**Graf 4: 3M PRIBOR, FRA**



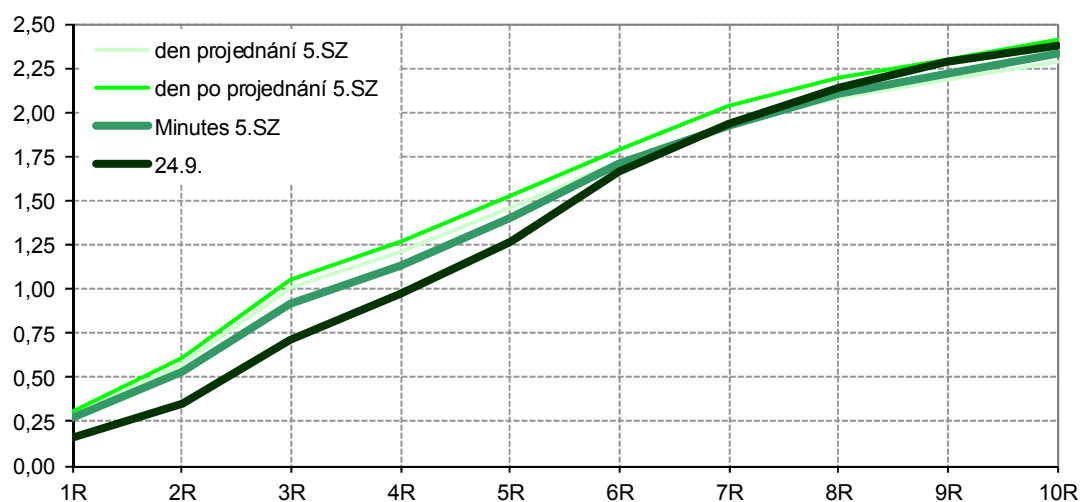
**Graf 5: 3M EURIBOR, FRA**



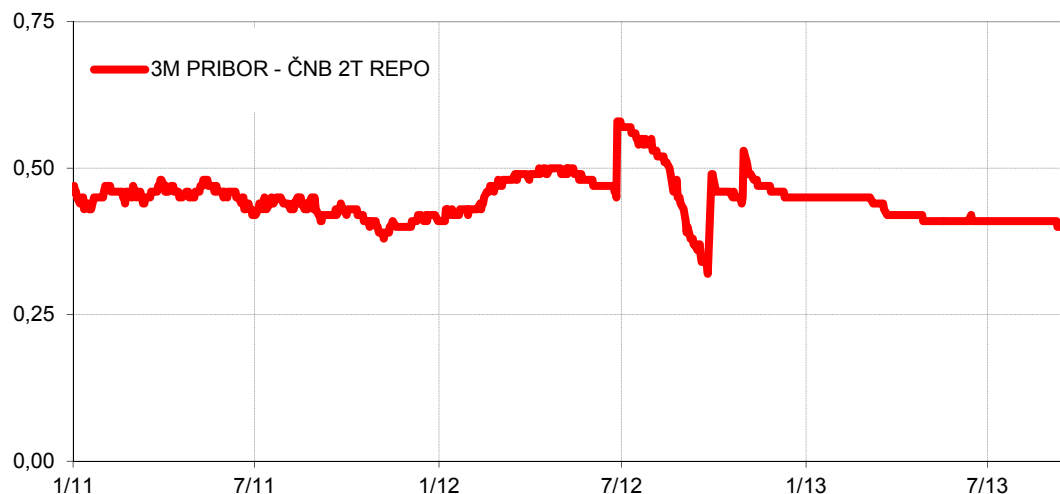
**Graf 6: IRS CZK**



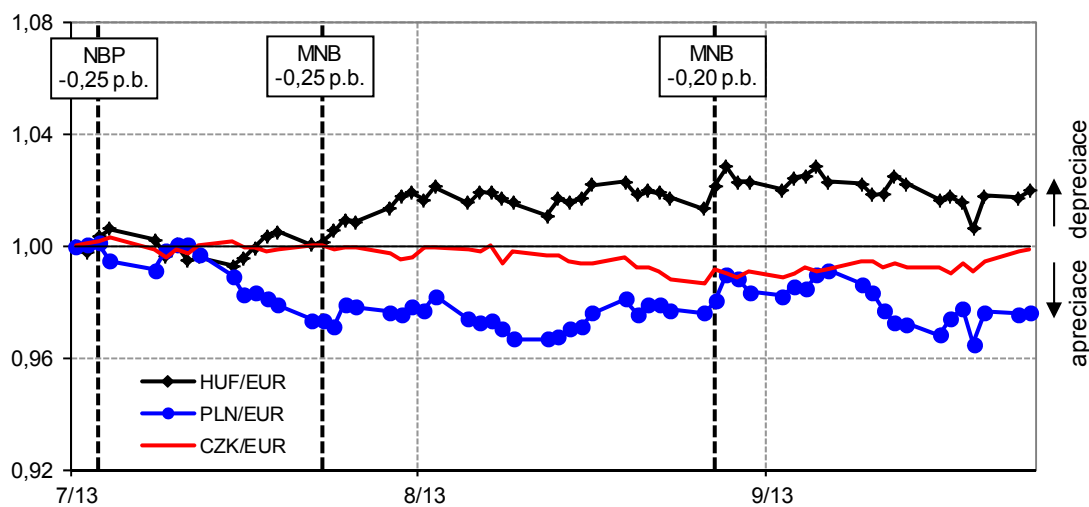
**Graf 7: Výnosová křivka českých státních dluhopisů**



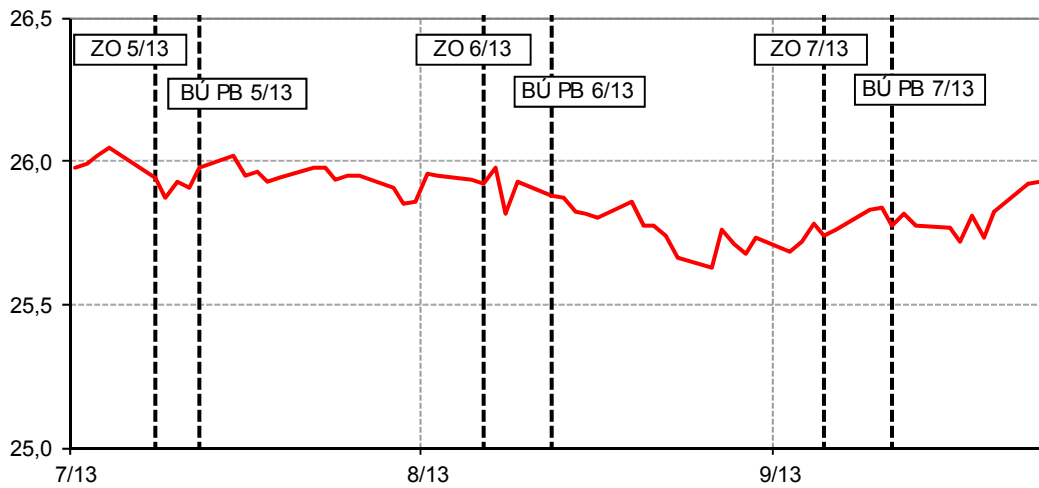
**Graf 8: Úrokové rozpětí v ČR**



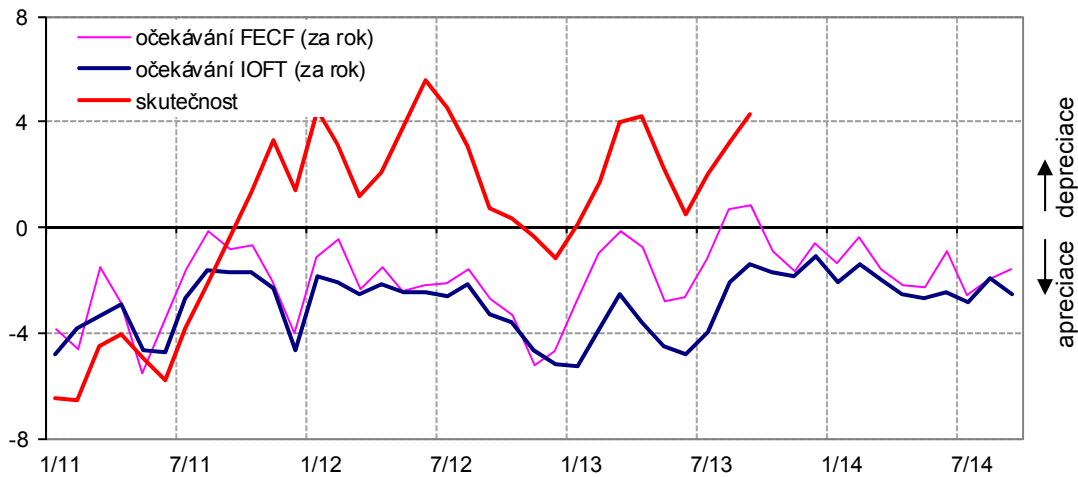
**Graf 9: Kurzy středoevropských měn (1.7. = 1,0)**



**Graf 10: Kurz CZK/EUR**

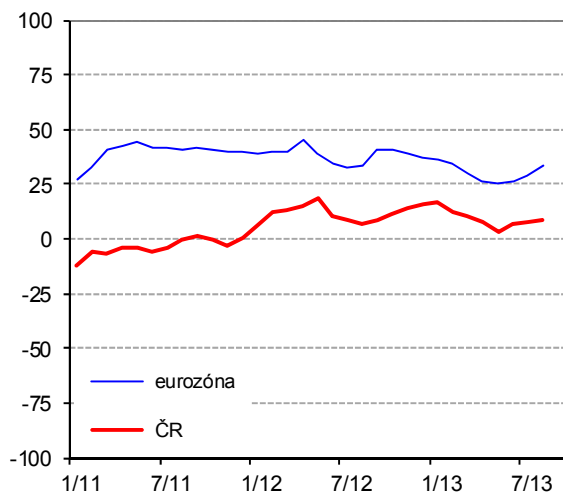


**Graf 11: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %**

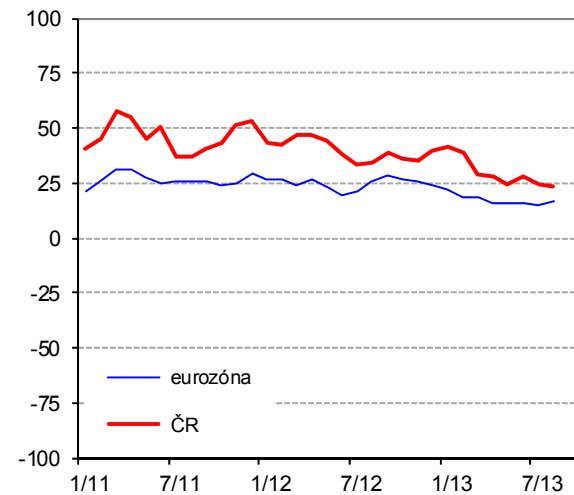


**Graf 12: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)**

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

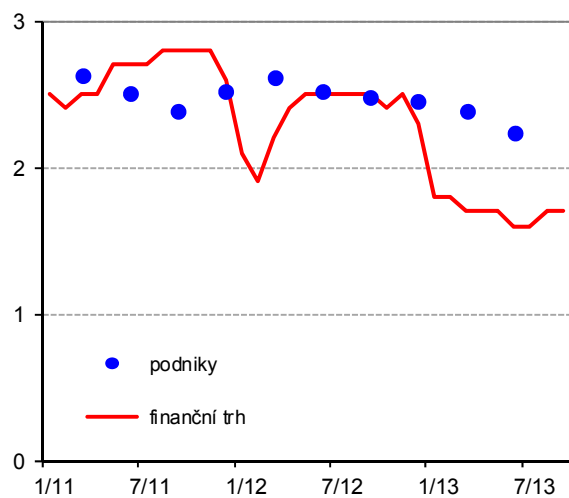


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

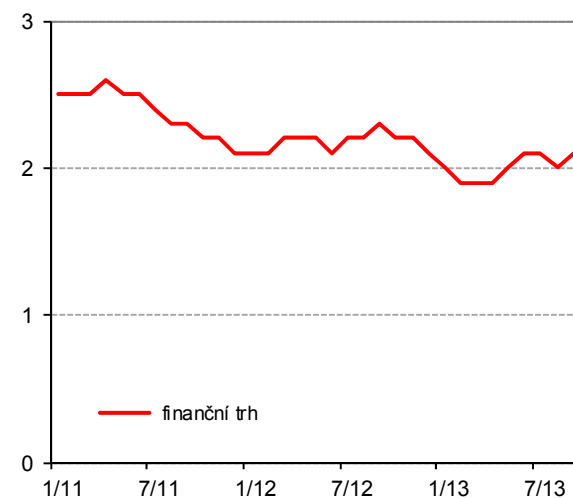


**Graf 13: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %**

Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



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

