

Měnověpolitické doporučení pro 7. SZ 2013

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář prognózy ze 7. SZ 2013

Východiskem pro listopadové měnověpolitické rozhodování je *nová makroekonomická prognóza ze 7. SZ 2013*. Následující odstavce ve stručnosti shrnují počáteční podmínky, předpoklady a hlavní kontury základního scénáře nové prognózy.

Domácí ekonomická aktivita ve druhém čtvrtletí 2013 po dlouhé době poprvé mezikvartálně vzrostla, a to díky zvýšení čistého vývozu, přičemž její meziroční pokles se zmírnil na -1,3 %. Na meziročním poklesu HDP se podílela výhradně tvorba hrubého kapitálu. Celková inflace se ve třetím čtvrtletí snížila k dolní hranici tolerančního pásma cíle (v průměru na 1,2 %), zatímco měnověpolitická inflace klesla hluboko pod tuto hranici (průměrně na 0,4 %). Snižování inflace bylo dáno zejména zpomalujícím růstem cen potravin a regulovaných cen.

Ekonomická aktivita v efektivní eurozóně ve druhém čtvrtletí 2013 meziročně jen lehce vzrostla a v příštích dvou letech se v zemích našich hlavních obchodních partnerů předpokládá zrychlování hospodářského růstu. Cenový vývoj zůstává vlivem poklesu cen komodit při jen pozvolném ožívování ekonomické aktivity v eurozóně utlumený, bude však postupně zrychlovat. Tržní výhled úrokové sazby 3M EURIBOR zůstává v očekávání pokračující uvolněné měnové politiky ECB velmi nízký. V letošním roce se tak očekává průměrná hodnota uvedené sazby ve výši zhruba 0,2 % a dále se očekává její jen lehký nárůst na 0,4 % v roce 2014 a na 0,8 % v roce 2015. Z říjnového výhledu dále plyne, že euro by mělo z aktuálně posílené hodnoty začít pozvolna oslabovat. U cen ropy se předpokládá klesající trajektorie na celém horizontu prognózy.

Domácí ekonomická aktivita v letošním roce poklesne o 0,9 % v důsledku stále ještě utlumené zahraniční i domácí poptávky. S oživením zahraniční poptávky a odezněním vlivu domácích rozpočtových konsolidačních opatření vzroste v příštím roce česká ekonomika o 1,5 % a v roce 2015 její růst zrychlí až na 3 %. Celková inflace se v nejbližším období vlivem odeznění dopadů změn DPH a při poklesu regulovaných cen dále sníží až k nulovým hodnotám, měnověpolitická inflace klesne přechodně do lehce záporných hodnot. Pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle se bude měnověpolitická inflace pohybovat až do třetího čtvrtletí 2014. Poté se spolu s celkovou inflací na horizontu měnové politiky přiblíží k 2% cíli ČNB. Koruna vůči euru v dosavadním průběhu letošního roku mírně oslabila a v nejbližším období bude – při hypoteticky záporných domácích úrokových sazbách – zhruba stagnovat. Na delším konci prognózy bude jen velmi pozvolna posilovat k úrovni 25,4 CZK/EUR.

S prognózou je konzistentní výrazný pokles tržních úrokových sazeb zřetelně pod nulovou úroveň a nárůst nad současné hodnoty až ke konci roku 2014. Prognóza předpokládá na celém horizontu rozpětí 3M PRIBOR-2T repo ve stávající výši 0,4 procentního bodu. Tomu odpovídá potřeba hypotetického poklesu 2T repo sazby až téměř na -0,9 % na začátku roku

2014. To při existenci nulové dolní meze pro úrokové sazby poukazuje na výraznou potřebu uvolňování měnové politiky jinými nástroji.

V souvislosti s tím, že prognóza implikuje záporné úrokové sazby, byly zpracovány obvyklé scénáře, které počítají s nulovým omezením úrokových sazeb (měnověpolitický experiment popisující důsledky pasivity ČNB a alternativní scénář prognózy kvantifikující dopady používání měnového kurzu s cílem dosáhnout potřebného uvolnění měnových podmínek).

Celkově hodnotí Sekce měnová a statistiky rizika nové prognózy jako spojená dominantně s dosažením nulové dolní meze úrokových sazeb a (ne)reakcí měnové politiky na toto omezení. Náklady pasivity zachycené v měnověpolitickém experimentu jsou přitom již zřetelné, zatímco alternativní scénář prognózy ukazuje, že měnový kurz je účinným potenciálním nástrojem pro uvolnění měnových podmínek.

2. Argumenty pro uvolněnější měnové podmínky oproti prognóze

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

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) Důvody pro zahájení používání měnového kurzu jako nástroje měnové politiky

Základní scénář nové prognózy implikuje v podmínkách dosažení nulové dolní hranice pro úrokové sazby potřebu uvolnění měnových podmínek dalšími nástroji měnové politiky. Tato potřeba oproti minulým prognózám dále zesílila a dosahuje **ekvivalentu tří až čtyř snížení repo sazby o 0,25 procentního bodu (celkově o 0,9 p.b.) v průběhu posledního čtvrtletí letošního a prvního čtvrtletí příštího roku**. Hypoteticky zápornou repo sazbu přitom prognóza implikuje až téměř do konce roku 2014.

Náklady nezahájení intervencí spočívající v neprovedení požadovaného uvolnění měnových podmínek jsou simulovány **měnověpolitickým experimentem plně očekávané** (avšak pouze dočasné) **pasivity měnové politiky**. V experimentu je ponechána repo sazba na technické nule bez provedení dalších opatření, což mimo jiné vede k silnějšímu kurzu koruny ve srovnání s prognózou. Výsledkem je, že celková inflace zůstává záporná po celé první pololetí roku 2014 a celá její trajektorie leží zřetelně níže oproti základnímu scénáři, když největší odchylka vůči němu nastává na horizontu měnové politiky (cca 0,5 procentního bodu). Zřetelný je rovněž negativní dopad na reálnou ekonomickou aktivitu v průběhu roku 2014 (zejména skrze nižší spotřebu domácností a čistý vývoz). Měnověpolitický experiment je přitom založen na předpokladu, že ekonomické subjekty očekávají pasivitu centrální banky jen po dobu, kdy scénář s volnými úrokovými sazbami implikuje jejich zápornou úroveň. Nadále však přetrvává důvěra subjektů ve stabilizační roli měnové politiky v delším

horizontu, dlouhodobá inflační očekávání tak zůstávají ukotvena poblíž 2% inflačního cíle a nedochází k nadměrné reakci kurzu na pasivitu centrální banky.

V realitě však mohou být **náklady pasivity měnové politiky ještě vyšší**, než ukazuje tento scénář, a to proto, že pravděpodobnost naplnění uvedeného předpokladu měnověpolitického experimentu dle mínění SMS v čase klesá. Takovému vývoji mohou nasvědčovat inflační očekávání analytiků finančních trhů v ročním horizontu, která aktuálně poklesla výrazně pod 2 %. Také indikátor očekávané inflace domácností vykazuje v poslední době trend k poklesu, který v říjnu 2013 zřetelně zesílil (viz Graf 12).¹

Dalším rizikem pokračující pasivity měnové politiky může být výraznější posílení měnového kurzu, než implikuje výše popsáný měnověpolitický experiment. Simulace implikuje poměrně umírněnou reakci koruny na pasivní přístup ČNB, když kurz pouze posílí na svou fundamentálně podloženou úroveň, nedojde však k nadměrnému apreciačnímu šoku. To lze volně interpretovat jako situaci, kdy pokračování v dosavadní komunikaci připravenosti ČNB použít měnový kurz bude ekonomickými agenty vnímáno jako kredibilní „záklopka“ proti přestřelení kurzu na příliš silné hodnoty, přestože proaktivní použití intervencí nebude trh ze strany ČNB ani nadále očekávat. Z trhu však začínají prosakovat informace (viz též vyjádření SBO) o klesající důvěře některých hráčů v to, že ČNB je skutečně připravena a odhodlána měnový kurz použít.² Pokud by trh náhle změnil svoje vnímání aktuální situace, mohly by být uzavřeny pozice spekulující na oslabení koruny a naopak otevírány další pozice na její posílení, což by mohl vést k její významné apreciaci.³ Dopady kurzového šoku v podmínkách pasivity měnové politiky jsou simulovány ve zpracovaném **měnověpolitickém experimentu kombinovaném s citlivostním scénářem měnového kurzu na jeho apreciační straně**. Při bezprostředním posílení koruny až na 24,6 CZK/EUR v reakci na pasivní přístup ČNB by ležela měnověpolitická inflace oproti základnímu scénáři výrazně níže (až o 0,8 procentního bodu) a zůstala by záporná až do konce roku 2014.

Z uvedených úvah plyne riziko, že by případné náhlé a prudké posílení kurzu koruny v reakci na pokračující pasivitu měnové politiky a promrhání dosavadních účinků verbálních intervencí mohlo nežádoucím způsobem zpřísnit měnové podmínky a působit kontraproduktivně vůči potřebě je naopak dále uvolňovat. Podobně nepříjemné by však mohlo být i delší plynulejší posilování kurzu spojené například s rostoucím optimismem vyvolaným oživováním ekonomiky. **ČNB by pak byla de facto do intervencí dotlačena** vnějšími okolnostmi. Musela by se přetlačovat s trhem, bojovat proti posilování kurzu a bránit tak alespoň stávající nastavení měnových podmínek. Přepnout v takovém kontextu na doposud zvažovaný režim používání kurzu jako nástroje měnové politiky by bylo nevěrohodné, což jde zcela proti snaze maximálně posílit signalizační efekty tohoto nástroje. Výsledná defenzivní („damage control“) role měnové politiky, a nikoliv tedy aktivní vstup ČNB do hry, by se

¹ Indikátor se tak poměrně rychle snižuje k nule. To signalizuje, že počet respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících rychlejší cenový růst, ve stále menší míře převažuje nad počtem těch, kteří očekávají stejný nebo nižší cenový růst než v nedávné minulosti.

² V reakci na zářijové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady koruna skokově posílila o více než 30 haléřů na hodnoty těsně nad 25,5 CZK/EUR. V dosavadním průběhu čtvrtého čtvrtletí se pohybuje v průměru lehce pod hodnotou 25,7 CZK/EUR a je tak o něco silnější, než předpokládá pro závěr roku krátkodobá prognóza kurzu (25,8 CZK/EUR).

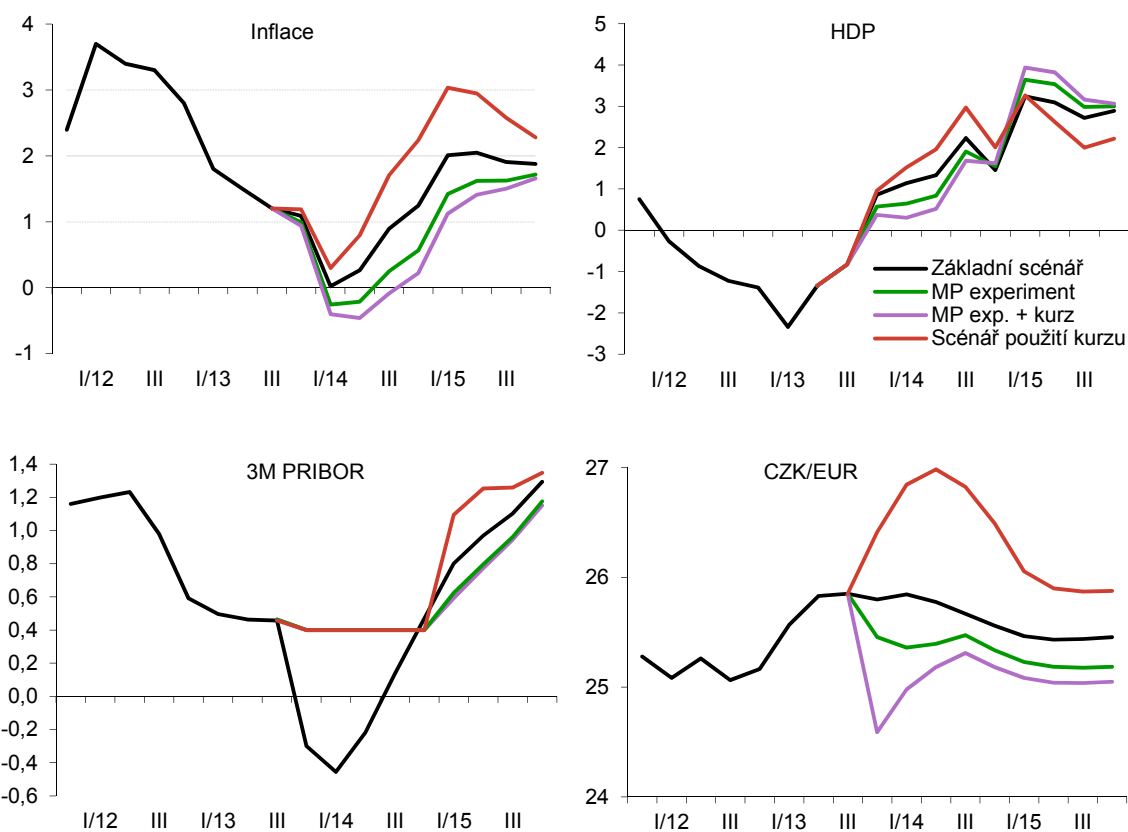
³ Tendence kurzu k nadměrnému posilování by přitom mohla být spojena také s případným skutečným či zprvu jen očekávaným rychlejším oživením ekonomické aktivity v eurozóně. To by skrze (očekávanou) rostoucí poptávku po našich exportech a z toho vyplývající vyšší čisté vývozy tlačilo korunu k rychlejšímu návratu na její dlouhodobý apreciační trend. Protiinflační působení kurzu by v takovém případě pravděpodobně přišlo dříve, než by se následný rychlejší růst exportů a ekonomické aktivity projevil v nárůstu inflačních tlaků z domácí ekonomiky. Ve směru posílení kurzu by mohlo působit i případné další uvolnění měnové politiky ze strany ECB.

mohla negativně podepsat na její reputaci, a to nad rámec důsledků, které by mělo nežádoucí zpřísnění měnových podmínek pro plnění jejího zákonného mandátu udržovat cenovou stabilitu (plnit inflační cíl).

Ve světle nové prognózy se tedy dle mínění SMS pravděpodobnost úspěšného „vysedění situace“ jeví jako nebezpečně klesající. Bankovní rada v posledním roce jednoznačně komunikovala připravenost začít používat měnový kurz v případě potřeby dalšího uvolnění měnových podmínek. Opakované odkládání takového rozhodnutí v situaci, kdy je jeho potřeba očividná, by dle mínění SMS poškodilo kredibilitu ČNB.

Níže uvedené grafy zároveň ilustrují, že **rozdíl mezi pasivitou centrální banky a aktivní měnovou politikou používající jako nástroj devizový kurz je zásadní z pohledu vývoje inflace i rychlosti oživení ekonomické aktivity.**

Z výše uvedených důvodů SMS doporučuje zahájit používání měnového kurzu s cílem dosáhnout potřebného uvolnění měnových podmínek.



b) Doporučená hladina kurzu za předpokladu zahájení jeho používání

Východiskem pro stanovení žádoucí hladiny kurzu pro případ zahájení jeho používání je **alternativní scénář prognózy**. Ten kvantifikuje dopad oslabení kurzu koruny vůči euru až k hodnotám v blízkosti 27 CZK/EUR do domácího ekonomického vývoje. Toto oslabení kurzu urychluje návrat inflace do cíle i při nulových úrokových sazbách, od nichž je následně možno se na přelomu let 2014 a 2015 zřetelně odpoutat (na rozdíl od MP experimentu, v němž je odlepení se od nulové dolní meze pozvolné a do značné míry podmíněné mj. zvyšováním úrokových sazeb v eurozóně).

Ve svém maximu tedy dosahuje odchylka kurzu od základního scénáře 4 – 5 % a v menší míře přetrvává i na delším konci predikčního horizontu v důsledku vyšší domácí cenové hladiny. Slabší hladina kurzu se postupně promítá do nárůstu dovozních cen zvyšujících celkovou i měnověpolitickou inflaci. Následně se rychleji obnovují i inflační tlaky z domácí ekonomiky a přebírají hlavní roli v cenovém vývoji od dovozních cen. **Inflace** se tak v alternativním scénáři vrací k cíli ČNB již ve druhé polovině roku 2014, následně se posouvá do horní poloviny tolerančního pásma cíle, a v průběhu roku 2015 se pak k němu seshora přibližuje. Dočasné překročení inflačního cíle v tomto scénáři kompenzuje jeho výrazné podstřelování v roce 2013, resp. v prvním pololetí 2014 a prostřednictvím poklesu reálných úrokových sazeb napomáhá k rychlejšímu a robustnějšímu opuštění nulové dolní meze úrokových sazeb.

Z hlediska **vývoje HDP** působí v alternativním scénáři protisměrně několik vlivů, které v souhrnu urychlují oživení ekonomické aktivity v roce 2014 a naopak snižují růst ekonomiky v roce 2015. Vlivem nárůstu dovozních cen lze sice očekávat nižší koupěschopnost domácností, dočasně brzdící spotřebu, jejich poptávka však je ve zvýšené míře přesměrována k domácímu zboží a službám a navíc podpořena nižšími reálnými úrokovými sazbami v důsledku zvýšených inflačních očekávání. Zároveň slabší kurz podporuje české vývozy, a tím roste konkurenceschopnost podniků i jejich ochota investovat. Oživení výroby následně přispívá k nárůstu zaměstnanosti a mezd, což zvyšuje kupní sílu domácností, a tím i jejich spotřebu. Použití měnového kurzu jako nástroje měnové politiky má tedy celkově pozitivní vliv nejen z pohledu cílování inflace, ale i z pohledu reálné ekonomiky. Přitom při srovnání s měnověpolitickým experimentem pasivní měnové politiky je tento rozdíl ještě zřetelnější (v úhrnu je HDP za roky 2014-2015 ve scénáři používání kurzu ve stálých cenách cca o 43 mld. Kč vyšší než v měnověpolitickém experimentu).

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **zářijovém zasedání** (26.9.) BR ponechala základní úrokové sazby beze změny. Rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno všemi analytiky. Z dotazníků *IOFT* (12.9.) vyplývalo, že na zářijovém 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 zářijovém zasedání BR ČNB všech osmnáct 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 čtrnáct analytiků oslovených agenturou *Bloomberg* (23.9.) očekávalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na zářijovém měnověpolitickém zasedání BR ČNB.

Téměř všichni analytici ze šetření *IOFT* se vyjádřili, že ČNB v září k dalšímu uvolnění měnových podmínek formou devizových intervencí nepřistoupí; pouze jeden analytik devizové intervence připouštěl. Podle průzkumu agentury *Thomson Reuters* žádný z patnácti oslovených analytiků nepředpokládal zahájení devizových intervencí na zářijovém jednání BR. V příštích měsících je však někteří z nich s určitou pravděpodobností připouštěli.

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. Dále

guvernér uvedl, že nárůst inflačních tlaků není stávající prognózou předpovídan a nejsou identifikována ani žádná hmatatelná rizika nárůstu inflačních tlaků. Guvernér připomněl, že se stávající prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb na nulovou úroveň a jejich znatelný nárůst až během roku 2015; prognóza při existenci nulové dolní meze pro měnověpolitické sazby ukazuje na potřebu uvolňování měnové politiky jinými nástroji. Bankovní rada hlasovala o zahájení devizových intervencí, ale nerozhodla o nich. Jejich pravděpodobnost se nemění a zůstává vysoká. Rizika prognózy byla vyhodnocena jako mírně protiinflační, resp. jdoucí ve směru potřeby mírně uvolněnějších měnových podmínek. Tímto směrem působí nižší domácí inflace včetně výhledu regulovaných cen a nižší růst mezd.

Během října se několik členů BR vyjádřilo k budoucímu nastavení měnové politiky (viz Tabulka 2). **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 2012, 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 minimálně do 3Q14, 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 výrazně výše než trajektorie sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB, když tržní výhled zohledňuje nulovou dolní mez pro pohyb měnověpolitických sazeb, zatímco v prognóze ČNB hypoteticky záporné úrokové sazby ukazují na výraznou potřebu uvolňování měnové politiky jinými nástroji (viz Graf 4).

Sazby IRS se od posledního zasedání BR mírně snížily. Výnosová křivka sazeb IRS je rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,8 p.b., spread 10R-1R činí 1,5 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků *IOFT* (14.10.) vyplývá, že na listopadovém zasedání BR ČNB všech třináct 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 listopadovém zasedání BR ČNB všech osmnáct analytiků předpokládá stabilitu základních úrokových sazeb ČNB. Očekávání v delším horizontu ukazuje Tabulka 1. Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 0,05 až 1,00 % (medián 0,05 %).

Tabulka 1: Očekávání analytiků ohledně směru, rozsahu a časování další změny 2T repo sazby dle Thomson Reuters (1.11.2013)

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

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 sedmáct analytiků oslovených agenturou *Bloomberg* (4.11.) očekávalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na listopadovém měnověpolitickém zasedání BR ČNB.

Analytici v rámci šetření *IOFT* očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 25,1 CZK/EUR, tj. o 2,3 % vzhledem k průměru za 4Q13 do 5.11. Analytici v rámci šetření *FEFCF* předpokládají ve stejném horizontu posílení o 1,1 % na 25,4 CZK/EUR. Prognóza očekává pro 4Q14 kurz na úrovni 25,6 CZK/EUR. Většina analytiků ze šetření *IOFT* se vyjádřila, že v současné době ČNB k dalšímu uvolnění měnových podmínek formou devizových intervencí nepřistoupí.⁴ Podle průzkumu agentury *Thomson Reuters* pouze jeden ze 16 oslovených analytiků předpokládá zahájení devizových intervencí na listopadovém jednání BR.

Tabulka 2: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

16.10.	L. Lizal (prezentace „Czech Economic Outlook and Consistency of FX Interventions with Inflation Targeting“, Ostrava)	Given the zero lower bound on monetary policy rates, this points to a need to ease monetary policy using other instruments.
23.10.	M. Singer (prezentace „Očekávaný vývoj automobilového průmyslu v ČR a střední Evropě“, Brno)	Prognóza při existenci nulové dolní meze pro měnověpolitické sazby ukazuje na potřebu uvolňování měnové politiky jinými nástroji. ČNB je připravena použít měnový kurz v případě potřeby dalšího uvolnění měnové politiky. Pravděpodobnost zahájení devizových intervencí se nemění a zůstává vysoká.
24.10.	M. Singer (Reflex)	Pak nezbývá nic než začít intervenovat (na otázku, kdyby slovní intervence nestačily, pozn. SMS). Nemáme omezené možnosti. Omezené možnosti máte, když měnu posilujete a taková možnost je omezena množstvím rezerv. Při oslabování máte možnosti neomezené. My jsme schopni vyrobit tolik korun, kolik budeme potřebovat. Jsme monopolní dodavatel korun, nikdo jiný koruny dodávat nemůže. My se také snažíme říct trhu, že sazby budou na technické nule, dokud si nebudeme sakra jisti, že pokud je zvýšíme, tak je zase nebudeme muset rychle vrátit na nulu. Podobně je to s intervencemi. Jakmile začneme intervenovat, tak s intervencemi skončíme až v okamžiku, kdy si budeme ztraceně jisti, že s nimi za čtvrt roku nebudeme muset začít znovu.
24.10.	P. Řežábek (Reuters)	Preferoval bych, aby nejprve došlo k větší souhře působení měnové a fiskální politiky (předtím, než by byly zahájeny intervence, pozn. SMS). Momentálně se obě politiky – fiskální i měnová – chovají rozdílně k ekonomickému cyklu. Bylo by vhodné, aby i fiskální politika napomohla obnově reálné konvergence.
29.10.	V. Tomšík (Bloomberg)	I personally think that the need for relaxing monetary conditions has increased even further from what was indicated in the August forecast. It's not possible to expect inflation to move toward the target without delivering further policy easing. Foreign-exchange interventions are still very probable. I would personally say the need to launch them may even be increasing because of the cumulating anti-inflationary pressures. I personally wouldn't hesitate to relax monetary conditions further already.
29.10.	K. Janáček (Reuters)	Problém není devizové intervence zahájit. Problém je, že když tento proces nastartujete, tak musíte mít představu, jak se z toho dostat, tedy představu o exitu. Já zatím tu představu zcela jasnou nemám. Toto je ten hlavní důvod, který mě činí velice opatrným, a je to důvod, proč

⁴ Tři analytici připouštěli devizové intervence, z toho jeden s 50% pravděpodobností.

6. Měnověpolitické doporučení SMS

Sekce měnová a statistiky doporučuje na listopadovém měnovém zasedání bankovní rady:

- **ponechat měnověpolitické úrokové sazby beze změny**, nadále komunikovat záměr držet úrokové sazby na stávajících úrovních (tj. na „technické nule“) v delším horizontu, dokud nedojde k výraznému nárůstu inflačních tlaků, a
- **zahájit používání měnového kurzu k dosažení potřebného uvolnění měnových podmínek.**

Konkrétně doporučujeme bankovní radě udělit mandát Sekci bankovních obchodů **intervenovat na devizovém trhu** na oslabení kurzu koruny tak, aby **měnový kurz byl poblíž úrovně 27 CZK/EUR**.

Vyjádření Sekce bankovních obchodů:

Vzhledem k tomu, že z prognózy plyne větší potřeba uvolnění měnové politiky než při předchozích situačních zprávách, je podle názoru SBO více pravděpodobné, že nezahájení operací na devizových trzích povede k výraznému posílení kurzu koruny. Tím, že by takto vyprchal efekt dosud úspěšných slovních intervencí, by se dále přiblížila možnost, že ČNB bude do intervencí "dotlačena" trhem. **V daném tržně technickém kontextu proto sekce bankovních obchodů podporuje návrh SMS zahájit používání kurzu na uvolnění měnových podmínek.**

Z pohledu SBO jsou přitom stávající podmínky na trhu pro zahájení intervencí relativně příhodné. Koruna pokračuje v poklidném obchodování při nízkém zájmu investorů. Výjimkou byly zhruba dva týdny po posledním měnovém zasedání, kdy koruna atakovala hranici 25,5 CZK/EUR a chvíli to vypadalo, že ji prolomí. Jinak se od posledního zasedání příliš nezměnilo, trh je stále dobře vybalancován. Investoři nijak výrazně nespekulují na intervenci ČNB, podle některých zdrojů však 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 25,5 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 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.

Oznámení pro média⁵

„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 %.“

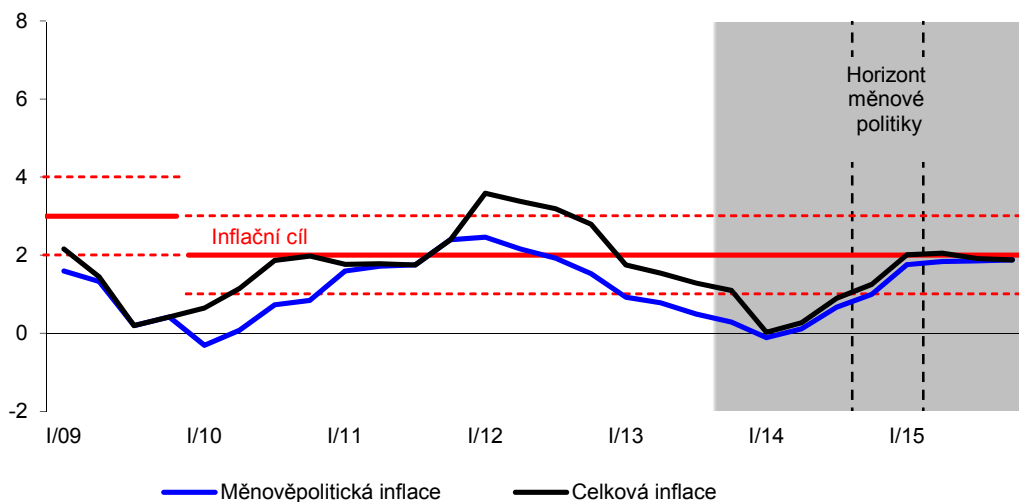
„Bankovní rada dále rozhodla začít používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek. ČNB bude intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR.“

Oznámení pro média v případě nepřistoupení k devizovým intervencím

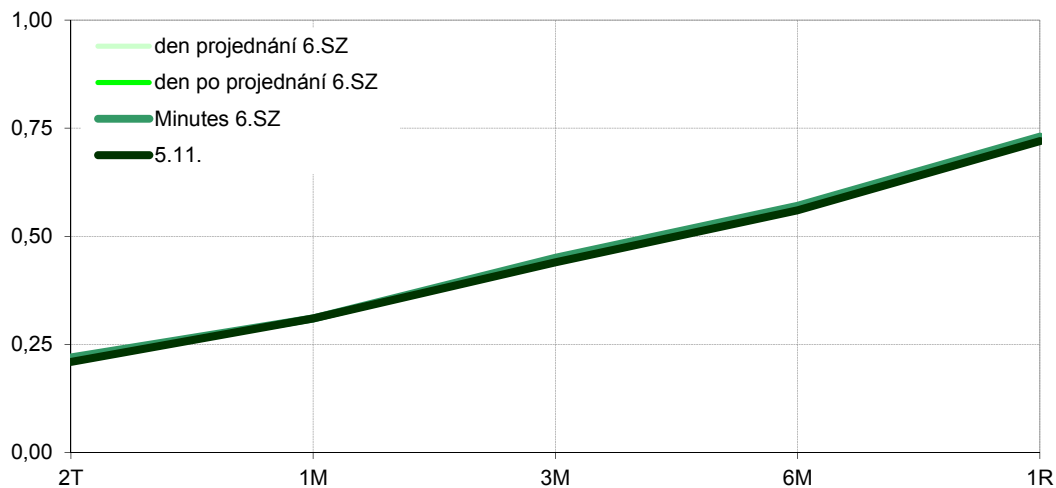
„Bankovní rada ČNB na svém dnešním jednání rozhodla ponechat úrokové sazby na stávající úrovni. Dvoutýdenní repo sazba zůstává na 0,05 %, diskontní sazba na 0,05 % a lombardní sazba na 0,25 %. Bankovní rada nepřijala další měnověpolitické rozhodnutí.“

⁵ V příloze na konci tohoto MPD jsou uvedeny otázky a odpovědi (tzv. FAQs) týkající se používání měnového kurzu k uvolnění měnových podmínek. FAQs budou v případě přijetí odpovídajícího měnověpolitického rozhodnutí a po případných úpravách vzešlých z jednání bankovní rady zveřejněny na internetové stránce ČNB dne 7.11.2013.

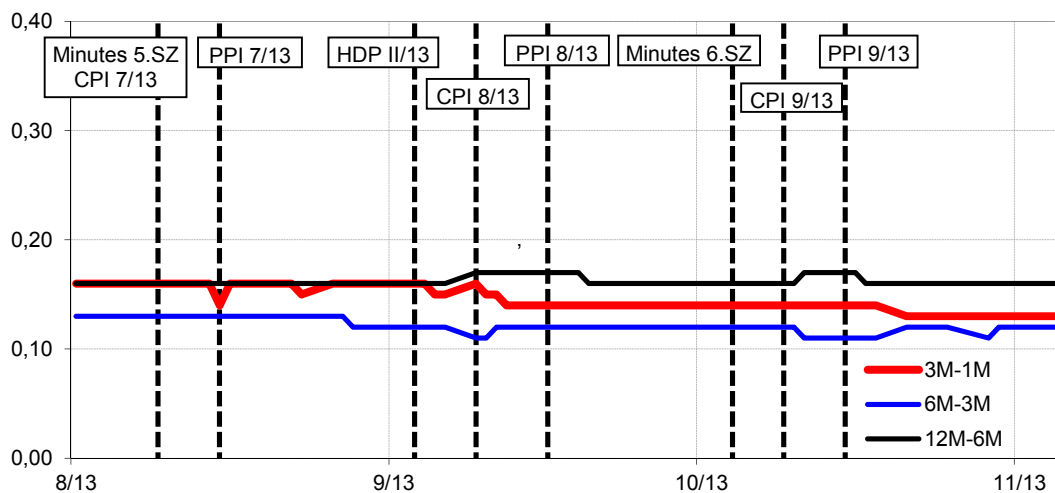
Graf 1: Prognóza inflace ze 7. SZ 2013 a cíl ČNB



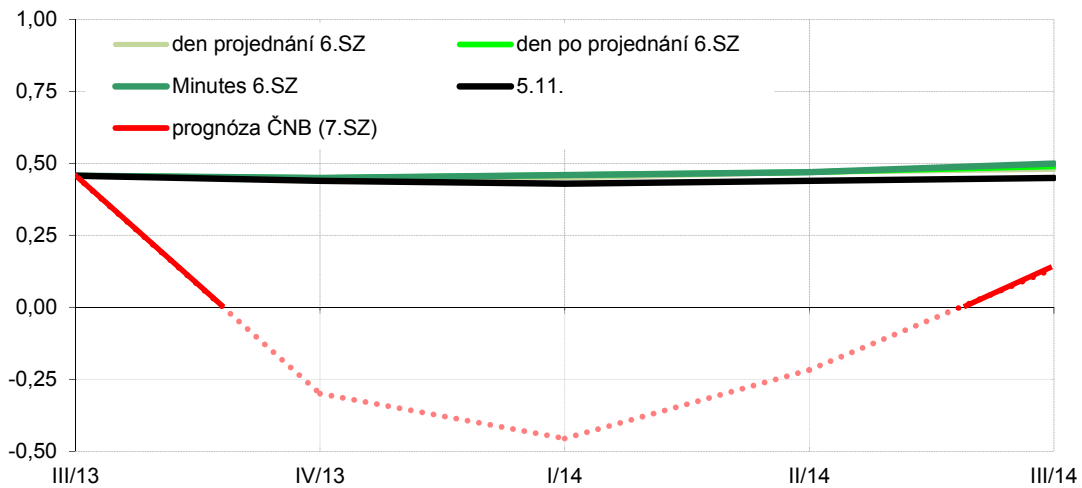
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



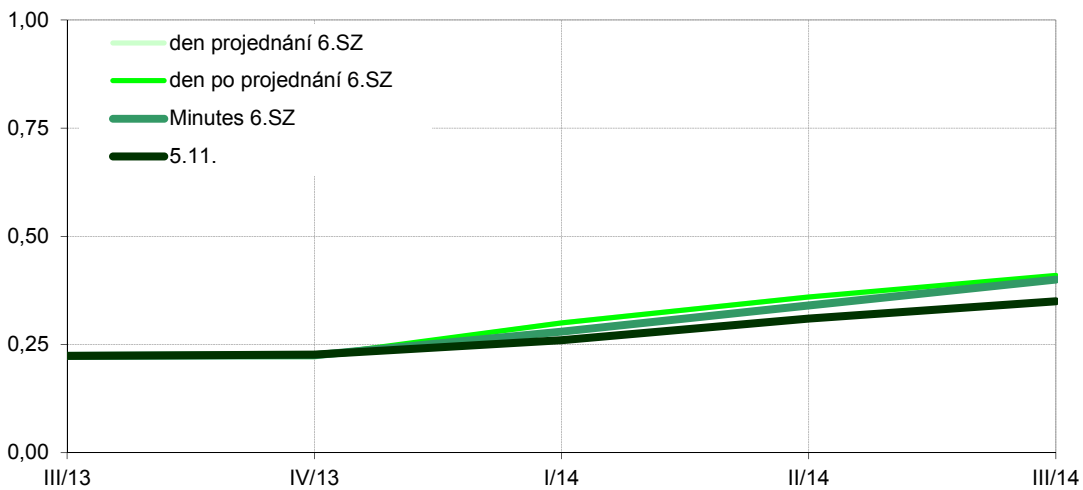
Graf 3: Úroková rozpětí – PRIBOR



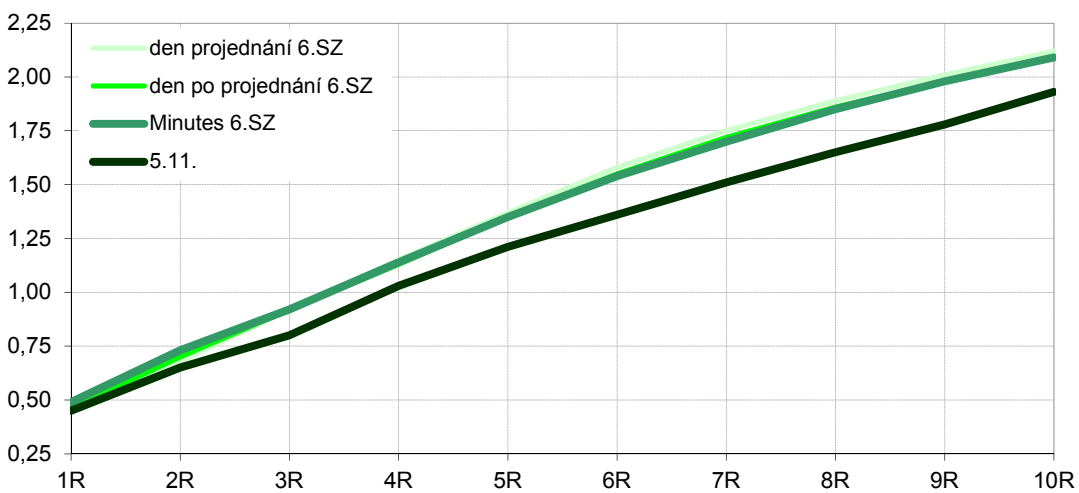
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



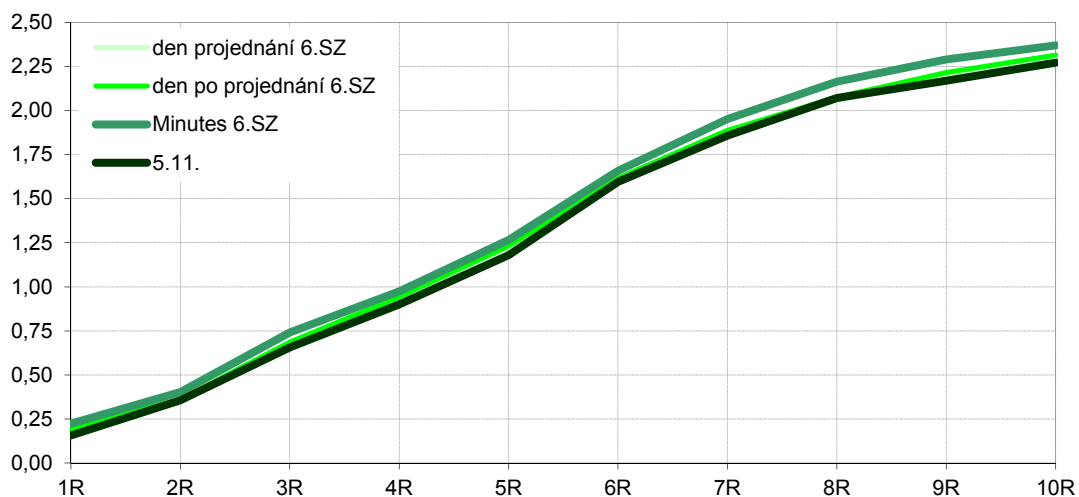
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



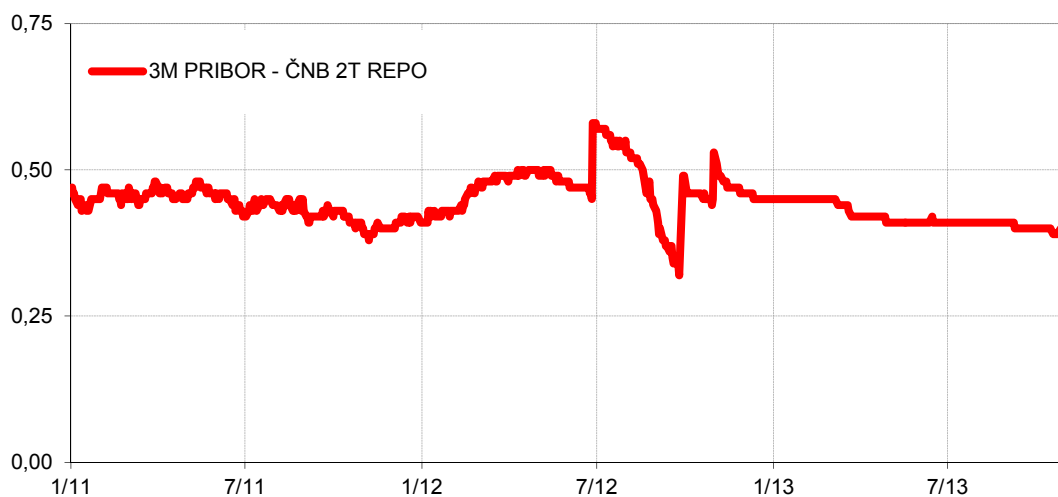
Graf 6: IRS CZK



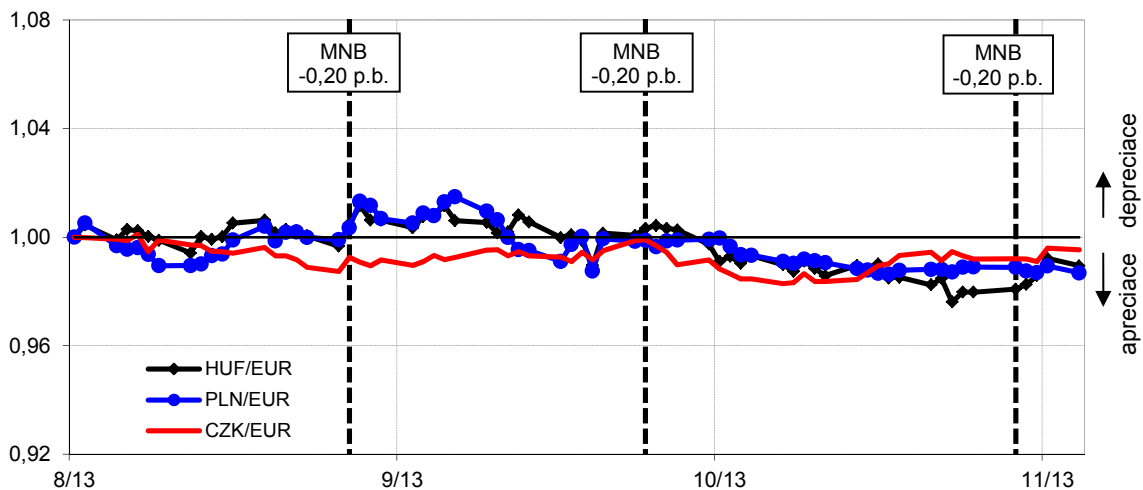
Graf 7: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



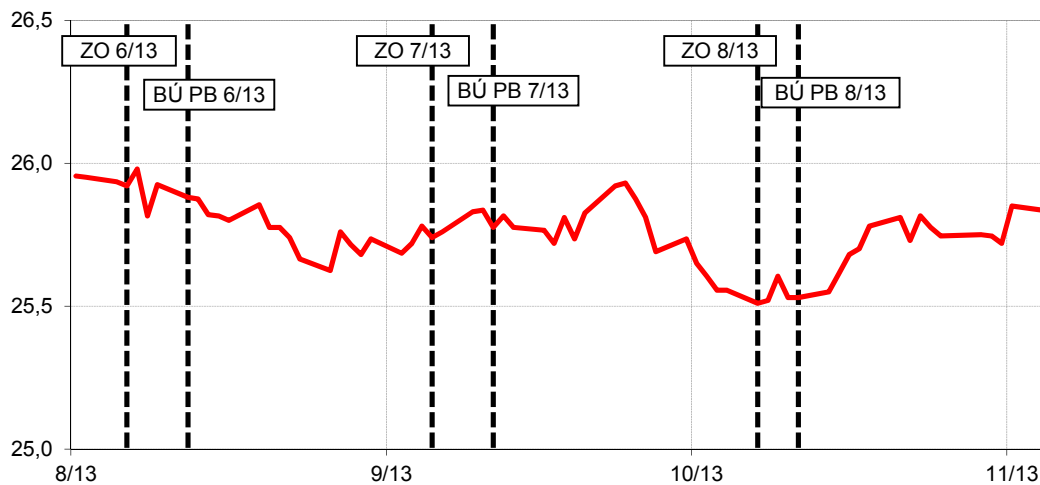
Graf 8: Úrokové rozpětí v ČR



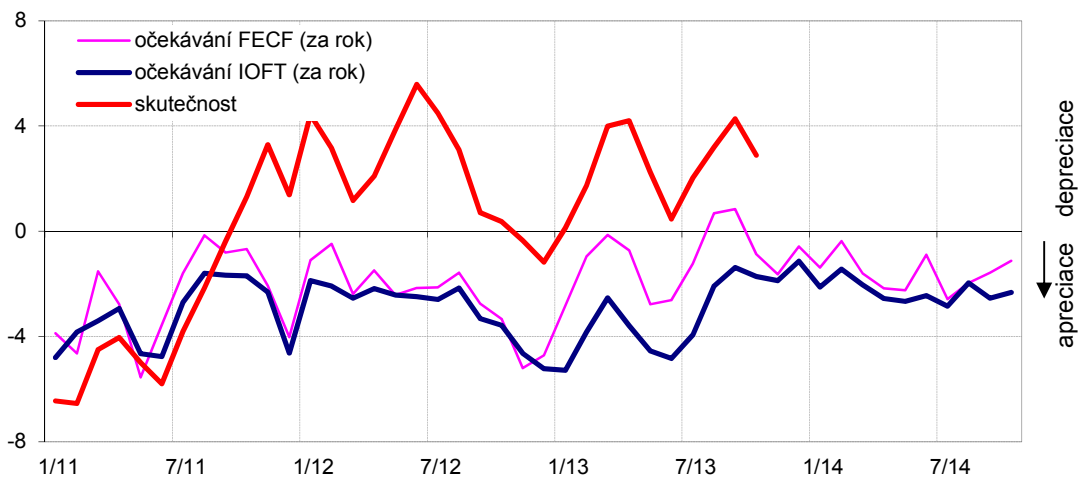
Graf 9: Kurzy středoevropských měn (1.8. = 1,0)



Graf 10: Kurz CZK/EUR

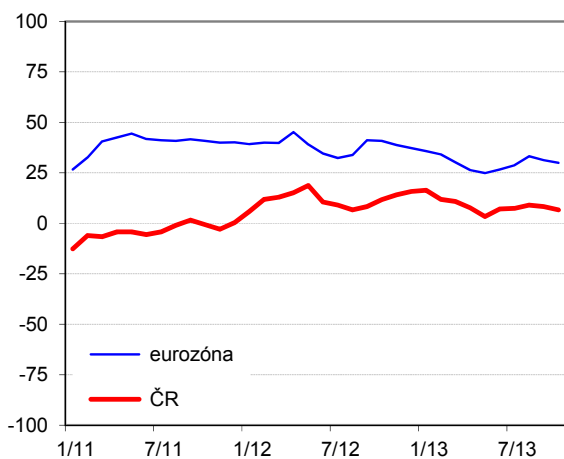


Graf 11: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

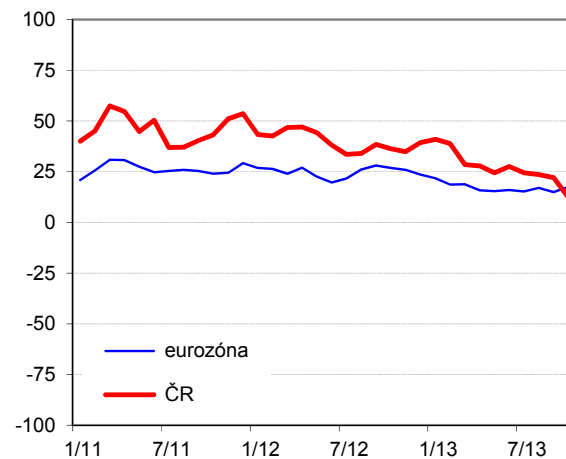


Graf 12: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

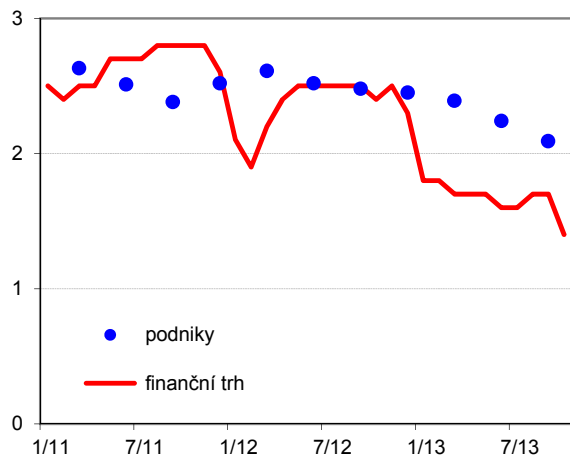


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

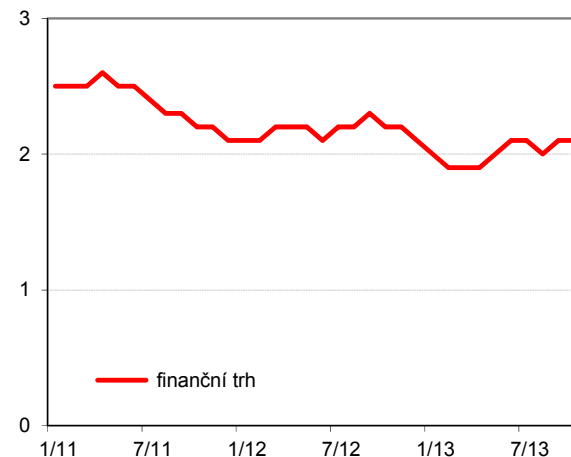


Graf 13: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

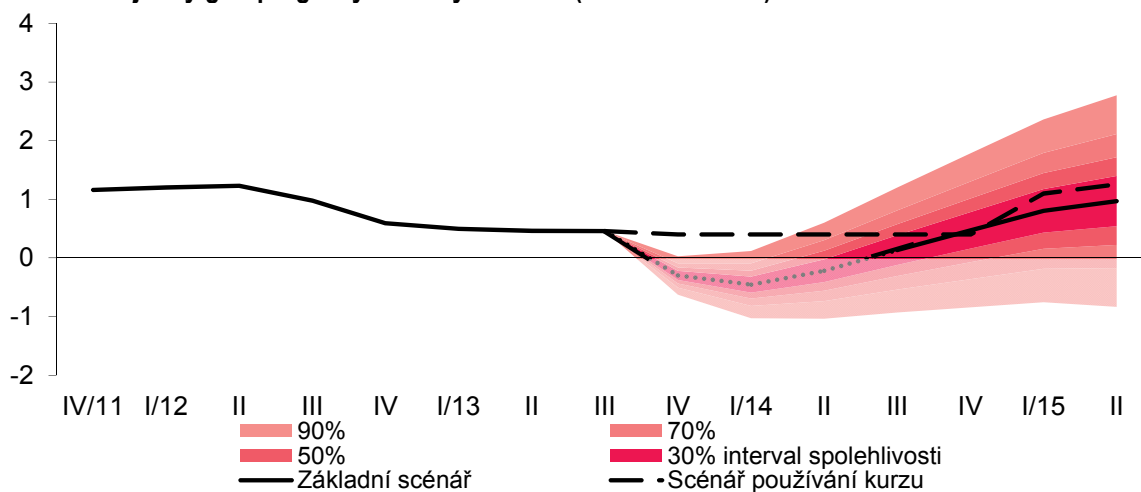
Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



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



Příloha

Měnový kurz jako nástroj měnové politiky - otázky a odpovědi ke zveřejnění na internetové stránce ČNB – příprava jako podklad k diskusi na jednání bankovní rady dne 7.11.2013 v případě odpovídajícího měnověpolitického rozhodnutí

Co je cílem použití měnového kurzu jako nástroje měnové politiky, resp. proč ČNB přistoupila k devizovým intervencím?

Cíl použití kurzu jako dalšího měnověpolitického nástroje – a tedy zahájení devizových intervencí – je stejný jako u úrokových sazeb. To znamená udržet cenovou stabilitu v české ekonomice v souladu s inflačním cílem ČNB (od roku 2010 je platný inflační cíl ČNB ve výši 2 %). Jinými slovy, jde o snahu zamezit dlouhodobému podstřelování inflačního cíle či dokonce deflačnímu vývoji a urychlit návrat do situace, kdy bude ČNB moci opět začít používat svůj standardní nástroj, tj. úrokové sazby.

Kdy ČNB zahájila devizové intervence a proč se ČNB rozhodla dosahovat svého měnověpolitického cíle pomocí měnového kurzu?

Bankovní rada ČNB rozhodla o používání měnového kurzu jako nástroje měnové politiky, a tedy o zahájení devizových intervencí, dne 7. listopadu 2013. Tento nástroj je pro Českou republiku, která je malou otevřenou ekonomikou s dlouhodobým přebytkem likvidity v bankovním sektoru, účinnější k uvolnění měnových podmínek než jiné nástroje. Použití devizových intervencí jako vhodného nástroje proti deflačním rizikům doporučila ČR i letošní hodnotící mise Mezinárodního měnového fondu. O tom, že dalším případným nástrojem uvolnění měnové politiky po dosažení nulové spodní hranice úrokových sazeb bude kurz koruny, rozhodla bankovní rada již na podzim roku 2012.

Jak využívání měnového kurzu jako nástroje měnové politiky v praxi vypadá, jak se provádějí intervence?

Na základě mandátu uděleného bankovní radou nakupuje Sekce bankovních obchodů ČNB dle potřeby a podmínek na trhu zahraniční měnu tak, aby dosáhla požadovaného uvolnění měnových podmínek a kurz se v souladu s rozhodnutím bankovní rady pohyboval poblíž XX:XX CZK/EUR. Na objem nákupů neexistuje žádné omezení. ČNB může jakožto centrální banka nakoupit libovolné množství cizí měny.

Z jakého důvodu má ČNB neomezené možnosti intervenovat na trhu s cílem oslabit korunu?

Na nákup cizí měny může ČNB použít koruny v nekonečném množství, neboť českou měnu sama vydává v papírové i elektronické podobě. ČNB je rozhodnuta intervenovat v takovém objemu a tak dlouho, jak bude potřeba k dosažení požadované hodnoty měnového kurzu, a tím k hladkému plnění jejího inflačního cíle v budoucnosti.

Jak dlouho by se měl kurz držet poblíž hladiny, o níž rozhodla bankovní rada?

Hladina kurzu, poblíž které bude Sekce bankovních obchodů ČNB na základě mandátu uděleného bankovní radou devizový kurz intervencemi na devizovém trhu držet, odpovídá aktuálnímu rozhodnutí bankovní rady. Stejně jako v minulosti u úrokových sazeb může

bankovní rada na dalším měnověpolitickém zasedání rozhodnout o změně této hladiny – ať už v souvislosti s vyzněním nové makroekonomické prognózy, anebo na základě hodnocení bilance rizik (stávající) prognózy. Bankovní rada jedná o měnových otázkách pravidelně osmkrát ročně, výjimečně se může sejít též na mimořádných zasedáních.

Lze hladinu, u níž by se měl dle rozhodnutí bankovní rady ČNB kurz pohybovat, chápat jako určitý „strop“, přes který ČNB nenechá kurz koruny vůči euru posílit?

Takto to lze chápat jen do určité míry, o tvrdý strop se nejedná. Za prvé se vývoj kurzu může od uvedené hladiny vlivem běžné volatility krátkodobě odchylovat na jednu či na druhou stranu, aniž by takovéto krátkodobé odchylky ohrožovaly plnění inflačního cíle. Za druhé se hladina kurzu, která odpovídá rozhodnutí bankovní rady s cílem dostát jejímu zákonnému mandátu udržet cenovou stabilitu, může měnit s tím, jak budou přicházet nové informace o vývoji ekonomiky. Je třeba zdůraznit, že se kurz koruny nestal novým cílem měnové politiky, ale pouze jejím nástrojem používaným v tuto chvíli k plnění inflačního cíle.

Jak oslabení kurzu ovlivní českou ekonomiku, hospodaření podniků a domácností?

Oslabení kurzu koruny vede ke zvýšení dovozních cen, a tím i celkové cenové hladiny v tuzemsku. V menší míře podpoří i domácí ekonomickou aktivitu. Vlivem nárůstu dovozních cen lze sice očekávat nižší koupěschopnost domácností, jejich poptávka však může být ve zvýšené míře přeměrována k domácím zboží a službám a podpořena nižšími reálnými úrokovými sazbami v důsledku zvýšených inflačních očekávání. Zároveň slabší kurz podporuje české vývozy, a tím roste konkurenceschopnost a ziskovost podniků a i jejich ochota investovat. Oživení výroby následně přispívá k nárůstu zaměstnanosti a mezd, což zvyšuje kupní sílu domácností.

Ovlivní intervence kurz CZK k jiným měnám, než je euro (např. vůči USD)?

Ano, oslabení kurzu koruny vůči euru se promítne i do vývoje kurzu koruny vůči jiným měnám. Skutečnost, že obchody ČNB budou probíhat převážně s eury, neznamená, že budou mít vliv pouze na kurz CZK/EUR, záleží však také na samotném vývoji kurzů ostatních měn vůči euru.

Kdy naposledy ČNB intervenovala a proč? Jak se liší tehdejší a současné intervence?

ČNB naposledy intervenovala v roce 2002. Cíl tehdejších intervencí byl jiný než dnes. Tehdy bylo cílem stabilizovat kurz koruny, který až do léta 2002 prudce posiloval, a to v podmínkách nenulových úrokových sazeb. Současné intervence jsou prováděny s cílem uvolnit měnové podmínky prostřednictvím měnového kurzu a dosáhnout dvouprocentního inflačního cíle v situaci, kdy úrokové sazby dosáhly svého dna (technicky nulové hladiny) a nelze je dále snižovat ve snaze o další uvolnění měnové politiky. Jinými slovy, jde o snahu zamezit dlouhodobému podstřelování inflačního cíle či dokonce deflačnímu vývoji a urychlit návrat do situace, kdy bude ČNB moci opět začít používat svůj standardní nástroj, tj. úrokové sazby.

Jak intervence ovlivní hospodaření ČNB?

Podle článku 98 Ústavy ČR a v souladu s primárním právem EU je hlavním cílem činnosti ČNB péče o cenovou stabilitu. Cílem ČNB proto není maximalizace jejího zisku. Lze nicméně očekávat, že ve střednědobém horizontu oslabení kurzu zlepší hospodaření ČNB z toho důvodu, že oslabený kurz zvýší korunovou hodnotu držených devizových rezerv, a tím vytvoří účetní zisk ČNB. V dlouhodobém horizontu zvýšení devizových rezerv přirozeně zvýší citlivost účetních výsledků ČNB na vývoj kurzu koruny, ale to nebude mít dle provedených výpočtů výrazný dopad na schopnost ČNB v budoucnu plně uhradit svou současnou kumulovanou ztrátu.

Proč ČNB nezveřejňuje poměr hlasování o měnovém kurzu a devizových intervencích a to, jak o tomto kroku hlasovali jednotliví členové bankovní rady?

Rozhodnutí zveřejňovat od roku 2008 jmenovité hlasování členů bankovní rady se explicitně týkalo pouze úrokových sazeb, nikoli všech rozhodnutí bankovní rady. V situaci, kdy je přistoupeno k výjimečným opatřením typu použití měnového kurzu jako nástroje měnové politiky, a tedy zahájení devizových intervencí, je žádoucí, aby komunikace centrální banky vůči trhům i veřejnosti byla jednotná. Z tohoto důvodu ČNB nebude v záznamech z jednání bankovní rady zveřejňovat podrobnosti týkající se hlasování o měnovém kurzu a provádění devizových intervencí. Tyto informace budou – stejně jako v případě devizových intervencí v minulosti – publikovány až s odstupem šesti let v protokolech z jednání bankovní rady.

Kdy intervence skončí (co bude určujícím faktorem pro jejich ukončení)? Oznámi ČNB ukončení intervencí?

ČNB je rozhodnuta intervenovat v takovém objemu a tak dlouho, jak bude potřeba k plnění jejího inflačního cíle. Používání měnového kurzu jako nástroje měnové politiky skončí okamžikem, kdy bude k dosažení inflačního cíle zapotřebí zpřísnit měnovou politiku, čehož bude dosaženo ukončením intervencí a následně zvýšením úrokových sazeb nad (technicky) nulovou úroveň. Přitom lze předpokládat, že potřeba uvolněné měnové politiky bude trvat delší období. Ukončení používání kurzu jako nástroje měnové politiky bude po příslušném měnověpolitickém rozhodnutí bankovní rady oznámeno podobně jako jeho zahájení.

Zpracoval: SAOK ve spolupráci se SMS a SBO

Kontroloval: M. Petruš, 1. listopadu 2013