

Měnověpolitické doporučení pro 8. SZ 2013

Sekce měnová a statistiky

1. Alternativní scénář prognózy ze 7. SZ 2013

Východiskem pro prosincové měnověpolitické zasedání je **alternativní scénář používání kurzu jako dalšího nástroje uvolňování měnové politiky ze 7. SZ a listopadové rozhodnutí bankovní rady o zahájení intervencí** na devizovém trhu, přijaté na jeho základě.

Základní scénář prognózy ze 7. SZ 2013 implikoval uvolnění měnových podmínek v rozsahu necelých čtyř snížení 2T repo sazby o 0,25 p.b. (celkově o 0,9 p.b.) v průběhu posledního čtvrtletí roku 2013 a prvního čtvrtletí roku 2014. Toho nebylo v praxi možno – vzhledem k existenci nulové dolní meze pro úrokové sazby – dosáhnout. Bankovní rada proto rozhodla o zahájení používání devizového kurzu jako dalšího nástroje uvolňování měnových podmínek. Jejím rozhodnutím začít intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu na hladinu poblíž 27 CZK/EUR se nejpravděpodobnějším popisem budoucího vývoje ekonomiky stal alternativní scénář prognózy.

Následující odstavce rekapitulují předpoklady, způsob konstrukce a hlavní kontury alternativního scénáře.

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 při jen pozvolném ožívání 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. Euro by mělo vůči dolaru začít pozvolna oslabovat. U cen ropy se předpokládá klesající trajektorie na celém horizontu prognózy.

Alternativní scénář používání měnového kurzu byl konstruován tak, aby kvantifikoval potřebné déletrvající oslabení kurzu koruny vůči euru, které urychluje návrat inflace k cíli ČNB i při nulových úrokových sazbách. Tomu odpovídá úroveň kurzu na hodnotách v blízkosti 27 CZK/EUR, přičemž tato kurzová hladina by umožnila zřetelně se odpoutat od nulových úrokových sazeb na přelomu let 2014 a 2015.

Domácí ekonomická aktivita dle uvedeného scénáře v letošním roce poklesne o 0,9 % v důsledku stále ještě utlumené zahraniční i domácí poptávky. Z hlediska dalšího vývoje HDP působí v alternativním scénáři protisměrně několik vlivů, které v souhrnu urychlují oživení ekonomické aktivity v roce 2014 (celoročně na 2,1 %) a naopak – zejména v důsledku vyšší srovnávací základny – poněkud brzdí růst ekonomiky v roce 2015 (na 2,5 %). 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.

Prvotní oslabení 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. Inflation se tak vrací k cíli již ve druhé polovině roku 2014, následně se posouvá do horní poloviny tolerančního pásma cíle, a v průběhu roku 2015 se pak k cíli seshora přibližuje. Dočasné překročení inflačního cíle 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.

2. Aktualizované scénáře prognózy

Modelové simulace prezentované v 8. SZ a provedené na základě nově publikovaných dat od doby zpracování 7. SZ ukazují na ještě o něco výraznější a déletrvající potřebu uvolnění měnových podmínek, než indikoval základní scénář prognózy. **To podporuje argumenty pro provedení oslabení kurzu koruny i závazek ČNB držet kurz poblíž 27 CZK/EUR přinejmenším do počátku roku 2015.** Konkrétně:

a) V simulaci s volnými sazbami předpokládající kurz ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku na hypotetické úrovni 25,80 CZK/EUR se posouvá trajektorie úrokových sazeb směrem dolů, přičemž rozdíl oproti základnímu scénáři ze 7. SZ kulminuje na úrovni 0,2-0,3 procentního bodu na přelomu let 2014 a 2015. To by při stabilitě prémie na mezibankovním trhu na úrovních převládajících před zahájením intervencí hypoteticky znamenalo celkovou potřebu přinejmenším čtyř snížení 2T repo sazby v rozsahu 0,25 p.b. Na nižší trajektorii domácích sazeb v tomto aktualizovaném scénáři oproti jeho verzi ze 7. SZ přitom působí především výhled úrokových sazeb v zahraničí v důsledku nedávného snížení hlavní refinanční sazby ECB a dále v menší míře utlumenější vývoj domácí ekonomické aktivity ve třetím čtvrtletí i snížený výhled regulovaných cen. Výhled celkové i měnověpolitické inflace je v této simulaci oproti základnímu scénáři 7. SZ nepatrně nižší, měnový kurz je lehce silnější. Ekonomický růst je zejména vlivem historických dat mírně slabší než v základním scénáři 7. SZ, zatímco meziroční růst mezd je poněkud rychlejší.

b) Aktualizace **alternativního scénáře používání kurzu jako nástroje měnové politiky** zohledňuje stejnou množinu nově dostupných informací o vývoji domácí i zahraniční ekonomiky, jako tomu bylo v simulaci s volnými sazbami. Aktualizace alternativního scénáře navíc pracuje s depreciovanější úrovní kurzu za dosavadní průběh čtvrtého čtvrtletí, než tomu bylo v 7. SZ. To celkově v aktualizovaném alternativním scénáři implikuje potřebu ještě o něco výraznějšího uvolnění měnové politiky oproti jeho verzi ze 7. SZ; konkrétně se to promítá do mírně slabší trajektorie kurzu. Ten se v první polovině příštího roku pohybuje lehce nad hladinou 27 CZK/EUR, posléze se však přibližuje ke kurzové trajektorii alternativy ze 7. SZ. Současně se potřeba uvolněnějších měnových podmínek v této simulaci projevuje i méně výrazným zvýšením úrokových sazeb ve srovnání s verzí tohoto scénáře ze 7. SZ, a to v období po jejich odpoutání z nulových hodnot v prvním čtvrtletí 2015.

c) Dále byla zpracována obdobná simulace, ale s předpokladem **stabilního kurzu na hladině 27 CZK/EUR** do konce roku 2014, kterou je možno považovat za předstupeň k základnímu scénáři nové prognózy v příští situační zprávě. Vývoj většiny makroekonomických veličin je

v této simulaci obdobný jako u aktualizovaného alternativního scénáře ze 7. SZ. Vzhledem k déle uvolněné kurzové složce měnových podmínek však v této simulaci dochází na počátku roku 2015 k potřebě výraznějšího zvýšení úrokových sazeb oproti aktualizované alternativě, v níž je kurz v čase proměnlivý (tj. ke zvýšení sazeb v obdobném rozsahu jako tomu bylo u verze alternativního scénáře ze 7. SZ).

d) Prosincové vydání Consensus Forecasts, které bylo k dispozici až po dokončení 8.SZ nemění výše uvedený závěr ohledně potřeby ještě o něco výraznějšího a déletrvajícího uvolnění měnových podmínek oproti scénářům ze 7.SZ, pouze lehce ovlivňuje budoucí trajektorie HDP a kurzu koruny (příslušné grafy budou prezentovány na jednání BR).

3. Vyjádření sekce bankovních obchodů

Ve čtvrtek 7.11. ve 13:00 ČNB oznámila zahájení intervencí na oslabení koruny. Sekce bankovních obchodů zahájila téměř souběžně s tímto oznámením nákup eur proti koruně, nicméně ihned narazila na velký zájem o prodej eur, zejména ze strany tzv. real money klientů. Od počátku byla eura nakupována v tak velkých objemech, že začal být obecný problém s kreditními linkami na trhu. Situaci dále zhoršilo překvapivé snížení sazeb ECB, které vedlo k zobchodování velkých objemů také na hlavních měnových párech a tedy dalšímu vyčerpání mezibankovních kreditních linek. Jen v prvních dvou dnech bylo nakoupeno více než 7 mld. EUR. V dalších dnech byla přítomnost ČNB na trhu již jen sporadická a od 13.11. je ČNB na trhu přítomna jen prostřednictvím příkazů, které by se aktivovaly pouze v případě posílení EUR/CZK pod hladinu 27. **Celkem bylo zatím nakoupeno 7,499 mld. EUR.**

Poté, co se kurz po intervenci stabilizoval, **začala koruna postupně oslabovat a dosáhla hranice 27,5 CZK/EUR.** Za tímto oslabením stojí dle SBO dva hlavní faktory:

1) **carry obchody** - fakt, že se ČNB zavázala nepustit kurz výrazněji pod 27 CZK/EUR a skutečnost, že následkem zaplavení trhu korunami se prostřednictvím derivátů implikované korunové úrokové sazby propadly až na -3%, vedly ke zvýšenému zájmu o carry obchody financované CZK (například nákup EUR/CZK versus prodej EUR/PLN = nákup PLN/CZK financovaný prostřednictvím krátkodobých FX swapů). Výhodou takové transakce je vyšší stabilita FX části s korunou (závazek ČNB), navíc tím, že si subjekty krátkodobě korunu půjčovaly za výrazně negativní sazbu, se zvýšil úrokový diferenciel mezi CZK a financovanou měnou. Tento efekt byl patrný zejména v období krátce po intervenci a vedl k oslabení koruny lehce nad úroveň 27,2 CZK/EUR.

2) **komunikace** - z kontextu vytržená odpověď člena BR L. Lízala v internetové diskusi, že ČNB může za určitých okolností zvýšit cílovou úroveň kurzu z aktuálních 27 CZK/EUR na 28 CZK/EUR, vedla ke skokovému oslabení koruny do oblasti cca 27,4 CZK/EUR a iniciovala spekulace na případné budoucí další oslabení koruny.

Krátkodobě Sekce bankovních obchodů neočekává výraznější tlaky na posílení či oslabení kurzu, čemuž také nahrává pozvolný útlum obchodní aktivity s blížícím se koncem roku. Je však patrné riziko pramenící z očekávání exitu z intervenčního režimu, zejména kolem aktuálních úrovní kurzu. Problém je, že exit z intervenční politiky je na trhu někdy chybně chápán nejen jako samotné přepnutí do standardního režimu měnové politiky, ale současně jako prodej veškerých EUR nakoupených během intervencí. Tento objem je na trhu

znám a zejména v zahraničí panuje názor, že aktuální hodnoty kurzu jsou ideální k tomu, aby ČNB pomalu začala prodávat. Je tedy možné, že před úterním zasedáním BR se může objevit tlak na posílení, když bude část trhu očekávat oznámení nějakého programu na prodej EUR. S tím částečně souvisí i možnost testování závazku ČNB spekulanty, který může na přelomu či počátku roku přijít.

Jak je zmíněno výše, intervence měly bezprostřední dopad na kurz, nicméně **efekty uvolnění měnové politiky byly patrné i na trzích jiných aktiv**. Asi nejvíce byly ovlivněny FX swapy, protože zaplavení trhu korunami nutilo subjekty tyto koruny někam uložit/investovat. Teoreticky mohly CZK skončit v repo tendrech ČNB nebo v depozitní facilitě, ale kvůli problému s linkami (kreditní, národní) byla tato možnost pro mnoho subjektů nedostupná, a tak další nejlepší volba bylo odložení nákupu CZK prostřednictvím FX swapů. Vysoká poptávka po tomto instrumentu pak srazila krátkodobé implikované korunové sazby výrazně do negativního teritoria, takže i potenciál tohoto instrumentu se rychle vyčerpal a subjekty byly nuceny začít nakupovat aktiva, zejména pokladniční poukázky a krátkodobé dluhopisy. I jejich výnosy proto postupně padaly a krátký konec křivky se posunul také do negativního teritoria. Situaci stabilizoval až zájem o carry obchody (viz výše), který generoval obchody na opačnou stranu. Ostatní trhy a aktiva již byly zasaženy jen marginálně, došlo např. jen k mírnému poklesu sazeb PRIBOR a kotací FRA.

4. Komunikace ČNB

Komunikace hraje v současných podmínkách mimořádně důležitou roli. Nejde přitom jen o vysvětlování důvodů a přínosů zahájení intervencí vůči veřejnosti, ale též o formování očekávání trhů ohledně dalšího vývoje nastavení měnové politiky. Trhy velmi citlivě vnímají každé vyjádření představitelů ČNB ohledně pravděpodobné budoucí změny intervenční hladiny kurzu a očekávané délky platnosti kurzového závazku. Dosavadní a zejména pak další komunikaci ČNB proto věnujeme v tomto MPD samostatnou kapitolu.

Na **tiskové konferenci** po listopadovém měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB M. Singer potvrdil závazek, že úrokové sazby budou drženy na stávajících úrovních v delším horizontu, dokud nedojde k výraznému nárůstu inflačních tlaků. Takový nárůst inflačních tlaků přitom není novou prognózou předpovídán a nejsou identifikována ani žádná hmatatelná rizika jejich nárůstu. Poté guvernér představil novou prognózu, se kterou je konzistentní výrazný pokles tržních úrokových sazeb zřetelně pod nulovou úroveň a jejich nárůst nad současné hodnoty až ke konci roku 2014; prognóza tak při existenci nulové dolní meze pro měnověpolitické sazby ukazuje na potřebu uvolňování měnové politiky jinými nástroji. Bankovní rada na základě alternativního scénáře používání kurzu rozhodla, že ČNB bude intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR. To napomáhá k dřívějšímu návratu celkové i měnověpolitické inflace k 2% cíli i při nulovém omezení úrokových sazeb. Podle guvernéra je ČNB 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. Guvernér ještě doplnil, že používání kurzu bude trvat až do okamžiku velmi významných inflačních tlaků, které budou odůvodňovat výraznou změnu měnové politiky směrem k restrikcí.

Vysvětlování důvodů a přínosů v listopadu přijatého měnového rozhodnutí se následně stalo **hlavním tématem mimořádně intenzivní komunikace představitelů ČNB v uplynulých týdnech**. Bylo potřeba rozptýlit spoustu veřejností pociťovaných obav i objevujících se mýtů,

kteří se kolem tohoto rozhodnutí vyrojily, stejně jako reagovat na mnohdy zavádějící a odborně nepodloženou kritiku z řad odborné i laické veřejnosti.

Mimořádná pozornost médií i veřejnosti bude samozřejmě upřena i na prosincové měnové zasedání bankovní rady a následnou tiskovou konferenci. Těžiště prezentace na nejbližší tiskové konferenci by mělo ležet v tom, že nová data potvrzují správnost listopadového rozhodnutí. Lze však očekávat, že dotazy novinářů budou vedle toho i nadále směřovat na důvody listopadového rozhodnutí a jeho očekávané dopady. V reakci na vznesené dotazy se uplatní vše, co bylo v tomto ohledu dosud připraveno a publikováno na webu a v médiích (články, rozhovory, webové texty, speaking points aj.).

I v dalších dnech a týdnech bude nadále potřeba pokračovat v trpělivém a pozitivním vysvětlování důvodů a přínosů přijatého rozhodnutí v duchu dosavadní komunikace (hlavní kontury jsou shrnuty v Příloze tohoto MPD). **Dle dohody bankovní rady se Samostatným odborem komunikace nebude po prosincovém zasedání uplatňována obvyklá týdenní karanténa na mediální vyjádření představitelů ČNB.**

Samostatný odbor komunikace v této souvislosti zaslal plán mediálních výstupů představitelů ČNB navazujících na prosincové měnové zasedání bankovní rady. Ten shrnuje následující tabulka:

Tabulka 1 Očekávané mediální výstupy po měnovém zasedání bankovní rady (prosinec 2013)

Člen BR	Médium	Termín rozhovoru	Termín zveřejnění	Poznámka (téma)
M.Singer	Pozvání: ČTK, ČT, agentury, Nova, Prima	17.12. 14:30	17.12./18.12.	Pravidelná tisková konference po měnovém zasedání BR, včetně rozhovorů po měnovém jednání
M.Singer	ČT24 Ekonomika	17.12. 15:00	17.12. 21:05	Pouze předtočit, v případě zájmu ČT o exkluzivní rozhovor
M.Singer	Deník	18.12. 10-11	20.12.	Rozhovor na téma intervence, laicky
M.Hampl	MF Dnes Zlín	27.12.	leden 2014	Rozhovor na téma intervence

Tento přehled obsahuje rozhovory a výstupy členů BR pořizené v období od měnového zasedání bankovní rady (17.12.) do publikace záznamu z jednání bankovní rady (27.12. v 9:00)

Pozornost odborné veřejnosti se zřejmě zaměří na **vyjádření členů bankovní rady a dalších představitelů ČNB, která se budou týkat pravděpodobného budoucího nastavení měnové politiky**, tj. k případné změně intervenční hladiny kurzu a délce kurzového závazku. Tabulka 2 přináší vybrané citace členů bankovní rady z jejich dosavadních vyjádření na této téma. V této souvislosti doporučujeme komunikovat, že **ČNB nadále považuje intervenční hladinu kurzu poblíž 27 CZK/EUR za vhodně zvolenou** a nově dostupné informace potvrzují předchozí komunikaci, že režim používání kurzu jako nástroje měnové politiky bude pokračovat **přínejmenším do začátku roku 2015.**

Tabulka 2: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích k pravděpodobnému budoucímu nastavení MP

13.11.	M. Singer (MF DNES)	Ke změně cílového kurzu by bylo třeba mnohem vyššího, silnějšího impulsu a přehodnocení situace, než když měníme úroky. Teď neumím říct, jak by taková situace vypadala. Podle současného scénáře si myslíme, že inflace se první půlrok příštího roku i po intervencích udří
--------	------------------------	---

		mezi nulou a jedním procentem, nebavíme se o drastickém zvednutí cen. Pak se ukáže, bude hodně záležet na tom, co se bude dít kolem nás... Na trhu jsme, když kurz naráží na hranu, kterou drží naši obchodníci poblíž 27 Kč za euro. Budeme tento kurz držet dlouho, v tuto chvíli to vidíme nejméně na rok a půl. V okamžiku, kdy učitíme, že inflační tlaky jsou tam, kde mají být, tak ekonomika bude kurzu nominálně přizpůsobená, přestane pro ni být nepřirozený.
19.11.	L. Lizal (Patria.cz)	Ano, dokážu (na otázku, zda by si dokázal aktuálně představit scénář, který by donutil ČNB zvýšit cíl pro intervence až na 28 Kč za euro, pozn. SMS). A není to nijak dramatický či nerealistický scénář: V Evropě se zpomaluje hospodářský růst, stále nejsou dořešeny problémy tamního bankovního sektoru, jih Evropy se stále potácí v problémech. ECB snižuje opět sazby, přesto dochází k trvalému poklesu cen v eurozóně. Přes importní ceny se výrazně prohlubují deflační tlaky ... Jasně jsme deklarovali, že kurs se stává nástrojem nikoliv cílem. Přišli jsme o nástroj v podobě úrokových sazeb, které jsou na technické nule. Roli nástroje teď přebírá kurz. Jelikož kurz je poněkud kvalitativně jiný nástroj, změny v ekonomice budou muset být výraznější, abychom zvažovali změnu jeho nastavení... Rozhodnutí bankovní rady je o nákupu cizí měny, nikoliv o prodeji (na otázku případných intervencí v opačném gardu, pozn. SMS).
23.11.	M. Hampl (Lidové noviny)	Jde jen o pochopení: tím, že byl vyčerpán jeden nástroj, zůstává druhý a ten druhý dělá v důsledku pro konečný cíl přesně to, co dělaly úrokové sazby do této chvíle, a to nikomu nevadilo. Teď děláme totéž, jen pochopení toho kroku je menší... Česká národní banka stanovila jakýsi strop pro posilování kurzu koruny, to znamená, že kurz koruny nebude posilovat přes 27 korun za euro. Říkáme však, že to musí být blízko, čili nejde o to, aby to bylo 27 korun na halíř přesně v každé jednotlivé minutě obchodování. Jak dlouho to takhle bude? Aby to mělo smysl, tak rok, rok a půl minimálně. Pokud bude reálná ekonomika fungovat, pokud bude dohánět ty vyspělejší, jak tomu bylo do roku 2008, můžeme se vrátit k trajektorii mírného posilování.
29.11.	M. Singer (ČRo Plus)	Já si myslím, že hodně odpovědí nám dají čísla v první půlce příštího roku a v druhé půlce příštího roku. Ale my jsme také od začátku říkali, že ten kurz 27 nebo to, že prostě koruna neposílí výrazně nad 27, že ji budeme držet poblíž v případě, že by tam posilovala - to chceme držet na, na poměrně dlouhou dobu... No, tak v tuhle chvíli my jsme řekli 27 hranice, ten kurz zareagoval, je poblíž na té slabší straně té hranice. Já nechci se dostat do situace, kdy bych potvrdil každý den, jestli jsme na trzích nebo nejsme na trzích. Ale je evidentní, že tato situace nás nenutí nějak reagovat.

5. Reakce a očekávání finančních trhů

Listopadové rozhodnutí bankovní rady o stabilitě sazeb bylo očekáváno všemi analytiky. Z dotazníků IOFT (14.10.) vyplývalo, že na listopadovém 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 osmnáct analytiků předpokládalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB. Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 0,05 až 1,00 % (medián 0,05 %). Rovněž všech sedmáct analytiků oslovených agenturou Bloomberg (4.11.) očekávalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na listopadovém měnověpolitickém zasedání BR ČNB.

Rozhodnutí začít používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek však bylo pro analytiky překvapením. Většina analytiků ze šetření IOFT se vyjádřila, že v současné době ČNB k dalšímu uvolnění měnových podmínek formou devizových intervencí nepřistoupí.¹ Podle průzkumu agentury Thomson Reuters pouze jeden ze 16 oslovených analytiků předpokládal zahájení devizových intervencí na listopadovém jednání BR.

Sazby na peněžním trhu se po zahájení devizových intervencí lehce snížily vlivem přebytku korunové likvidity. Sklon výnosové křivky sazeb **PRIBOR** zůstává rostoucí (viz Graf 2). Výhled sazeb **FRA** implikuje očekávanou přibližnou stabilitu sazeb 3M **PRIBOR** minimálně

¹ Tři analytici připouštěli devizové intervence, z toho jeden s 50% pravděpodobností.

do třetího čtvrtletí 2014, což odpovídá převažujícímu očekávání na ponechání měnověpolitických úrokových sazeb na technicky nulové hodnotě do stejné doby a nepatrnému poklesu prémie na peněžním trhu v posledních týdnech. V celém horizontu se tržní výhled pohybuje nepatrně pod trajektorií těchto sazeb konzistentní s alternativním scénářem prognózy ČNB (viz Graf 4), když trh zřejmě zohlednil mírný pokles rozpětí 3M PRIBOR-2T repo, k němuž po zahájení intervencí došlo (viz Graf 8).

Sazby IRS se od posledního zasedání BR lehce snížily. Výnosová křivka sazeb IRS je rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,8 p.b., spread 10R-1R činí 1,6 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků *IOFT* (12.12.) vyplývá, že na prosincovém zasedání BR ČNB všech třináct analytiků očekává stabilitu základních sazeb ČNB. Odhady všech analytiků ohledně úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R dosahují 0,05 %.

Ze šetření agentury *Thomson Reuters* vyplývá, že na prosincovém zasedání BR ČNB všech šestnáct analytiků předpokládá stabilitu základních úrokových sazeb ČNB. Očekávání v delším horizontu ukazuje Tabulka 3. Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 0,05 až 0,25 % (medián 0,05 %).

Tabulka 3: Očekávání analytiků ohledně směru, rozsahu a časování další změny 2T repo sazby dle Thomson Reuters (13.12.2013)

2013	2014				2015				2016
	1H14		2H14		1H15		2H15		1H16
			↑		↑↑		↑↑↑		
4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
					↑	↑↑↑	↑	↑	↑↑

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 jedenáct analytiků oslovených agenturou *Bloomberg* (13.12.) očekávalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na prosincovém měnověpolitickém zasedání BR ČNB.

Analytici v rámci šetření *IOFT* očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 26,9 CZK/EUR, tj. o 2,2 % vůči současným hodnotám kolem 27,5 CZK/EUR. Analytici v rámci šetření *FECF* předpokládají ve stejném horizontu posílení o 2,6 % na 26,8 CZK/EUR. Alternativní scénář prognózy očekává pro 4Q14 kurz na úrovni 26,5 CZK/EUR. Podle průzkumu agentury *Thomson Reuters* analytici předpokládají ukončení režimu intervencí v období 3Q14 až 2H15. Přibližně polovina z nich si myslí, že režim intervencí bude ukončován postupně, např. úpravou intervenční hladiny kurzu. Téměř žádný analytik neočekává, že exit z devizových intervencí bude doprovázen bezprostředním zvyšováním úrokových sazeb.

6. Měnověpolitické doporučení SMS

Po rozhodnutí začít používat kurz koruny jako další nástroj měnové politiky, učiněném na předchozím měnověpolitickém zasedání bankovní rady, není reálně možná jiná varianta než **v nastoupeném režimu pokračovat a potvrdit doposud učiněné závazky**. Cokoli jiného by mělo devastující účinky pro ekonomiku i kredibilitu měnové politiky.

Potřeba (nepatrného) dodatečného uvolnění měnových podmínek identifikovaná na základě nově dostupných dat z domácí a zahraniční ekonomiky (viz část 2 MPD) přitom **zdaleka nedosahuje výše, která by opravňovala posun intervenční hladiny kurzu na slabší úroveň či změnu komunikace** ČNB ohledně délky a charakteru jejího kurzového závazku (i s ohledem na to, že dosavadní komunikace ČNB převážně avizovala o něco delší setrvání v režimu používání kurzu než implikoval alternativní scénář ze 7.SZ, a implicitně tak předjímal jeho rizika jdoucí ve směru potřeby dlouhodoběji uvolněných měnových podmínek).

Sekce měnová a statistiky proto doporučuje na prosincovém 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
- **potvrdit závazek ČNB v případě potřeby neomezeně intervenovat na devizovém trhu ve směru oslabení kurzu koruny** na hladině poblíž 27 CZK/EUR, a
- **pokračovat v komunikaci důvodů a přínosů zahájení intervencí v dosavadním duchu** (viz též část 4 tohoto MPD).

Oznámení pro média

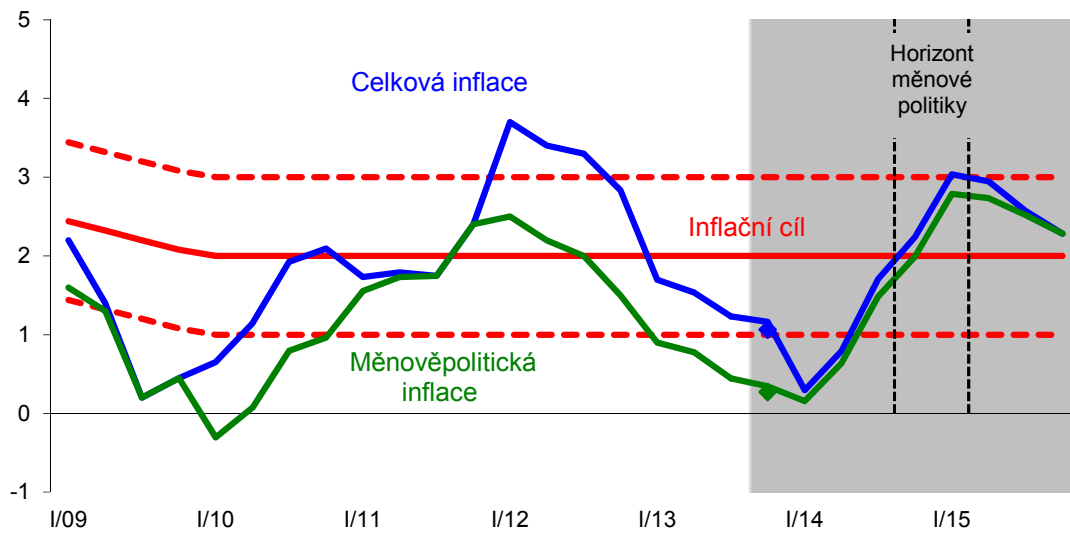
Bankovní rada ČNB na svém dnešním jednání rozhodla ponechat úrokové sazby na stávající úrovni. Dvoutýdenní repo sazba zůstává na 0,05 %, diskontní sazba na 0,05 % a lombardní sazba na 0,25 %.

Bankovní rada ČNB také rozhodla nadále používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek a potvrdila závazek ČNB intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR.

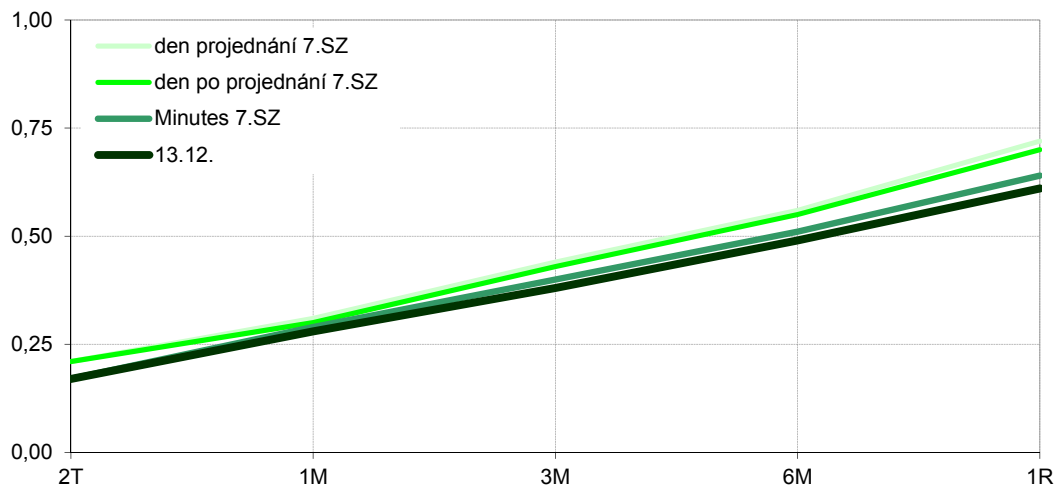
Bankovní rada ČNB zopakovala, že uvedený kurzový závazek považuje za jednostranný, což znamená, že ČNB bude bránit přílišnému posílení kurzu koruny pod úroveň 27 CZK/EUR svými intervencemi na devizovém trhu, tj. prodejem korun a nákupem cizích měn. Na slabší straně hladiny 27 CZK/EUR nechává ČNB kurz koruny plovat dle vývoje nabídky a poptávky na devizovém trhu.

Bližší informace ke kurzovému závazku ČNB lze nalézt na stránkách ČNB (http://www.cnb.cz/cs/faq/kurzovy_zavazek.html).

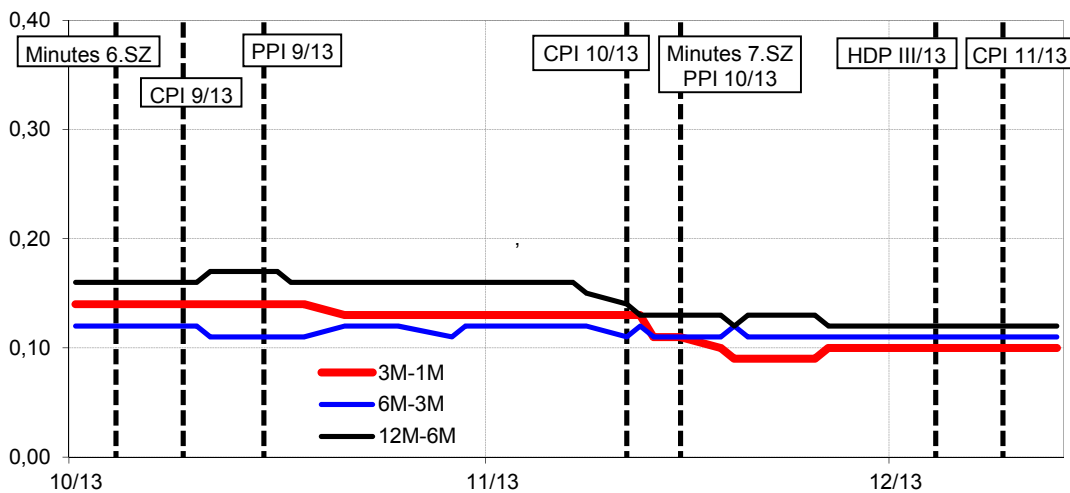
Graf 1: Prognóza inflace ze 7. SZ 2013 (kurzová alternativa) a cíl ČNB



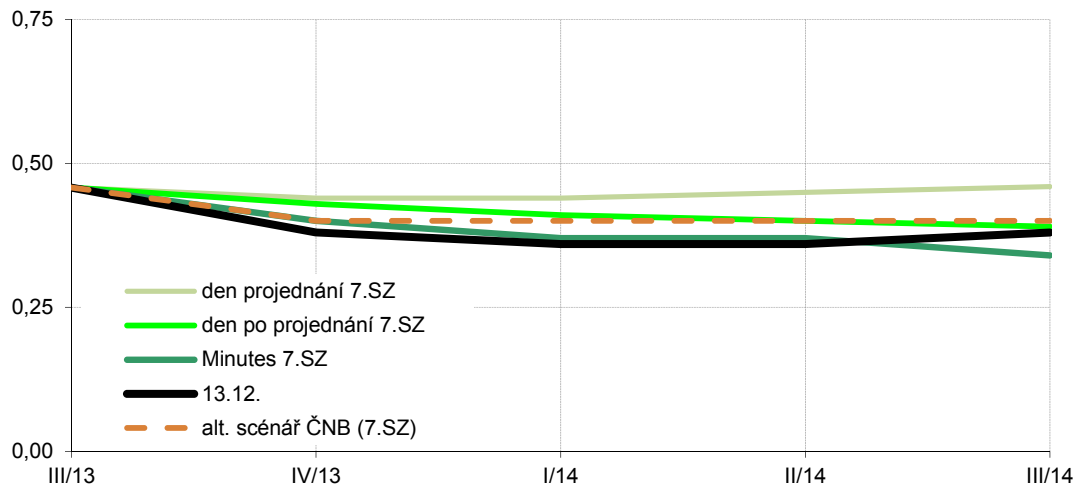
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



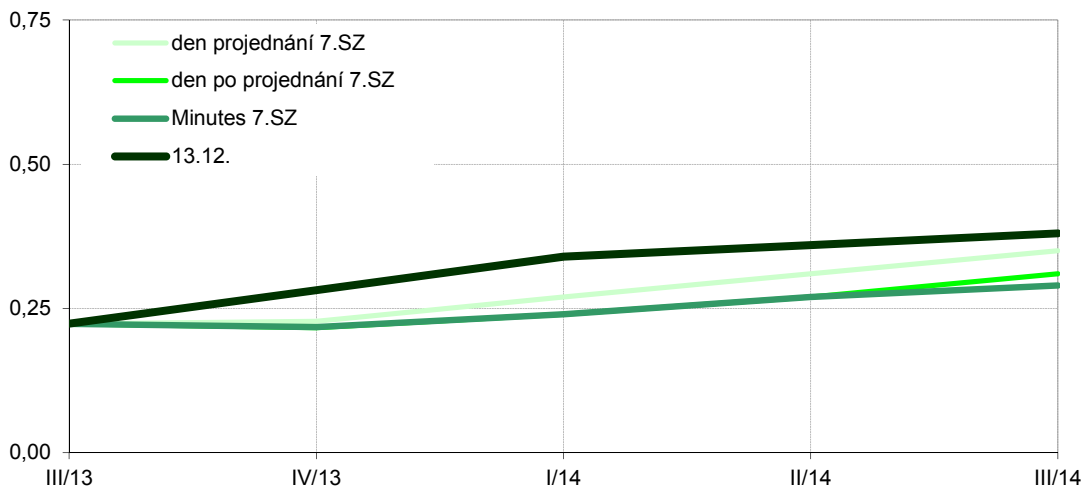
Graf 3: Úroková rozpětí – PRIBOR



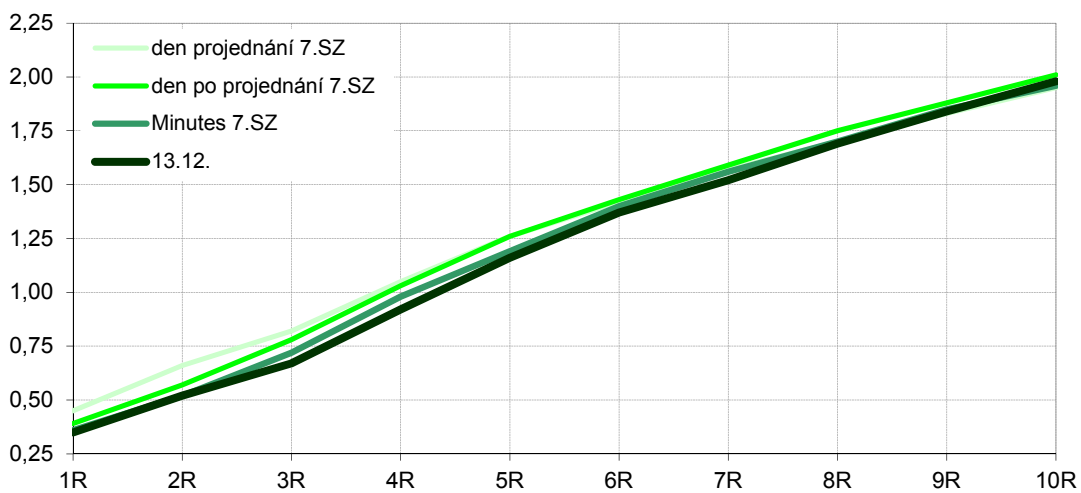
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



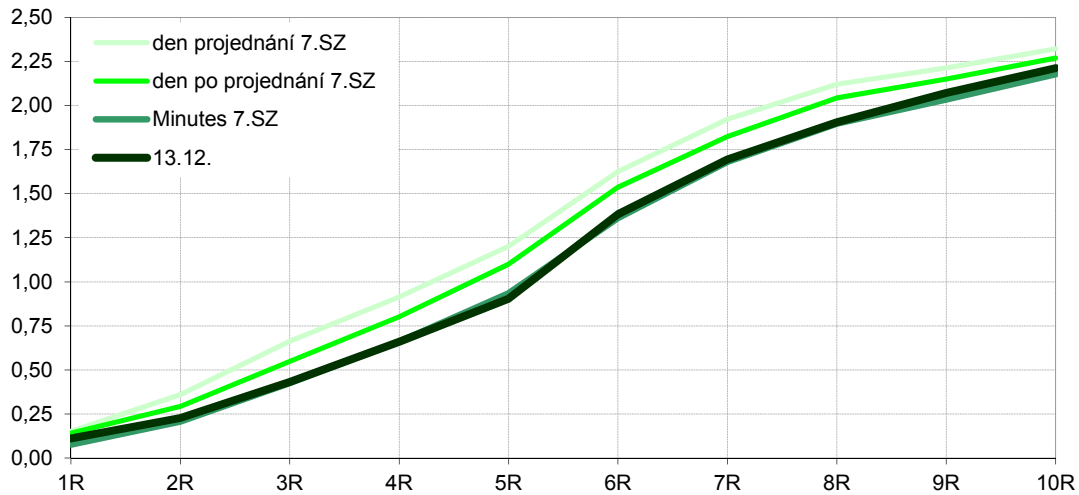
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



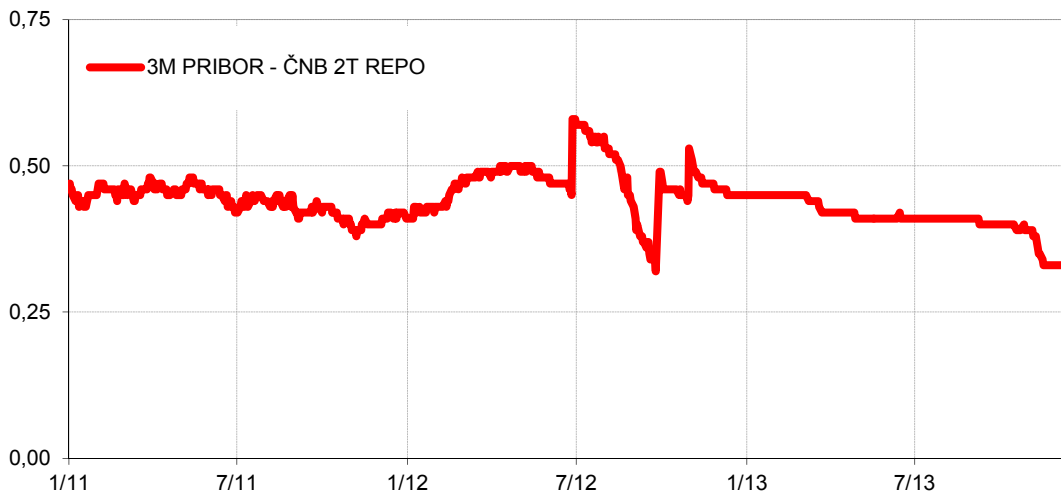
Graf 6: IRS CZK



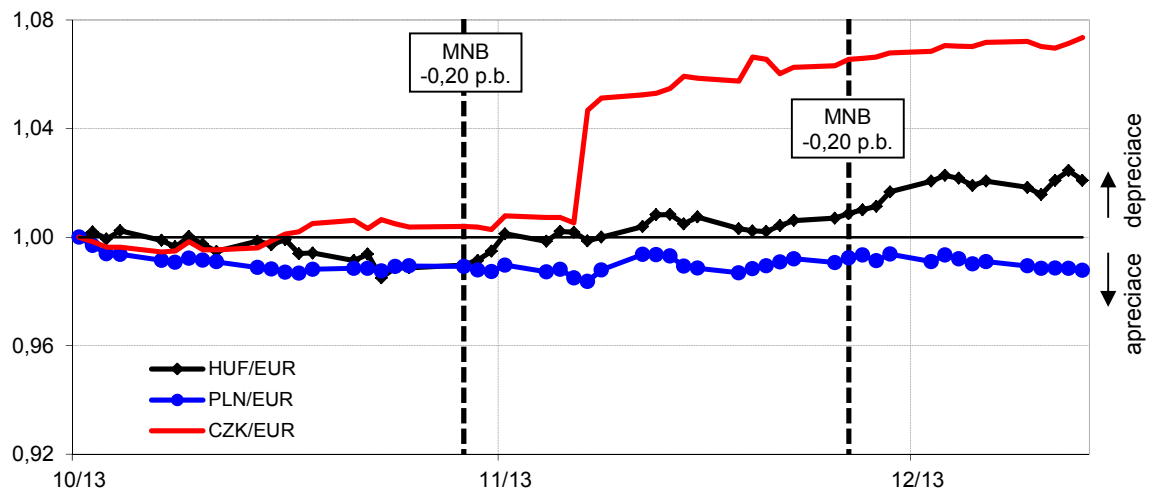
Graf 7: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



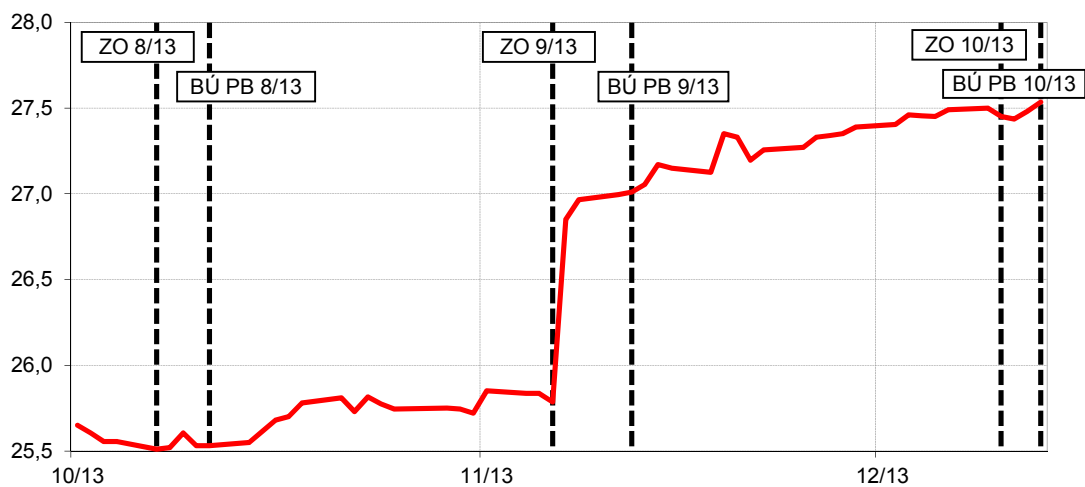
Graf 8: Úrokové rozpětí v ČR



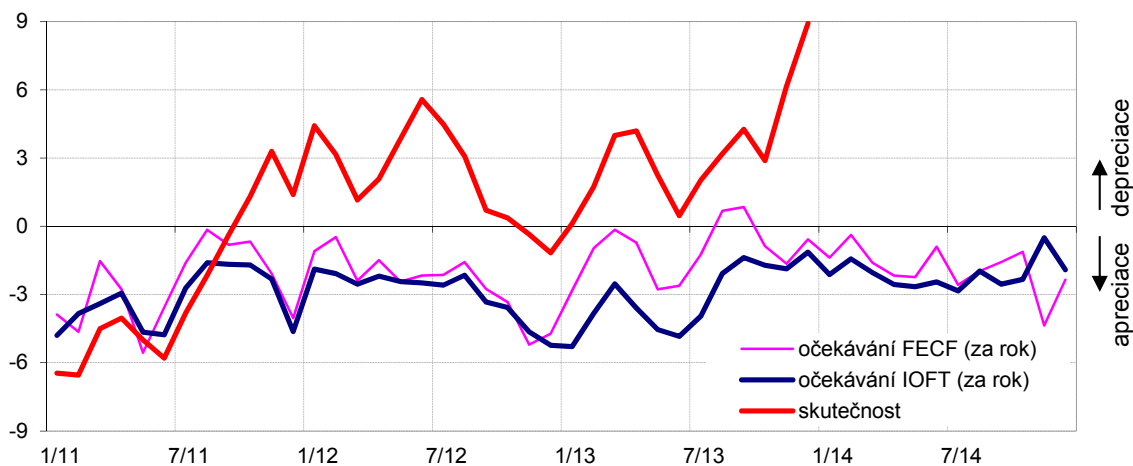
Graf 9: Kurzy středoevropských měn (1.10. = 1,0)



Graf 10: Kurz CZK/EUR

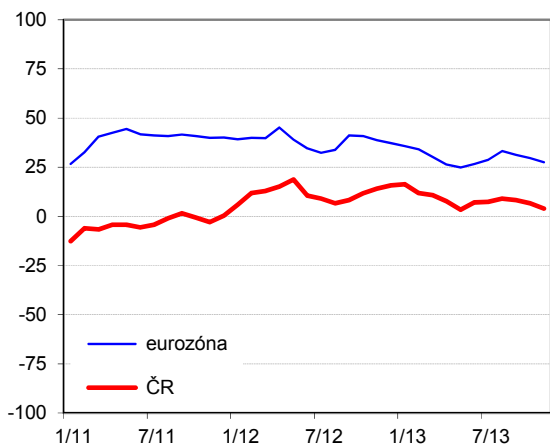


Graf 11: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

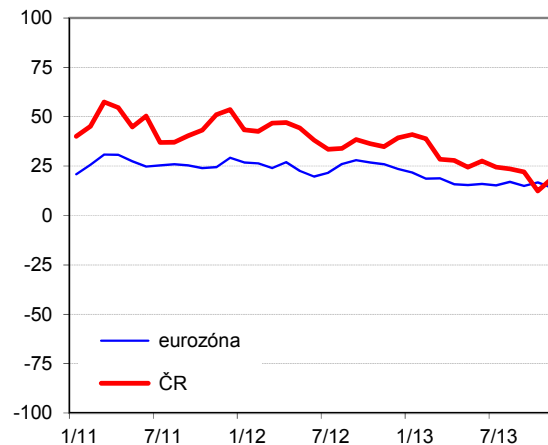


Graf 12: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

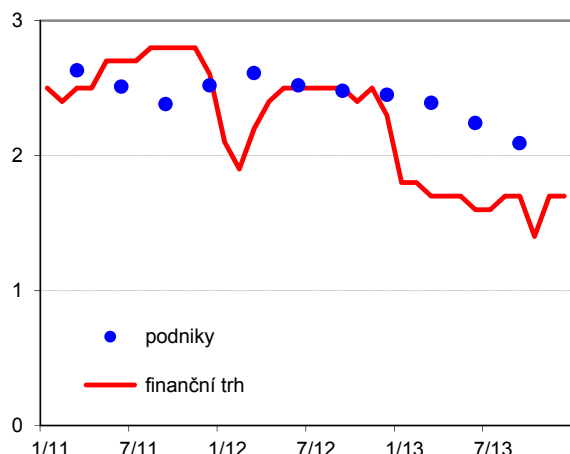


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

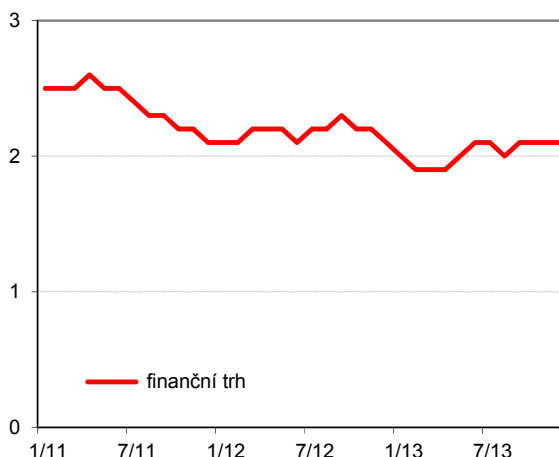


Graf 13: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



Příloha: Komunikované důvody a přínosy zahájení používání kurzu – hlavní kontury

Dlouhodobě významně protiinflační působení domácí ekonomiky, jejíž dynamika v posledních letech je nejhorší ve srovnání s našimi sousedy, a s tím související útlum na českém trhu práce pokračují. Nacházíme se poblíže dna hospodářského cyklu a česká ekonomika operuje cca 2-4 % pod hranicí svých možností.

Pokles dovozních cen, cen ve zpracovatelském průmyslu, cen zemědělských prvovýrobců, cen tržních služeb a stavebních prací i cen nemovitostí vysílá jasný signál, že se silně podchlazená ekonomická aktivita a útlum na trhu práce projevují v deflačních tendencích nejen u spotřebitelských cen, ale jdoucích napříč celým hospodářstvím.

Potřeba dalšího uvolnění měnové politiky implikovala snížení měnověpolitických úrokových sazeb v rozsahu necelého jednoho procentního bodu (čtyř snížení ve standardních krocích po 0,25 procentního bodu). Pokles tržních úrokových sazeb do záporných hodnot implikovaný poslední prognózou v praxi nemohl nastat. Bez reakce ČNB by s největší pravděpodobností došlo k přerušení stabilního vývoje kurzu a koruna by začala posilovat. Měnová politika by nebyla dostatečně uvolněná, a to ani v úrokové ani v kurzové složce měnových podmínek.

Nedostatečné uvolnění měnové politiky by zesílilo deflační tendence v ekonomice, zbrzdilo by či zcela zastavilo počínající oživení a zlepšování situace na trhu práce a ekonomika by byla nakonec mohla být uvržena do další vlny recese či dokonce do dlouhodobé deflace. Mimořádně nepříjemnou vlastností deflace totiž je to, že jakmile do ní ekonomika jednou upadne, je z ní velmi těžké vybědnout. Její ekonomické a sociální dopady jsou přitom krajně neblahé (propouštění, pokles mezd a spotřeby, růst reálné hodnoty dluhů a problémů s jejich splácením atd.). Proto je také v případě deflace prevence mnohem účinnější než následná léčba.

Oslabení kurzu koruny do blízkosti 27 CZK/EUR ze strany centrální banky odvrací riziko déletrvající deflace a zabezpečuje zachování cenové stability. Vede totiž k návratu inflace k cíli ČNB již ve druhém pololetí příštího roku i při nulových úrokových sazbách. Přitom

průměrná inflace na příští rok v tomto scénáři dosahuje 1,3 %, což je druhá nejnižší hodnota za posledních deset let. V úhrnu za roky 2014-2015 pak inflace v tomto scénáři činí 2 %, tj. přesně odpovídá dlouhodobě platnému a komunikovanému cíli ČNB.

Oslabený kurz bude v příštím roce působit prostřednictvím vyšších vývozů, nižších reálných úrokových sazeb a následně i příznivějšího vývoje na trhu práce promítajícího se pozitivně do spotřeby domácností na rychlejší oživení ekonomiky. Ta v příštím roce vzroste o 2,1 %, tj. o více než 1 procentní bod rychleji ve srovnání se situací, která by nastala, kdyby ČNB neuvolnila měnové podmínky (bude vyrobeno o 65 mld. Kč více zboží a služeb). Ve výsledku tak bude zachováno/vytvořeno o 35 tis. pracovních míst více, než kdyby ČNB neintervenovala.

Možnost, že ČNB přistoupí k devizovým intervencím, byla komunikována již od listopadu loňského roku a na několika posledních letošních tiskových konferencích po měnových zasedáních bankovní rady přímo zaznělo, že pravděpodobnost zahájení devizových intervencí se zvyšuje, resp. zůstává vysoká. Toto opatření doporučily ČNB během svých letošních misí v ČR delegace MMF a OECD a obě instituce současně pozitivně komentovaly zahájení intervencí, když k nim ČNB v listopadu přistoupila.

Devizové intervence jsou legitimním (jinými centrálními bankami v současnosti i ČNB v minulosti běžně používaným) nástrojem měnové politiky, a to platí zejména v situaci, kdy její základní nástroj – úrokové sazby – narazil na nulovou spodní hranici. ČNB ovlivňováním devizového kurzu naplňuje svůj zákonný mandát, kterým je udržet cenovou stabilitu, a tím přispívat ke stabilnímu vývoji české ekonomiky. Nulová inflace není považována za cenovou stabilitu mimo jiné proto, že měření inflace bývají zkreslená směrem nahoru a nula by fakticky znamenala pokles cen očištěných o změny kvality. Většina centrálních bank ve vyspělých zemích má stanoven cíl ve výši 2 % či v těsné blízkosti této hodnoty.

Používání kurzu jako dalšího nástroje uvolněné měnové politiky přitom nelze vnímat jako změnu cíle měnové politiky, tím zůstává cenová stabilita, vyjádřená inflačním cílem ve výši 2 %. ČNB vnímá kurzový závazek jako asymetrický, tj. jednostranný ve smyslu toho, že nepřipustí posílení kurzu na úroveň, které by už nebylo možné interpretovat jako „poblíž hladiny 27 CZK/EUR“. Na slabší straně hladiny 27 CZK/EUR nechává ČNB kurz koruny plovat. Kurz tak bude v následujícím období poblíž 27 CZK/EUR nebo slabší dle vývoje nabídky a poptávky na mezibankovním devizovém trhu.