

# Měnověpolitické doporučení pro 1. SZ 2014

Sekce měnová a statistiky

## 1. Základní scénář prognózy z 1. SZ 2014

Východiskem pro únorové měnověpolitické zasedání je *nová makroekonomická prognóza z 1. SZ 2014*, v níž poprvé základní scénář zohledňuje používání devizového kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky. Následující odstavce ve stručnosti shrnují počáteční podmínky, předpoklady a hlavní kontury nové prognózy.

Domácí ekonomika ve třetím čtvrtletí 2013 meziročně klesla o 1,2 % vlivem snížení čistého vývozu a pokračujícího propadu hrubé tvorby fixního kapitálu. Mezičtvrtletně se ekonomická aktivita již druhý kvartál v řadě lehce zvýšila, mezera výstupu však setrvala ve výrazně záporných hodnotách. Celková inflace se ve čtvrtém čtvrtletí nacházela v dolní polovině tolerančního pásma cíle (v průměru na 1,1 %), měnověpolitická inflace se nacházela hluboko pod jeho dolní hranicí (v průměru na 0,3 %). Záporná korigovaná inflace bez pohonných hmot nadále odrážela zejména protiinflační působení domácí ekonomiky, zatímco oslabený kurz koruny začal prostřednictvím dovozních cen působit v opačném směru.

Ekonomická aktivita v efektivní eurozóně ve druhé polovině roku 2013 mírně vzrostla, v letošním roce dosáhne její růst 1,5 % a v příštím roce dále zrychlí. Zahraniční cenový vývoj zůstává vlivem snížení cen komodit při jen pozvolném ožívání ekonomické aktivity v eurozóně velmi utlumený, bude však postupně zrychlovat. Nízký tržní výhled úrokových sazeb 3M EURIBOR na celém horizontu prognózy odráží zejména očekávání pokračující uvolněné měnové politiky ECB, reflektující deflační rizika v krátkodobém horizontu a absenci inflačních tlaků v horizontu střednědobém. Tržní výhled předpokládá v letošním roce 3M EURIBOR v průměru na 0,3 % a v roce 2015 na 0,5 %. Výhled kurzu eura vůči americkému dolaru naznačuje oslabování eura z jeho aktuálně posílené hodnoty. U cen ropy je předpokládán klesající trend na celém horizontu prognózy.

Domácí ekonomická aktivita v letošním roce vzroste o 2,2 % v důsledku oživení zahraniční poptávky a uvolnění domácích měnových podmínek prostřednictvím kurzu koruny. V roce 2015 růst domácí ekonomiky dále zrychlí na 2,8 %, mimo jiné s přispěním mírně expanzivní fiskální politiky. Na začátku roku 2014 prognóza očekává další pokles meziroční inflace až na 0,4 %, když bude mírný růst čisté inflace převážen výrazným propadem regulovaných cen a odezněním primárních dopadů změn DPH z minulého roku. Vlivem rostoucích dovozních cen a později i oživení růstu domácích mezd a ekonomické aktivity bude inflace následně zrychlovat a celková i měnověpolitická inflace se na konci roku 2014 vrátí k 2% cíli ČNB. Začátkem roku 2015 pak při obnoveném růstu regulovaných cen oba ukazatele inflace překročí horní polovinu tolerančního pásma cíle a v dalším průběhu roku se k němu budou přibližovat shora.

Kurz koruny vůči euru na konci roku 2013 oslabil nad hladinu 27 CZK/EUR v návaznosti na listopadové rozhodnutí ČNB začít používat kurz jako nástroj uvolnění měnové politiky.

Prognóza předpokládá návrat kurzu k hladině 27 CZK/EUR během stávajícího čtvrtletí (pro nějž je krátkodobá prognóza kurzu nastavena na průměrné hodnotě 27,3 CZK/EUR), na které by měl kurz dle předpokladu prognózy setrvat po dobu potřebného uvolnění měnových podmínek, tj. do počátku roku 2015. Po opuštění deklarované intervenční hladiny na počátku roku 2015 měnový kurz posílí o 0,6 CZK/EUR a do konce roku 2015 bude postupně dále posilovat na hladinu 26,2 CZK/EUR.

Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb do začátku roku 2015 na stávající velmi nízké úrovni, která odráží ponechání 2T repo sazby na technické nule a předpoklad setrvání úrokové prémie na peněžním trhu na současných hodnotách. V roce 2015 je s prognózou konzistentní nárůst tržních sazeb v rozsahu cca 0,7 procentního bodu.

Během zpracování prognózy bylo identifikováno několik dílčích rizik a oboustranných nejistot, o nichž je možno se dočíst na příslušných místech 1. Situační zprávy, nebyly však natolik výrazné, aby vedly ke zpracování alternativního scénáře prognózy. Vzhledem k jejich charakteru potom Sekce měnová a statistiky celkově hodnotí rizika nové prognózy jako **vyrovnaná**.

Nastavení úrokových sazeb a měnového kurzu (resp. jejich fixování na výše uvedených hladinách) v nové prognóze odráží listopadové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady a následnou komunikaci ČNB. Adekvátnost ponechání stávajícího nastavení měnových podmínek ve světle od té doby dostupných dat je potvrzena „bezproblémovým“ vyzněním nové prognózy. Toto hodnocení bylo navíc ověřeno zpracováním dalších simulací. V další části měnověpolitického doporučení je proto stručně popsán scénář s volnými úrokovými sazbami a scénář s endogenní (nikoliv konstantní) trajektorií kurzu, která zajišťuje požadované uvolnění měnových podmínek nedosažitelné pomocí úrokových sazeb. Poté následují vyjádření Sekce bankovních obchodů, a kapitoly věnované komunikaci ČNB a očekáváním finančních trhů. Textovou část dokumentu pak uzavírá vlastní měnověpolitické doporučení Sekce měnové a statistiky (včetně komunikačního doporučení a návrhu oznámení pro média).

## 2. Další podkladové scénáře pro měnověpolitické rozhodování

Byl zpracován „standardní“ **scénář s volnými sazbami**, který nadále (podobně jako v 7. SZ 2013) implikuje hypoteticky záporné měnověpolitické sazby po celý rok 2014, a ukazuje tak na potřebu pokračovat v uvolněné měnové politice za použití měnového kurzu jako dalšího jejího nástroje. Tím relevance tohoto scénáře pro další měnověpolitické úvahy v současnosti končí.<sup>1</sup> Jeho význam opět naroste s tím, jak se budeme přibližovat k exitu z používání kurzu, resp. nám tento scénář pomůže určit optimální okamžik ukončení kurzového závazku.

Rozsah potřebného uvolnění měnových podmínek prostřednictvím oslabeného měnového kurzu je pak kvantifikován v podobě **scénáře s endogenním kurzem** (viz Graf níže). Ten ukazuje, že trajektorie měnového kurzu, která zajišťuje požadované uvolnění měnových podmínek (a která tak nahrazuje neuskutečnitelné snížení úrokových sazeb pod technicky nulovou hranici) je velmi blízko kurzové trajektorii z alternativního scénáře 7. SZ 2013, a tudíž nadále implikuje v nejbližším období úroveň kurzu poblíž 27 CZK/EUR. V delším horizontu pak implikovaný kurz posiluje ve srovnání s alternativním scénářem 7. SZ 2013 na mírně slabší hladinu. Drobnou změnou je ve srovnání s alternativním scénářem 7. SZ

---

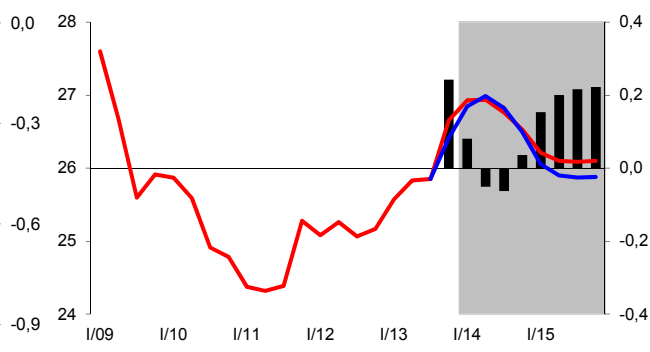
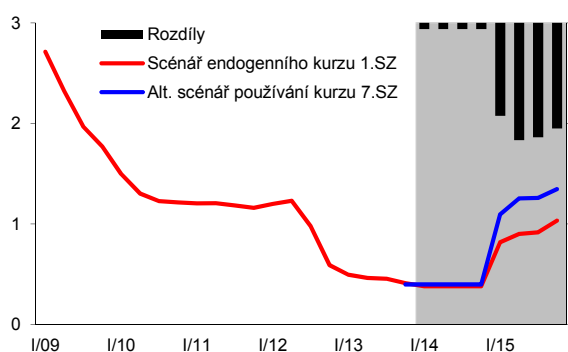
<sup>1</sup> Scénář bude stručně popsán v prezentaci SMS na měnovém jednání bankovní rady.

pomalejší nárůst úrokových sazeb 3M PRIBOR v roce 2015 (po opuštění intervenčního režimu), ve kterém se odráží zejména nižší výhled zahraničních sazeb v důsledku listopadového snížení úrokových sazeb a komunikace ze strany ECB. Také inflace se v tomto scénáři vyvíjí v souladu s původními předpoklady, přičemž v roce 2015 je mírně nižší z důvodu nižší predikované spotřeby domácností. Pokles HDP v roce 2013 byl oproti původním předpokladům hlubší, naopak v letošním a zejména příštím roce by ekonomická aktivita měla růst rychleji jako důsledek vyššího výhledu zahraniční poptávky a slabšího kurzu.

#### Graf: Scénář s endogenním měnovým kurzem

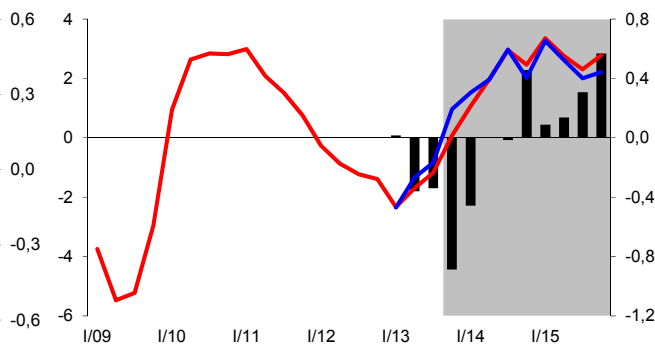
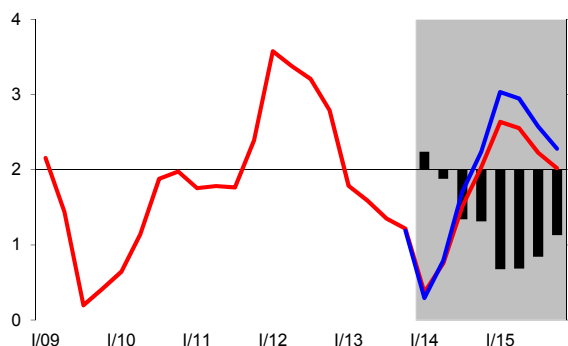
3M PRIBOR (% , pravá osa rozdílů v p. b.)

Měnový kurz (CZK/EUR, pravá osa rozdílů v CZK)



Celková inflace (mzr. % , pravá osa rozdílů v p. b.)

Reálný HDP (mzr. % , pravá osa rozdílů v p. b.)



Scénář s endogenním kurzem implikuje – stejně jako v 7. SZ 2013 – téměř na celém horizontu prognózy hladinu kurzu o něco silnější než 27 CZK/EUR. Zároveň přitom ale zůstávají v platnosti argumenty, které při zpracování 7. SZ 2013 vedly k doporučení jednostranného kurzového závazku právě na hladině 27 CZK/EUR. Úroveň kurzu na hladině 27 CZK/EUR totiž s dostatečnou pravděpodobností odvrací riziko deflace, zaručuje rychlejší návrat k 2% cíli ČNB a zajišťuje robustnější opuštění nulové hranice pro úrokové sazby počátkem roku 2015.

**Hladinu kurzového závazku na 27 CZK/EUR tak SMS nadále považuje za vhodně zvolenou, neboť kurz na této hladině nadále zajišťuje uvolnění měnových podmínek v potřebném rozsahu.**

### 3. Vyjádření sekce bankovních obchodů

Před zasedáním BR ČNB 17. prosince koruna začala oslabovat a postupně se vyšplhala na hladinu 27,75 CZK/EUR, což je nejslabší hodnota od března 2009. Na trhu tak pokračoval prodej korun ze strany některých „real money klientů“, někteří hráči zároveň začali zavírat dlouhé pozice v CZK. Na trhu postupně klesala aktivita v souvislosti s blízcími se vánočními svátky a koncem roku. Během Vánoc koruna postupně korigovala předchozí ztráty a dostala se k hladině 27,3 CZK/EUR, když sledovala především vývoj dolaru. V lednu se koruna pohybovala mezi 27,3 – 27,6 CZK/EUR bez známek trendu.

Trh momentálně není nijak výrazně angažován ve spekulativních pozicích, převládá spíše obchodování klientů, a proto se koruna drží v úzkém pásmu. Trh se přizpůsobil listopadovému posunu kurzu a zdá se, že uvěřil odhodlání ČNB nepustit kurz výrazněji pod hranici 27 CZK/EUR. Zároveň přestal spekulovat na případný posun hranice na 28 CZK/EUR. V tomto ohledu výrazně pomohla komunikace ze strany guvernéra Singera, že v případě nadměrného spekulativního oslabení nelze vyloučit použití devizových rezerv ČNB na intervence ve směru posílení koruny. Momentálně se jeví jako nejpravděpodobnější scénář, že by koruna mohla v módu pásmového obchodování setrvat minimálně celé první pololetí. Bude ale také záležet na tom, jaká data budou přicházet od nás i ze světa, zejména ve spojitosti s časováním našeho exitu z režimu používání kurzu. Existuje i riziko, že aktuální vlna oslabování měn rozvíjejících se trhů zasáhne silněji i korunu. V týdnu od 27. do 31. ledna jsme byli svědky dopadu této vlny na středoevropský region, když např. maďarský forint deprecioval o více než 2,5 % (viz Graf 9), a i koruna lehce oslabila. V případě narůstajícího napětí doprovázeného silnější korekcí akciových trhů je možné, že budeme svědky výraznějšího oslabování koruny, které by ovšem mohlo být tlumeno spekulacemi trhu na intervenci ČNB proti tomuto pohybu.

### 4. Komunikace ČNB

**Komunikace hraje v současných podmínkách stále mimořádně důležitou roli.** Nejde přitom jen o vysvětlování důvodů a efektů kurzového závazku, ale též o formování očekávání trhů ohledně dalšího vývoje nastavení měnové politiky.

Na **tiskové konferenci po prosincovém měnověpolitickém zasedání** guvernéř ČNB M. Singer oznámil, že rozhodnutí o stabilitě úrokových sazeb bylo jednomyslné. Guvernéř připomněl, že se základním scénářem minulé prognózy byl konzistentní výrazný pokles tržních úrokových sazeb zřetelně pod nulovou úroveň, což v praxi nemohlo nastat. Nejpravděpodobnějším scénářem budoucího ekonomického vývoje se tak v návaznosti na listopadové rozhodnutí bankovní rady stal výhled předpokládající používání kurzu jako dalšího nástroje uvolňování měnové politiky. Tento tzv. „alternativní“ scénář ukázal, že při nulových úrokových sazbách je k odvrácení hrozby dlouhodobější deflace a urychlení návratu inflace k cíli zapotřebí déletrvající oslabení kurzu koruny vůči euru na úroveň poblíž 27 CZK/EUR. Tomu odpovídá kurzový závazek ČNB, který ČNB považuje za jednostranný, což znamená, že 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 plovat dle vývoje nabídky a poptávky na devizovém trhu. Podle guvernéra ČNB nadále považuje hladinu kurzového závazku poblíž 27 CZK/EUR za vhodně zvolenou. Nově dostupné informace potvrzovaly dosavadní sdělení, že ČNB bude držet kurz poblíž 27 CZK/EUR přinejmenším do počátku roku 2015.

Na přelomu roku se několik členů BR vyjádřilo k budoucímu nastavení měnové politiky (viz Tabulka 1). **Komunikace** potvrzovala odhodlanost ČNB udržovat měnový kurz poblíž požadované hladiny přibližně do začátku roku 2015.

**Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů bankovní rady v médiích**

20.12.	M. Singer (Deník)	Říkáme, že pokud bude kurz kolem 27 korun za euro, tak ceny porostou tempem, kterého jsme si v minulosti nikdy nevyšli. Porostou tempem, které je druhé nejpomalejší za uplynulých deset let, konkrétně příští rok v průměru stoupne inflace o pouhých 1,3 procenta. Pakliže by bylo nutné další oslabení koruny, znamená to, že ceny porostou ještě méně, že první negativní impuls, který lidé pocítují, tak je ještě menší, což také není žádné neštěstí...
6.1.	M. Singer (Hospodářské noviny)	A také asi na začátku ne všichni pochopili, že závazek nepustit kurz pod určitou hranici je platný na delší dobu. Někteří si mysleli, že to nemůžeme udržet, což je nesmysl. Centrální banka je schopna oslabit kurz své vlastní měny v míře, v jaké chce, a na jak dlouho chce. Tam není limit. ...Nebo to (kurz slabší než 27 CZK/EUR, pozn. SMS) může znamenat krátkodobé spekulace a pak by měnová politika byla zbytečně uvolněná. Pokud by to byl ten druhý případ, tak samozřejmě, aniž bych měl pocit, že jsou teď naše devizové rezervy nějak excesivní, můžeme debatovat o tom, že jsme bez problémů fungovali s nějakým objemem devizových rezerv před zahájením používání kurzu. Lze tedy diskutovat, zda se z těch rezerv nedá kus použít. Ovšem v této chvíli není na tuto debatu dostatek seriózních dat. Říkali jsme, že chceme kurzem dodat i kus stability ekonomice a měl by být poblíž 27 korun za euro delší dobu. Abychom měnili tuto hladinu, to by muselo v ekonomice dojít k dramatické změně situace...Budeme z toho režimu vystupovat až ve chvíli, kdy nám posílení měny nebude vadit. Jinak řečeno, až bude třeba přiblížit se inflačnímu cíli shora... Nejsme samozřejmě schopni udělat ten přesný závazek na nějaký konkrétní den příslušného měsíce i proto, že ten daný den o tom budeme hlasovat. Trh ale bude mít včas informace o tom, že rizika narůstají opačným směrem, a bude mít informaci, že to začínáme reflektovat.
7.1.	M. Singer (Radiožurnál)	Tak, jak říkám, my teď spíš budeme sledovat, co ten trh dělá. Protože na trhu může docházet ke dvěma věcem. Jednak, že ti účastníci, ti velcí hráči, kteří ten trh samozřejmě ovlivňují, si řeknou, že kurz je konzistentní s tím, co my chceme. To znamená návrat celkové inflace v zásadě k cíli, který je 2 %, je prostě slabší než těch 27. A nebo je to čistě o spekulacích, o krátkodobých jevech, které jsou dány tím, že někdo prostě potřeboval více peněz krátkodobě. A v tuhle chvíli říkat, co bude dál, je pro nás trochu brzo. Potřebujeme zase vidět i ta čísla, minimálně tedy v tomhle případě za prosinec, a potřebujeme vidět, jak se trh bude vyvíjet.
13.1.	M. Hampl (Týden)	Není to jako u úrokových sazeb, kdy se změna projevuje v horizontu až osmnácti měsíců. U kursu je to trochu rychlejší. Nicméně efekty se v ekonomice už projevují. Zhodnotit to budeme moci, jakmile dosáhneme cílů v oblasti, které jsme si stanovili.
14.1.	V. Tomšík (Hospodářské noviny)	Přitom není žádný důvod, proč veškerou tíhu měnové a celkové stabilizační politiky přesouvat pouze na bedra úrokových sazeb, jejichž možnosti navíc ČNB již plně vyčerpala, když malá otevřená ekonomika má k dispozici i další účinný nástroj v podobě měnového kurzu.
24.1.	M. Singer (Lidové noviny)	Nemyslím, že to bude potřeba (na dotaz, zda se uvažuje o ještě slabším kurzu koruny, pozn. SMS). Naopak. Myslím, že těch sedmadvacet korun za euro je správný cíl... Říkali jsme, že minimálně po celý tento rok (na dotaz, zda cíl vydrží asi rok a půl, pozn. SMS). Chystáme novou prognózu, pak určitě uvidíme víc. Ale v tuto chvíli to ještě nemohu komentovat.

**Zvýšený zájem médií i veřejnosti je očekáván i v souvislosti s únorovým měnovým zasedáním bankovní rady**, následnou tiskovou konferencí a dalšími komunikačními aktivitami. Pozornost odborné veřejnosti se zřejmě zaměří zejména na vyjádření členů bankovní rady a dalších představitelů ČNB ohledně případné změny intervenční hladiny kurzu a délce kurzového závazku. Nelze však vyloučit, že dotazy novinářů budou nadále směřovat na důvody a očekávané dopady současné politiky používání kurzu jako nástroje ČNB.

Osou komunikace by přitom mělo být sdělení, že **nová data a na jejich základě zpracované analýzy potvrzují správnost listopadového rozhodnutí. ČNB nadále považuje intervenční hladinu kurzu poblíž 27 CZK/EUR za vhodně zvolenou a nově dostupné**

informace potvrzují předchozí vyjádření, že režim používání kurzu jako nástroje měnové politiky bude pokračovat zhruba **do začátku roku 2015**. Nadále je také potřeba trpělivě a pozitivně vysvětlovat důvody a přínosy přijatého rozhodnutí v duchu dosavadní komunikace.

Za účelem posílení účinnosti komunikace měnového rozhodnutí ČNB vůči médiím a odborné i laické veřejnosti bude počínaje tiskovou konferencí po únorovém měnovém zasedání bankovní rady zveřejňováno tzv. **prohlášení bankovní rady**, které p. guvernér či zastupující viceguvernér přečte při prezentaci na této konferenci. Toto prohlášení bude obsahovat jasné sdělení rozhodnutí bankovní rady, vysvětlení důvodů jeho přijetí a důsledků a dopadů na ekonomiku. Po skončení tiskové konference bude prohlášení okamžitě zveřejněno na webových stránkách ČNB v české i anglické jazykové mutaci.

**Další změny v obsahu a harmonogramu komunikace** měnového rozhodnutí budou uskutečněny počínaje 3.SZ 2014 (v souladu s rozhodnutím bankovní rady k příslušnému materiálu SAOK z konce ledna 2014).

## 5. Reakce a očekávání finančních trhů

Na **prosincovém zasedání** (17.12.) BR ponechala základní úrokové sazby beze změny. Bankovní rada také rozhodla nadále používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek a potvrdila jednostranný závazek ČNB intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR.

Rozhodnutí o stabilitě sazeb bylo očekáváno všemi analytiky. Z dotazníků *IOFT* (12.12.) vyplývalo, že na prosincovém zasedání BR ČNB všech třináct analytiků očekávalo stabilitu základních sazeb ČNB. Odhady všech analytiků ohledně úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R dosahovaly 0,05 %. Podle šetření agentury *Thomson Reuters* (13.12.) všech šestnáct 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 %). Rovněž všech jedenáct analytiků oslovených agenturou *Bloomberg* (13.12.) očekávalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na prosincovém měnověpolitickém zasedání BR ČNB.

Podle prosincového průzkumu agentury *Thomson Reuters* analytici předpokládali ukončení režimu intervencí v období 3Q14 až 2H15. Přibližně polovina z nich si myslela, že režim intervencí bude ukončován postupně, např. úpravou intervenční hladiny kurzu. Pouze jeden analytik očekával, že exit z devizových intervencí bude doprovázen bezprostředním zvyšováním úrokových sazeb.

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR stagnovaly. Sklon výnosové křivky sazeb **PRIBOR** zůstává rostoucí (viz Graf 2). Výhled sazeb **FRA** implikuje očekávanou přibližnou stabilitu sazeb 3M PRIBOR minimálně do konce letošního roku, což odpovídá převažujícímu očekávání na ponechání měnověpolitických úrokových sazeb na technicky nulové hodnotě a aktuální výši prémie na peněžním trhu. V celém horizontu se tržní výhled pohybuje v blízkosti trajektorie sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB, která zohledňuje používání kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky (viz Graf 4).

Sazby **IRS** se od posledního zasedání BR téměř nezměnily. 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* (15.1.) vyplývá, že na únorovém zasedání BR ČNB všech třináct analytiků očekává stabilitu základních sazeb ČNB. Rovněž odhady všech analytiků ohledně úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R dosahují 0,05 %.

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

**Tabulka 2: Očekávání analytiků ohledně směru, rozsahu a časování další změny 2T repo sazby dle Thomson Reuters (3.2.2014)**

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

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 osmnáct analytiků oslovených agenturou *Bloomberg* (3.2.) očekávalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na únorovém měnověpolitickém zasedání BR ČNB.

Analytici v rámci šetření *IOFT* i *FECEF* očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 26,9 CZK/EUR, tj. o 2,2 % vůči současným hodnotám kolem 27,5 CZK/EUR. Prognóza ČNB očekává pro 1Q15 kurz na úrovni 26,4 CZK/EUR. Podle průzkumu agentury *Thomson Reuters* analytici předpokládají ukončení režimu intervencí v období 4Q14 až 2H15. Menší část z nich si myslí, že režim intervencí bude ukončován postupně, např. úpravou intervenční hladiny kurzu. Pouze jeden analytik očekává, že exit z devizových intervencí bude doprovázen bezprostředním zvyšováním úrokových sazeb.

## 6. Měnověpolitické doporučení SMS

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

- ponechat měnověpolitické úrokové sazby beze změny, nadále komunikovat záměr držet úrokové sazby na stávajících úrovních (tj. na „technické nule“) přinejmenším do okamžiku ukončení používání kurzu jako nástroje uvolňování měnových podmínek
- potvrdit závazek ČNB v případě potřeby neomezeně intervenovat na devizovém trhu ve směru oslabení kurzu koruny na hladinu poblíž 27 CZK/EUR
- komunikovat, že bankovní rada ČNB nadále považuje hladinu kurzového závazku na 27 CZK/EUR za vhodně zvolenou, neboť kurz na této hladině nadále zajišťuje uvolnění měnových podmínek v potřebném rozsahu
- komunikovat, že nově dostupné informace potvrzují předchozí vyjádření, že režim používání kurzu jako nástroje měnové politiky bude pokračovat přinejmenším do začátku roku 2015 a komunikovat i další klíčová sdělení obsažená v prohlášení bankovní rady na tiskovou konferenci
- pokračovat v komunikaci důvodů a přínosů zahájení intervencí v dosavadním duchu.

### 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 %.*

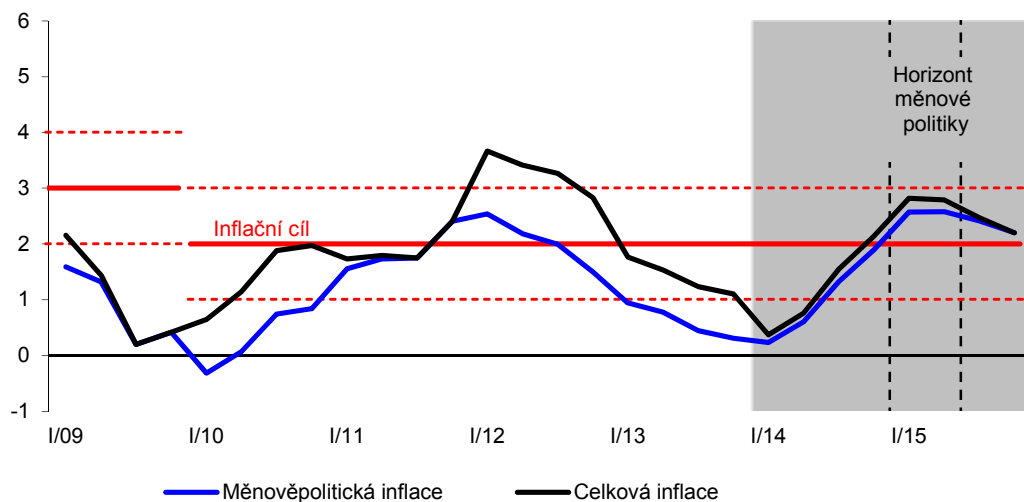
*Bankovní rada ČNB také rozhodla nadále používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek a potvrdila závazek ČNB intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR.*

*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.*

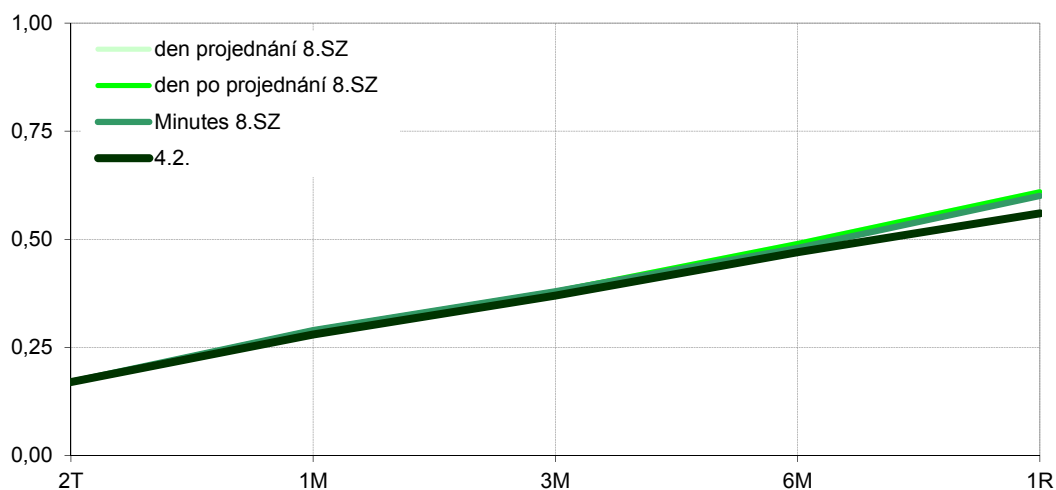
*Bližší informace ke kurzovému závazku ČNB lze nalézt na stránkách ČNB ([http://www.cnb.cz/cs/faq/kurzovy\\_zavazek.html](http://www.cnb.cz/cs/faq/kurzovy_zavazek.html)).*



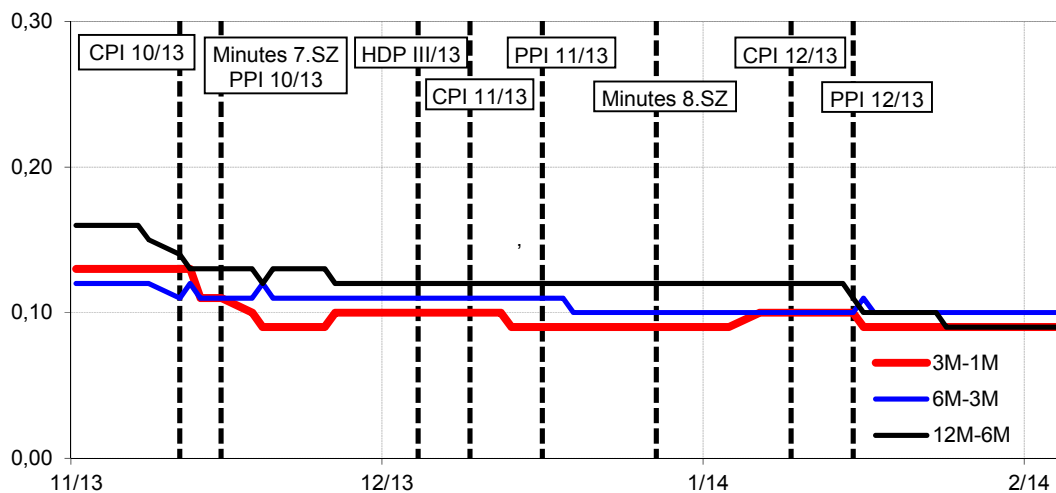
**Graf 1: Prognóza inflace z 1. SZ 2014 a cíl ČNB**



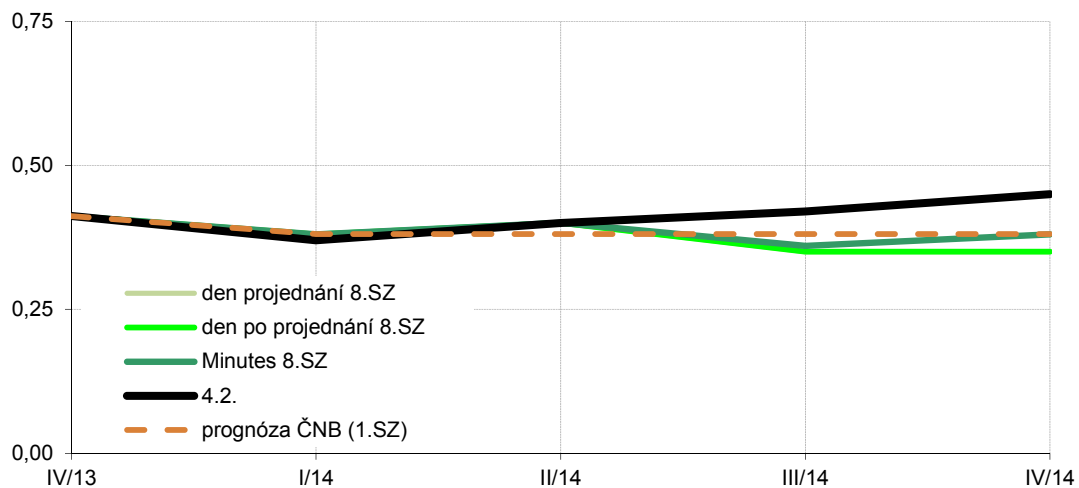
**Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR**



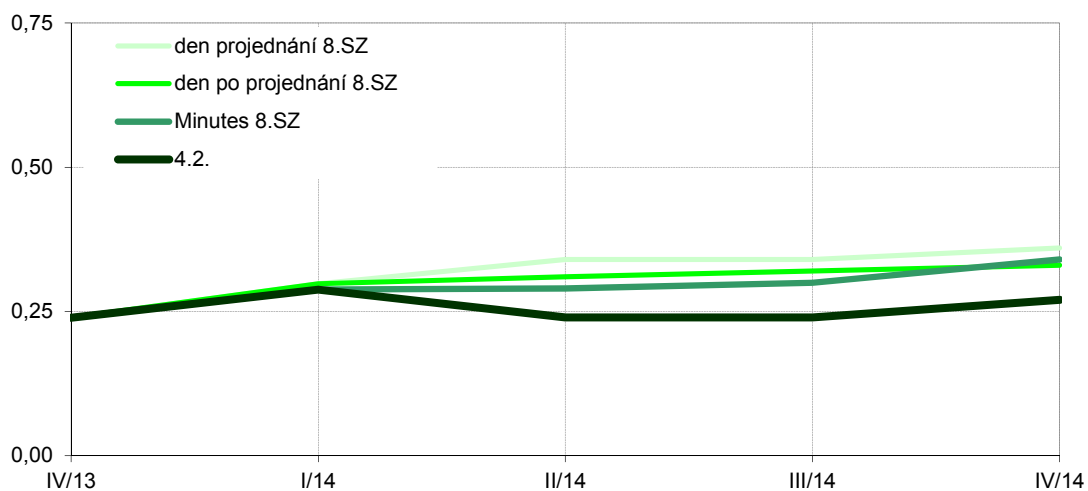
**Graf 3: Úroková rozpětí – PRIBOR**



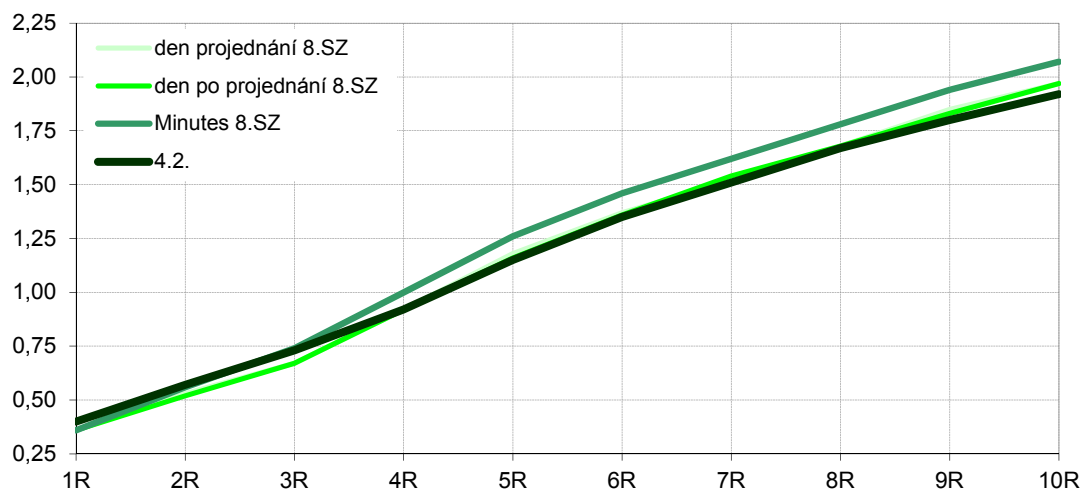
**Graf 4: 3M PRIBOR, FRA**



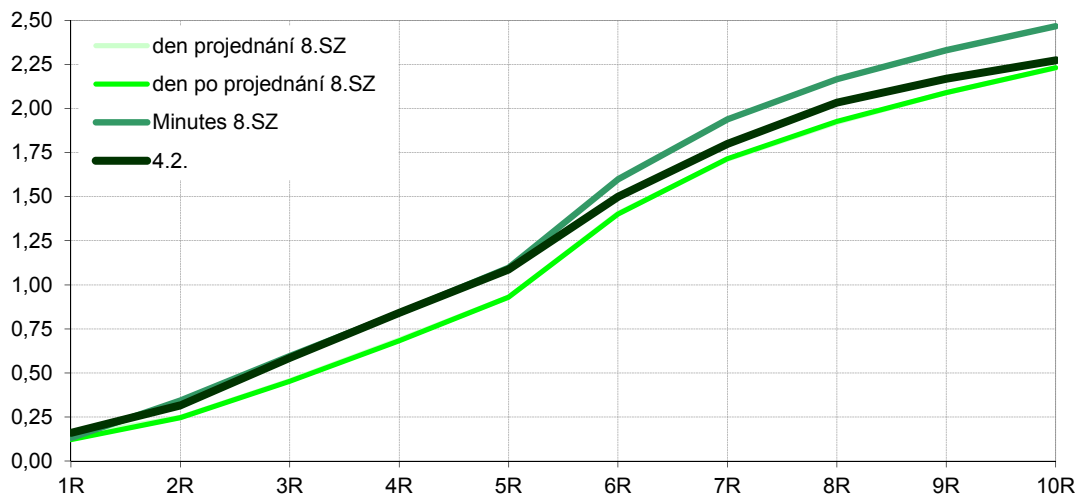
**Graf 5: 3M EURIBOR, FRA**



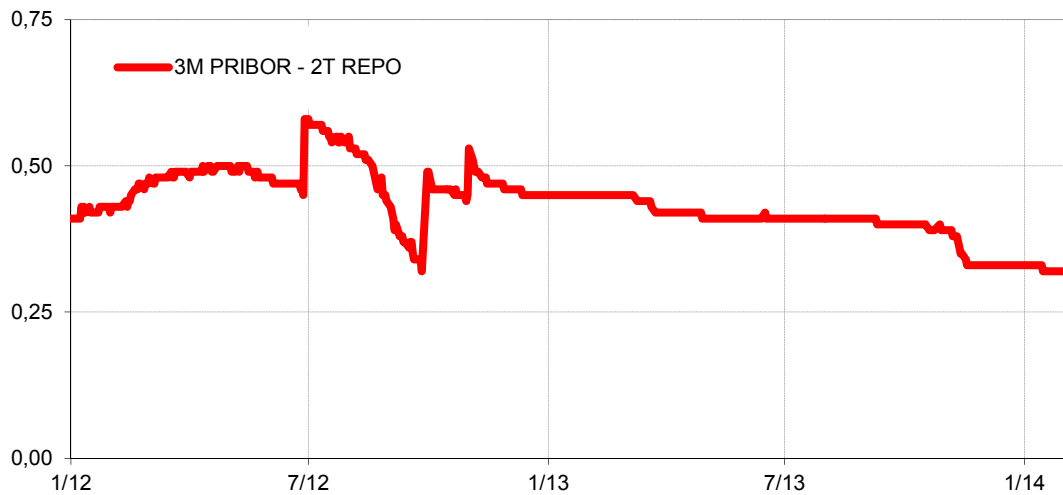
**Graf 6: IRS CZK**



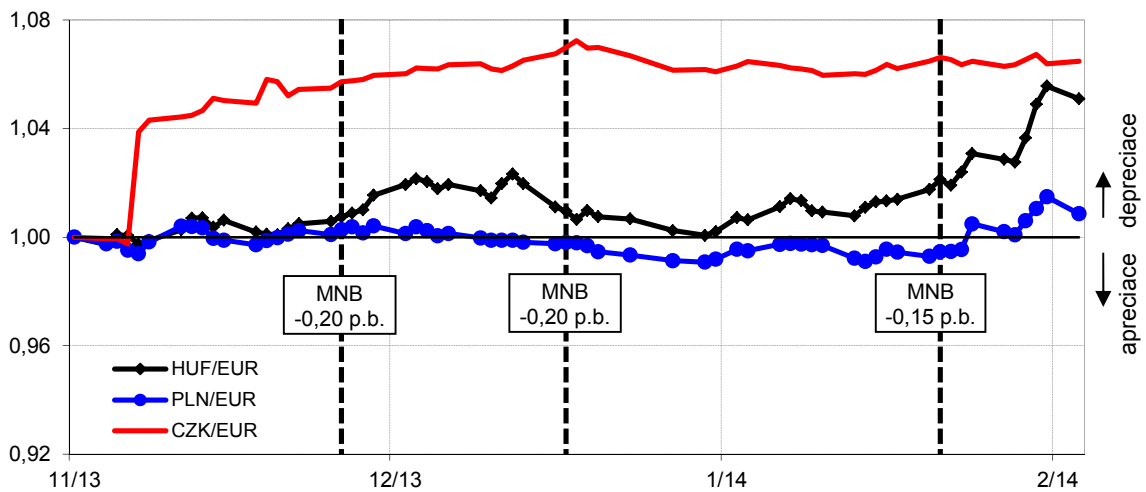
**Graf 7: Výnosová křivka českých státních dluhopisů**



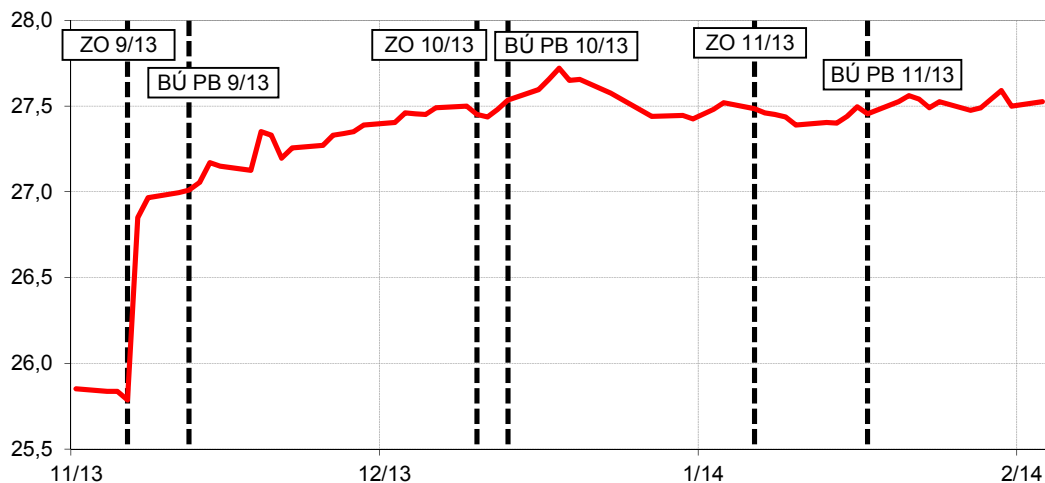
**Graf 8: Úrokové rozpětí v ČR**



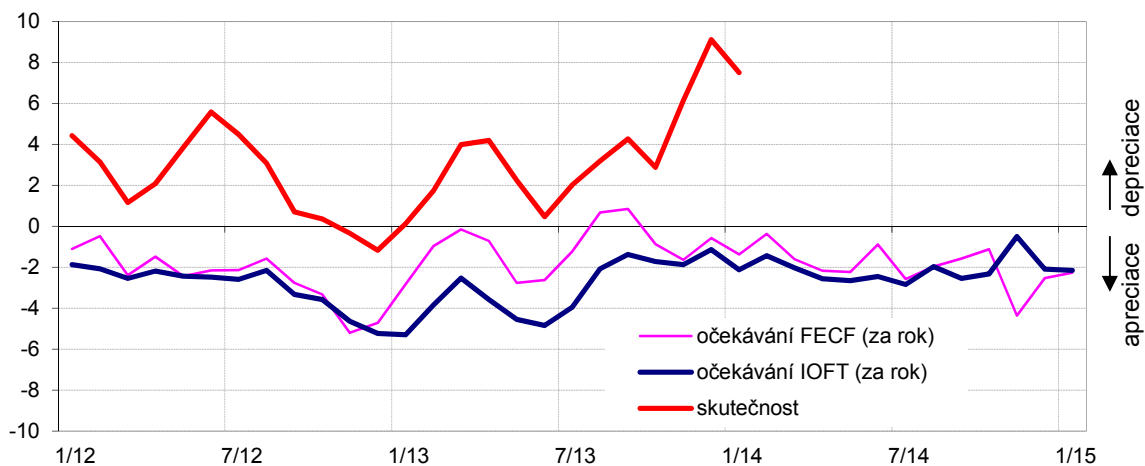
**Graf 9: Kurzy středoevropských měn (1.11. = 1,0)**



**Graf 10: Kurz CZK/EUR**

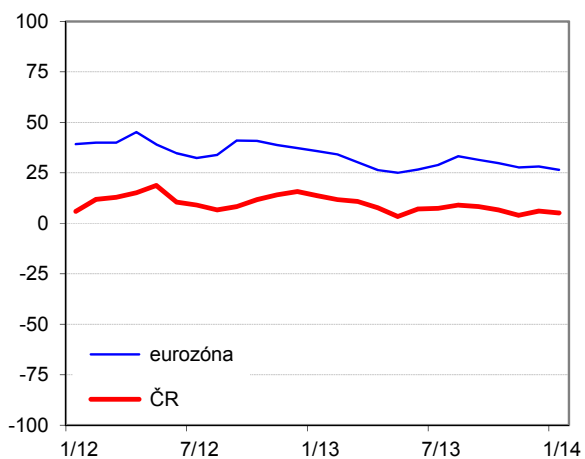


**Graf 11: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %**

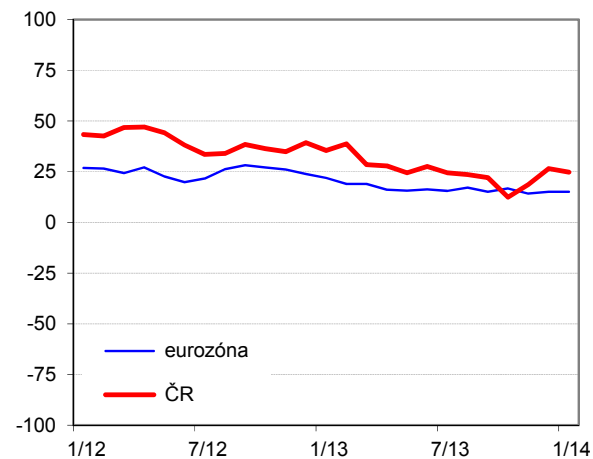


**Graf 12: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)**

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

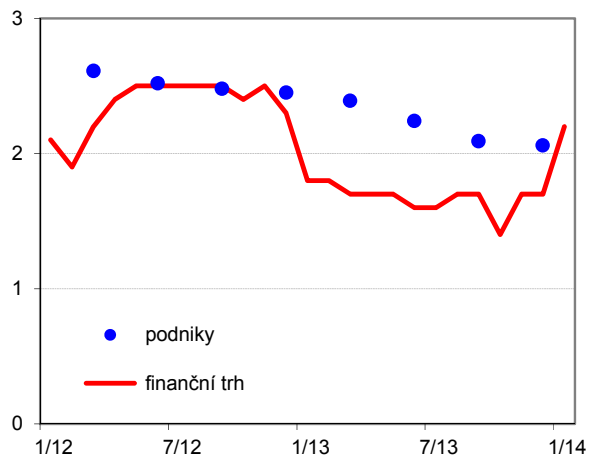


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

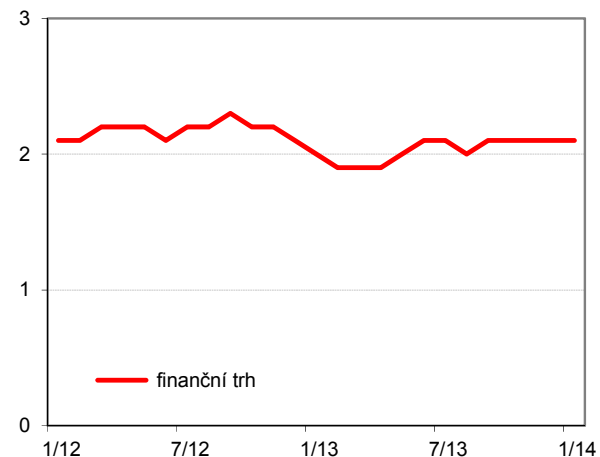


**Graf 13: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %**

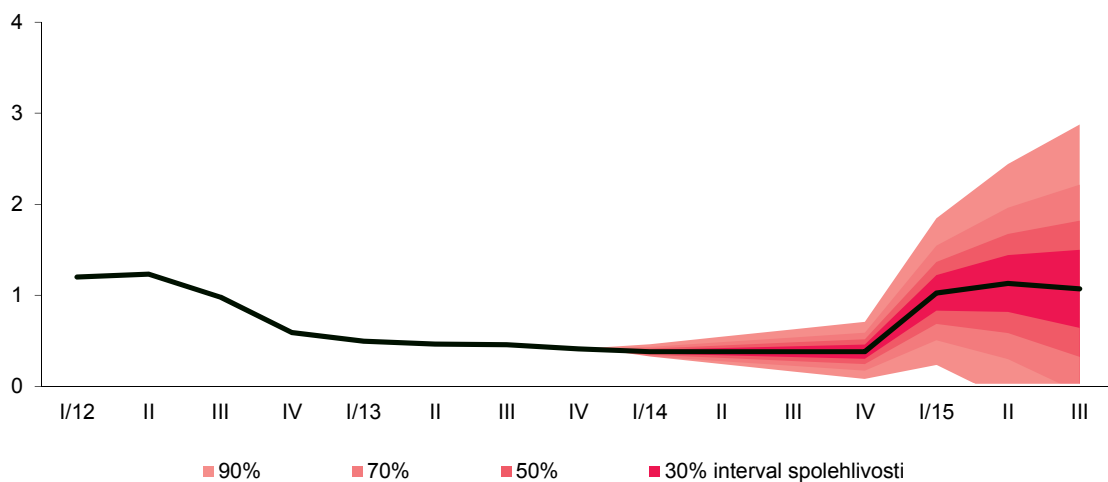
Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



**Graf 14: Vějířový graf úrokových sazeb v %**



**Graf 15: Prognóza měnového kurzu CZK/EUR**

