

Měnověpolitické doporučení pro 2. SZ 2014

Sekce měnová a statistiky

1. Prognóza z 1. SZ 2014 a její naplňování dle 2. SZ 2014

Východiskem pro březnové měnověpolitické zasedání zůstává **makroekonomická prognóza z 1. SZ 2014**, která zohlednila používání devizového kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky. Následující odstavce ve stručnosti rekapituluji počáteční podmínky, předpoklady a hlavní kontury této prognózy.

Domácí ekonomika se ve druhé polovině loňského roku odlepila ode dna hospodářského cyklu, mezera výstupu však setrvala ve výrazně záporných hodnotách. Hodnoty celkové i měnověpolitické inflace na začátku letošního roku klesly na nízká, avšak kladná čísla, když byl mírný růst čisté inflace převážen očekávaným výrazným propadem regulovaných cen a odezněním primárních dopadů změn DPH z minulého roku. Záporná korigovaná inflace bez pohonných hmot nadále odrážela zejména protiinflační působení domácí ekonomiky, zatímco oslabený kurz koruny působil prostřednictvím dovozních cen v opačném směru.

Ekonomická aktivita v efektivní eurozóně ve druhé polovině roku 2013 mírně vzrostla a dle lednového výhledu měl v letošním roce dosáhnout její růst 1,5 % a v příštím roce dále zrychlit. Zahraniční cenový vývoj zůstává vlivem předchozího snížení cen komodit při jen pozvolném ožívování ekonomické aktivity v eurozóně velmi utlumený, bude však postupně zrychlovat. Nízký tržní výhled úrokových sazeb 3M EURIBOR na celém horizontu prognózy z ledna letošního roku odrážel zejména očekávání pokračující uvolněné měnové politiky ECB, reflektující deflační rizika v krátkodobém horizontu a absenci inflačních tlaků v horizontu střednědobém. Tržní výhled předpokládal v letošním roce 3M EURIBOR v průměru na 0,3 % a v roce 2015 na 0,5 %. Výhled kurzu eura vůči americkému dolaru naznačoval oslabování eura z jeho posílené výchozí hodnoty. U cen ropy byl předpokládán klesající trend na celém horizontu prognózy.

Domácí ekonomická aktivita v letošním roce vzroste dle prognózy z 1. SZ o 2,2 % v důsledku oživení zahraniční poptávky a uvolnění domácích měnových podmínek prostřednictvím kurzu koruny. V roce 2015 růst domácí ekonomiky dle stávající prognózy dále zrychlí na 2,8 %, mimo jiné s přispěním mírně expanzivní fiskální politiky. Prognóza očekává, že inflace ze současných velmi nízkých hodnot bude v dalším průběhu letošního roku zrychlovat, a to vlivem rostoucích dovozních cen a později i oživení růstu domácích mezd a ekonomické aktivity. Celková i měnověpolitická inflace se tak na konci roku 2014 vrátí k 2% cíli ČNB. Začátkem roku 2015 pak při obnoveném růstu regulovaných cen oba ukazatele inflace překmitnou do horní poloviny 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. Stávající prognóza předpokládala návrat kurzu z hodnot kolem 27,50 CZK/EUR z počátku

roku k hladině 27 CZK/EUR v průběhu letošního prvního čtvrtletí (pro 1Q14 tak byla prognóza kurzu nastavena na průměrné hodnotě 27,3 CZK/EUR). Na hladině 27 CZK/EUR by měl kurz dle předpokladu prognózy setrvat po dobu potřebného uvolnění měnových podmínek, tj. do počátku roku 2015. Po opuštění deklarované intervenční hladiny, ke kterému ve stávající prognóze dochází na počátku roku 2015, má podle této prognózy měnový kurz posílit o 0,6 CZK/EUR a do konce roku 2015 bude postupně dále posilovat na hladinu 26,2 CZK/EUR.

Stávající prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb do začátku roku 2015 na dosavadní 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.

Dle 2. SZ **potvrzují nová domácí i zahraniční data zveřejněná po zpracování 1. SZ argumenty pro provedené oslabení kurzu koruny a rovněž nezpochybňují komunikovaný závazek ČNB držet kurz poblíž hodnoty 27 CZK/EUR přinejmenším do začátku roku 2015.** Nové údaje přitom naznačují, že opuštění výše uvedeného kurzového závazku skutečně nenastane dříve než na počátku příštího roku a **potřeba celkového zpřísnění měnových podmínek by mohla být při exitu menší,** což lze interpretovat i jako možnost jeho **o něco pozdějšího načasování. Toto hodnocení je ovšem předběžné** a bude možno ho potvrdit až na základě plnohodnotného posouzení všech nově dostupných informací v rámci zpracování nové prognózy.

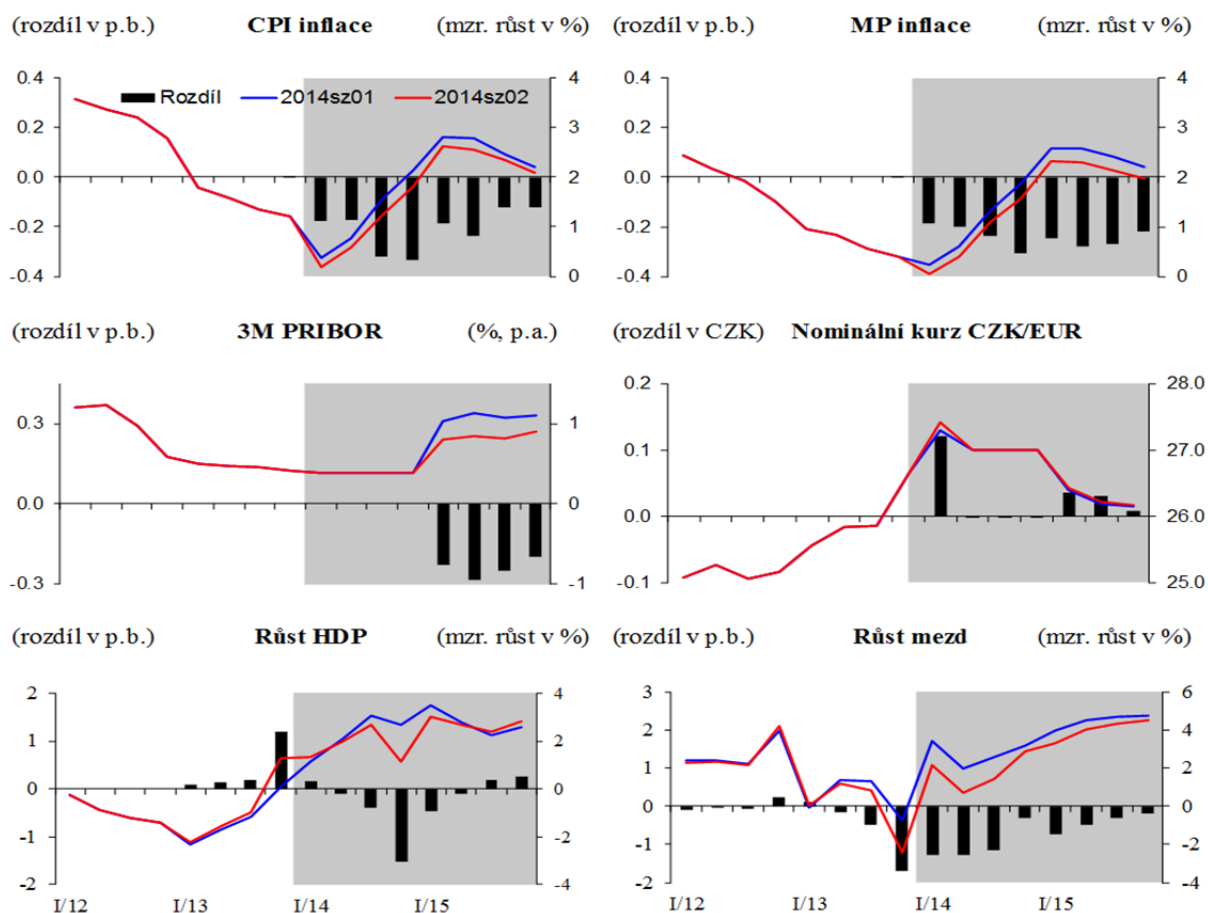
V dalších částech měnověpolitického doporučení je stručně popsán aktualizovaný scénář prognózy z 1. SZ, resp. jsou diskutována hlavní rizika stávající prognózy. Poté následují vyjádření Sekce bankovních obchodů a kapitoly věnované komunikaci ČNB a očekáváním finančních trhů. Textovou část dokumentu pak uzavírá vlastní měnověpolitické doporučení Sekce měnové a statistiky včetně komunikačního doporučení.

2. Aktualizovaný scénář prognózy z 1. SZ

Modelová simulace provedená na základě nově publikovaných dat se z hlediska výhledu **inflace posouvá na celém horizontu mírně směrem dolů** (viz Graf níže), a to spolu se sníženým výhledem nominálních mezd v podnikatelské sféře v návaznosti na jejich nečekaně výrazný meziroční pokles ve čtvrtém čtvrtletí 2013. V souhrnu je tak působení domácí ekonomiky a trhu práce koncem loňského roku aktuálně hodnoceno jako ještě o něco více protiinflační než ve stávající prognóze. Je tomu tak i navzdory výraznému pozitivnímu překvapení u ekonomické aktivity ve čtvrtém čtvrtletí, protože struktura růstu HDP byla při nečekaném oživení fixních investic neinflační. Ve stejném směru velmi slabě působí i nižší výhled cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně.

Při kurzu na hladině 27 CZK/EUR do počátku roku 2015 to vede po opuštění používání měnového kurzu jako nástroje měnové politiky k potřebě méně výrazného zvýšení úrokových sazeb oproti stávající prognóze. V tom se zároveň odráží i snížený výhled 3M EURIBORu pro rok 2015. **To by v prvním čtvrtletí příštího roku znamenalo potřebu dvou zvýšení 2T repo sazby** namísto tří, které pro toto období implikuje stávající prognóza. Kurz koruny je v dosavadním průběhu prvního čtvrtletí 2014 mírně slabší, než předpokládá stávající prognóza. **Jeho budoucí trajektorie se oproti prognóze téměř nemění, když kurz po opuštění deklarované intervenční hladiny na počátku roku 2015 posílí o 0,60 CZK/EUR,** aby následně dále zvolna posiloval na hodnotu 26,20 CZK/EUR v závěru roku.

Graf: Srovnání aktualizovaného scénáře (2. SZ) s prognózou z 1. SZ



3. Diskuse hlavních rizik

Znatelně utlumenější než očekávaný **mzdový vývoj** v podnikatelské sféře v závěru loňského roku tedy představuje nejzřetelnější **protiinflační riziko stávající prognózy**. Po očištění o očekávaný efekt daňové optimalizace z přelomu let 2012/2013 průměrná mzda poklesla 0,7 % meziročně, zatímco prognóza očekávala mírný růst takto očištěných mezd tempem lehce nad 1 %. To naznačuje, že předchozí dlouhotrvající ekonomický pokles vedl k dezinflačním, resp. deflačním tendencím v míře vyšší, než jsme si dosud mysleli. Uzavřené kolektivní smlouvy vyššího stupně podle průzkumů ČMKOS přitom i nadále předpokládají pro letošní rok růst nominálních mezd v průměru okolo 1,5 %. Předběžné výsledky očekávání podniků obsažené v šetření ČNB a Svazu průmyslu v podnicích pak ukazují na růst mezd v rozsahu necelého 1 % pro 2. čtvrtletí i pro celý rok 2014, což by byl znatelně pomalejší růst oproti stávající prognóze. Tyto informace tedy podporují posun aktualizovaného scénáře prognózy v oblasti mezd směrem dolů.

I tak se ale budou dle tohoto aktualizovaného scénáře mzdy v podnikatelské sféře v letošním roce mírně zvyšovat, resp. jejich růst bude na horizontu prognózy postupně zrychlovat. Tento předpoklad o zrychlujícím mzdovém růstu je podporován poměrně rychlým odlepením se ekonomiky ode dna hospodářského cyklu ve druhé polovině loňského roku a pokračujícím

oživováním hospodářského růstu na počátku roku letošního, což naznačuje vývoj maloobchodních tržeb, průmyslové výroby a stavební produkce v lednu 2014. Je proto pravděpodobné, že **postupně bude docházet i k pozitivnímu obratu na trhu práce**. O něm svědčí s novým rokem pozorované zastavení nárůstu podílu nezaměstnaných osob a poměrně solidní lednový růst mezd v průmyslu a ve stavebnictví (i když ten byl naopak opticky zvýšen již zmíněným efektem daňové optimalizace z přelomu let 2012 a 2013).

4. Vyjádření sekce bankovních obchodů

Koruna se od únorového měnového zasedání bankovní rady ČNB držela převážně v úzkém pásmu. Po lepších datech HDP zveřejněných 14. února koruna skokově posílila těsně pod hranici 27,3 CZK/EUR, ale v dalších týdnech bylo obchodování velmi klidné a kurz setrval ve velmi úzkém pásmu. V závěru sledovaného období koruna postupně oslabilo do oblasti kolem 27,5 CZK/EUR, zejména vlivem realizace většího klientského příkazu. Přestože se na trhu i v médiích mluví o tom, že se jednalo o toky spojené s výplatou dividend, nepodařilo se to SBO věrohodně potvrdit, i když vyloučeno to samozřejmě není. **Blížící se druhé čtvrtletí roku je obecně dividendovou sezónou,** to však neznamena, že koruna z tohoto důvodu musí oslabovat. I v minulosti se v některých letech objevily kurzotvorné faktory, které buď částečně, případně úplně negovaly dividendové toky. Z technického pohledu **budou nedávný neúspěch v prolomení hranice 27,3 CZK/EUR a aktuální oslabení kurzu držet korunu spíše slabší,** naopak s možností pokusů o prolomení hranice 27,6 CZK/EUR. **Výraznější oslabování však prozatím SBO neočekává,** pokud samozřejmě nedojde k velmi negativnímu vývoji na Ukrajině, či nepřijdou špatné zprávy z domácí ekonomiky.

5. Komunikace ČNB

Komunikace hraje v současných podmínkách stále mimořádně důležitou roli. Nejde přitom už zdaleka jen o vysvětlování důvodů a přínosů kurzového závazku, ale těžiště komunikace se postupně přesouvá k formování očekávání trhů ohledně dalšího vývoje nastavení měnové politiky (viz Tabulka 1).

Na **tiskové konferenci po únorovém měnověpolitickém zasedání** guvernér ČNB M. Singer přednesl poprvé připravené *Prohlášení bankovní rady*. V něm byla zrekapitulována nová prognóza a její předpoklady. Vyznění této prognózy potvrdilo, že listopadové rozhodnutí začít používat devizový kurz významně přispělo k odvrácení hrozby deflace. Oslabení kurzu urychlí návrat inflace do cíle a podpoří oživení ekonomiky a trhu práce. Bankovní rada vyhodnotila rizika nové prognózy jako vyrovnaná. Hladinu kurzového závazku posoudila nadále jako vhodně zvolenou, neboť zajišťuje uvolnění měnových podmínek v potřebném rozsahu. Bankovní rada vyjádřila své přesvědčení, že kurzový závazek bude udržen přinejmenším do začátku roku 2015. Uvolněné měnové podmínky povedou k natolik dostatečnému oživení ekonomiky a růstu mezd, že by se měnová politika mohla dle prognózy od počátku příštího roku vrátit do standardního režimu, v němž opět hrají hlavní roli úrokové sazby.

Během února a března se několik členů BR vyjádřilo k měnové politice ČNB, resp. k jejímu budoucímu nastavení (viz Tabulka 1). **Komunikace** převážně potvrzovala odhodlanost ČNB udržovat měnový kurz poblíž požadované hladiny přinejmenším do začátku roku 2015.

Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů bankovní rady v médiích

12.2.	M. Singer (čnBlog)	V tuto chvíli se domníváme, že hodnota koruny je přiměřená, nemyslíme si, že (hladinu kurzového závazku) budeme muset měnit.
13.2.	M. Singer (Ekonom)	K exitu jsme teď daleko. Hlavní je udělat to tak, aby poté kurz skokově neposíil. Žádné velké posilování kurzu však nečekáme. Tento rok je ale, myslím, jasně určen...
24.2.	V. Tomšík (čnBlog)	Aktuální prognóza ČNB – publikovaná dne 6. února – počítá s tím, že k návratu do standardního režimu měnové politiky začne docházet až poté, co si ČNB bude jista, že ekonomika nastoupila cestu dostatečně robustního hospodářského oživení generujícího nízké, ale stabilní inflační tlaky na úrovni zajišťující plnění inflačního cíle udržitelným způsobem. Tedy až bude domácí cenové prostředí opět odpovídat zajištění nízké a stabilní inflace, tj. česká ekonomika bude daleko od zhoubných deflačních vod. Teprve potom bude možný odklon od používání kurzu koruny a návrat k využívání úrokových měř jako standardního nástroje měnové politiky. A to dle prognózy dříve než počátkem roku 2015 nenastane. Ani pak není důvod očekávat posílení kurzu na úroveň před zahájením intervencí ČNB, protože v mezidobí dojde k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny, mezd i dalších nominálních veličin.
4.3.	P. Řežábek (E15)	Zahraniční obchod není ve špatné kondici a z intervence může mírně profitovat. Je třeba si ale uvědomit, že dovozní náročnost je někde kolem osmdesáti procent, některé firmy mají dlouhodobé kurzové zajištění, které může být na celý letošní rok, takže ne všichni budou z intervencí těžit. ... Co se týče spotřeby domácností, je problém v tom, že se ekonomika nyní teprve vzpamatovává a ani celý evropský region na tom zdaleka není nejlépe. Funguje i efekt zadržené spotřeby, to znamená, že pokud si nejsem jist svou budoucností, spíše si spořím a výdaj odložím na dobu, kdy budu mít větší jistotu v zaměstnání či podnikání. Pozitivní efekt ze snížení cen energií je konzumován vyššími cenami potravin. Kromě toho platí u spořivějších národů, že nižší úroky z vkladů vedou paradoxně ke zvýšení spořivosti....Ty (myšleno investice, pozn. SMS) jsou významně dovozně náročné. Každý bude počítat, kdy se mu investice vyplatí. Zda realizovat dovozy během intervence, za vyšší cenu, anebo po ukončení. Byznysmeni si stěžují, že nevědí, kde se po skončení intervence koruna ustálí, což jim ztěžuje možnost dělat výhledy...Budu-li korektní, řeknu, že intervence by měla přinést lehké plus kvůli čistému exportu. Ovšem vnáší do ekonomiky distorzi. Součet plusů a minusů bude záležitostí budoucího posouzení. Z dlouhodobějšího pohledu se ekonomika bude muset vzchopit i bez intervencí.
10.3.	M. Singer (čnBlog)	Vždycky jsme říkali, že jsme samozřejmě připraveni zvážit i potenciální změnu hladiny (kurzového závazku), ale nejsme připraveni to udělat bez skutečně dramatické změny v ekonomickém prostředí. Rozhodně pro takové normální „překvapování“, které vývoj může přinést protiinflačním směrem, bychom spíše preferovali stabilitu kurzu, případně delší setrvání ekonomiky v režimu cílování (inflace) pomocí kurzu než nějakou změnu kurzu. Pro to, aby se ekonomika dostala na zdravou růstovou trajektorii, je určitě cennější stabilita než nějaká změna kurzu bez skutečně dramatické fundamentální změny ekonomického prostředí. Myslím si, že v tom cítím konsenzus bankovní rady.
12.3.	M. Hampl (ČT24)	Já si myslím, že vzhledem k tomu, jaký byl vývoj kurzu v posledních mnoha letech, tak to, že jsme deklarovali, že minimálně rok, ale spíše déle, koruna neposílí pod 27 korun za euro, je míra jistoty ohledně kurzového vývoje, která je tady nebývalá, čili já myslím, že je to právě opačně, a tento závazek trvá a my nevidíme žádný důvod, abychom ho nějak přehodnocovali... Pokud ekonomika poroste, vrátíme se k tomu trendu takzvané konvergence, odborné těžké slovo, ale dohánění těch západních zemí, tak není důvod pro to, aby se koruna nevrátila k té tendenci k mírnému posilování, která tady byla v minulosti, ale já osobně neočekávám nějaké náhlé skoky a zlomy v kurzovém vývoji ani v okamžiku, kdy bychom tento režim opouštěli.
13.3.	V. Tomšík (Hospodářské noviny)	Až pomine potřeba používání kurzu jako alternativního nástroje, bude logické se navrátit zpět k cílování inflace pomocí úrokových sazeb tak, jak jsme na ně byli zvyklí v předešlých letech. Nicméně je třeba upozornit, že závazek udržovat kurz koruny kolem určité úrovně nebude opuštěn v okamžiku, kdy spotřebitelská inflace dosáhne úrovně dvou procent, ale až tehdy, když si budeme jisti, že vidíme sice umírněné, ale dostatečně stabilní inflační tlaky plynoucí z hospodářského oživení české ekonomiky. Nejde tedy o mechanické dosažení inflačního cíle způsobené "průsakem" dovozních cen, ke kterému v souvislosti s depreciací koruny dochází v prvním kole, nejde o to způsobit jakousi krátkodobou inflační vlnku. Až bude i domácí cenové prostředí opět odpovídat inflačnímu cíli bez podpory oslabeného kurzu, potom nám situace teprve umožní návrat k používání úrokových měř.... Proti skokovému a nadměrnému posílení koruny (či dokonce přestřelení) po skončení intervencí mluví jasně tři věci. Předně platí, že díky

		tomu, že jsme předešli deflaci a budeme se blížit k inflačnímu cíli, bude cenová hladina vyšší, než by byla, kdyby k intervencím nedošlo. Kurz se proto nevrátí na předintervenční úroveň, protože změna naší cenové hladiny posune i dlouhodobě udržitelný nominální kurz výše. Za druhé, případné zvyšování úrokových sazeb bude dávkováno tak, abychom se vyhnuli nadměrnému posílení kurzu. A nakonec je nutné mít na paměti, že i po opuštění devizových intervencí zůstaneme v režimu "řízený floating", tedy v systému, kdy ČNB může kdykoli svými devizovými intervencemi zasáhnout, pokud by volatilita kurzu byla velká a ohrozilo by to plnění inflačního cíle.
14.3.	M. Singer (čnBlog)	...kurz budeme stávajícím způsobem využívat pro uvolnění měnové politiky po celý letošní rok – jak uvedla v prohlášení po únorovém měnověpolitickém zasedání bankovní rada, přinejmenším do začátku roku 2015. Ale je dobré zdůraznit, že pokud by bylo potřeba další uvolňování měnové politiky, aniž se dramaticky změnilo naše ekonomické prostředí, je posun časového horizontu ukončení tohoto režimu se stávajícím kurzovým závazkem držet kurz koruny poblíž hladiny 27 Kč za euro dále do příštího roku variantou, která by byla pro takovou situaci vhodnější než změna úrovně kurzového závazku.
18.3.	M. Singer (společný briefing s generálním tajemníkem OECD)	Z našeho hlediska v tuto chvíli trvá předpoklad, že v režimu (používání kurzu koruny jako nástroje uvolňování měnové politiky) zůstaneme po celý letošní rok. Inflační čísla v tuto chvíli rozhodně nenaznačují nějaké překvapení směrem k vyšší inflaci, spíše naopak.

Zvýšený zájem médií i veřejnosti je možné očekávat i v souvislosti s březnovým měnovým zasedáním bankovní rady, následnou tiskovou konferencí a dalšími komunikačními aktivitami. Pozornost odborné veřejnosti se zřejmě zaměří zejména na vyjádření ČNB ohledně případné změny intervenční hladiny kurzu a délky kurzového závazku.

Těžištěm komunikace by přitom mělo být sdělení, že **nová data potvrzují argumenty pro provedené oslabení kurzu koruny** a rovněž nezpochybňují komunikovaný závazek ČNB **držet kurz poblíž hodnoty 27 CZK/EUR přinejmenším do začátku roku 2015** (s důrazem na slovo přinejmenším).

Podobně jako po minulém měnovém zasedání bankovní rady bude na **tiskové konferenci** po březnovém měnovém zasedání bankovní rady zveřejněno *Prohlášení bankovní rady* (poprvé po měnovém zasedání k malé situační zprávě), které guvernér ČNB přednese při prezentaci na této konferenci a které bude následně publikováno v obou jazykových mutacích.

5. Reakce a očekávání finančních trhů

Únorové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno všemi analytiky. Z dotazníků *IOFT* (15.1.) vyplývalo, že na únorovém zasedání BR ČNB všech třináct analytiků očekávalo stabilitu základních sazeb ČNB. Rovněž odhady všech analytiků ohledně úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R dosahovaly 0,05 %. Podle šetření agentury *Thomson Reuters* všech sedmnáct 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 osmnáct analytiků oslovených agenturou *Bloomberg* (3.2.) očekávalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na únorovém měnověpolitickém zasedání BR ČNB. Podle únorového průzkumu agentury *Thomson Reuters* analytici předpokládali ukončení režimu intervencí v období 4Q14 až 2H15. Menší část 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 nepatrný nárůst sazeb 3M PRIBOR ve druhé polovině letošního roku. To zhruba odpovídá převažujícímu očekávání na ponechání měnověpolitických úrokových sazeb na technicky nulové hodnotě minimálně do konce roku 2014 při zachování aktuální výše prémie na peněžním trhu. V celém uvedeném horizontu se tržní výhled pohybuje v těsné blízkosti trajektorie sazeb ze stávající prognózy ČNB nebo jen lehce nad ní (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* (13.3.) vyplývá, že na březnovém zasedání BR ČNB všech jedenáct analytiků očekává stabilitu základních sazeb ČNB. V ročním horizontu čtyři analytici předpokládají nárůst 2T repo sazby na 0,25 %, ostatní neočekávají změnu nastavení základních úrokových sazeb ČNB.

Ze šetření agentury *Thomson Reuters* vyplývá, že **na březnovém zasedání BR ČNB** všech šestnáct 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 (21.3.2014)

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 0,45 p.b.

Rovněž všech patnáct analytiků oslovených agenturou *Bloomberg* (24.3.) očekávalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na březnovém měnověpolitickém zasedání BR ČNB.

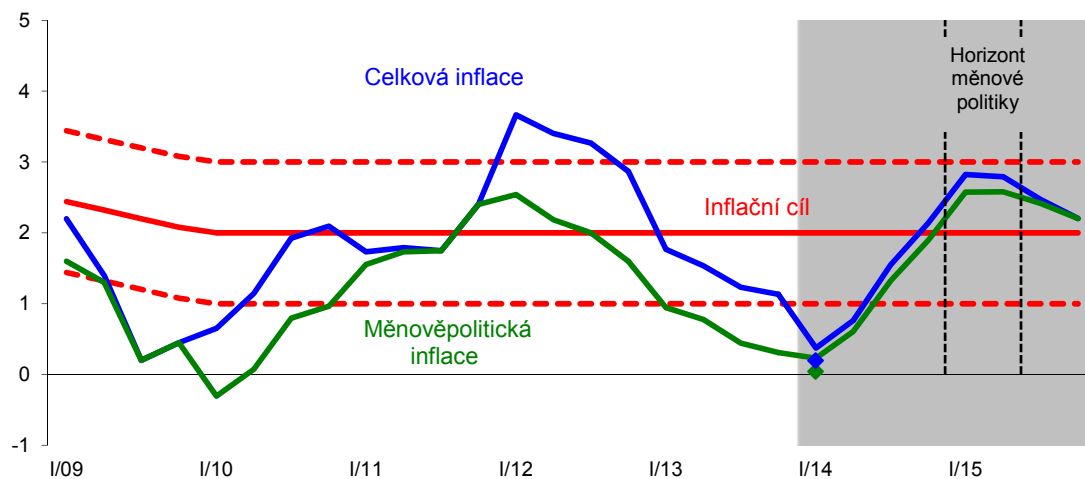
Analytici v rámci šetření *IOFT* i *FECF* očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 26,9 CZK/EUR, tj. o 1,8 % vůči současným hodnotám kolem 27,4 CZK/EUR. Prognóza ČNB očekává pro 1Q15 kurz na úrovni 26,4 CZK/EUR. Podle průzkumu agentury *Thomson Reuters* analytici předpokládají ukončení režimu intervencí v období 4Q14 až 2H15. Větší část z nich si myslí, že režim intervencí bude ukončován postupně, např. úpravou intervenční hladiny kurzu. Pouze dva analytici očekávají, že exit z devizových intervencí bude doprovázen bezprostředním zvyšováním úrokových sazeb.

6. Měnověpolitické doporučení SMS

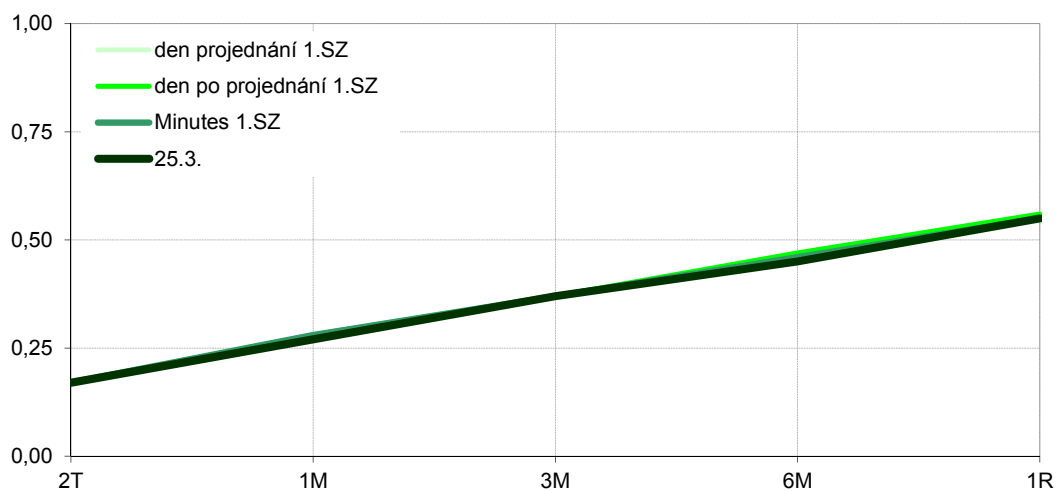
Sekce měnová a statistiky doporučuje na březnovém měnovém zasedání bankovní rady:

- 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 (s důrazem na slovo *přinejmenším* – viz další bod) do začátku roku 2015;
- komunikovat mírně protiinflační bilanci rizik stávající prognózy s odkazem na nečekaně utlumený mzdový vývoj v podnikatelské sféře v závěru loňského roku, **avšak zdůraznit, že tato bilance rizik není ani zdaleka tak silná, aby vedla k úvahám o posunu intervenční hladiny kurzu na slabší úroveň**; v souladu s dosavadní komunikací mohou mírná protiinflační rizika znamenat spíše možnost delšího setrvání v režimu používání kurzu;
- komunikovat další klíčová sdělení obsažená v prohlášení bankovní rady na tiskovou konferenci;
- pokračovat v komunikaci důvodů a přínosů zahájení intervencí v dosavadním duchu.

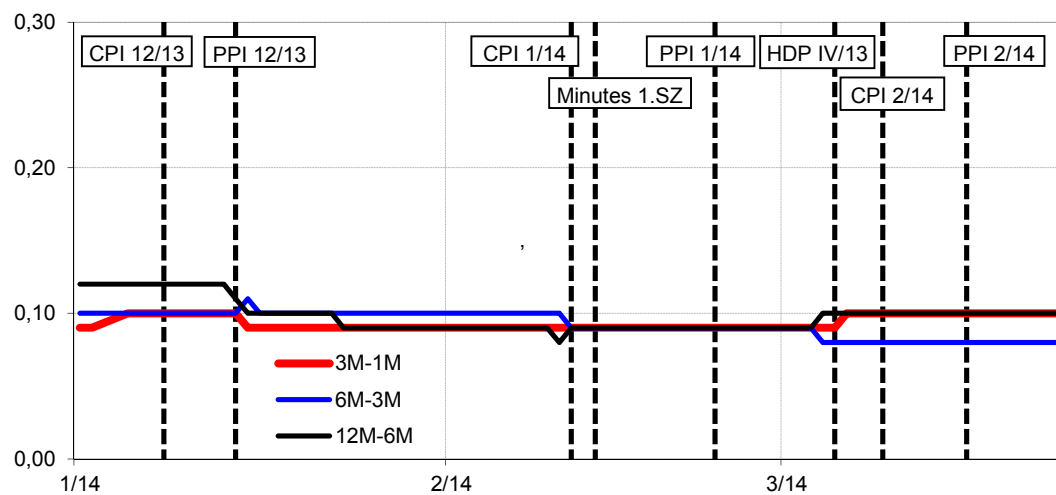
Graf 1: Prognóza inflace z 1. SZ 2014 a cíl ČNB



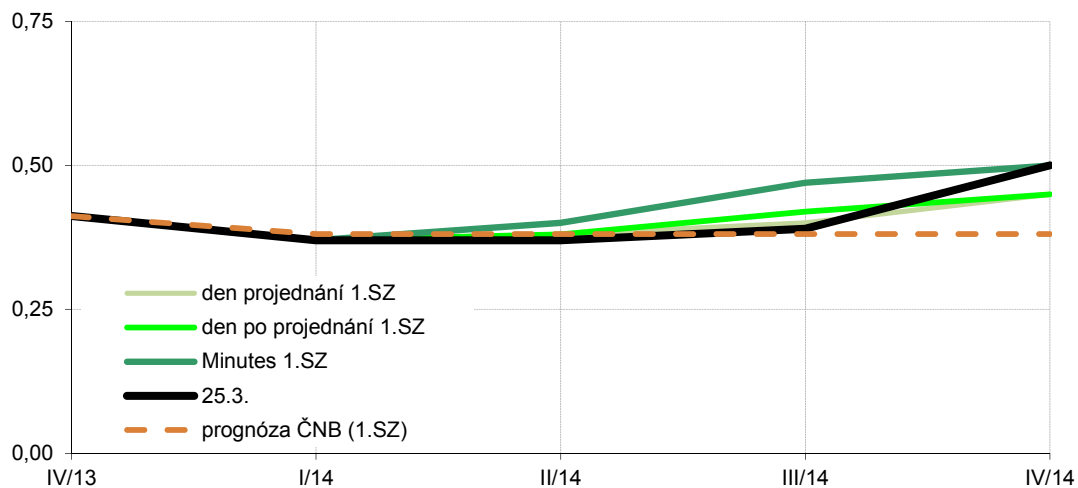
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



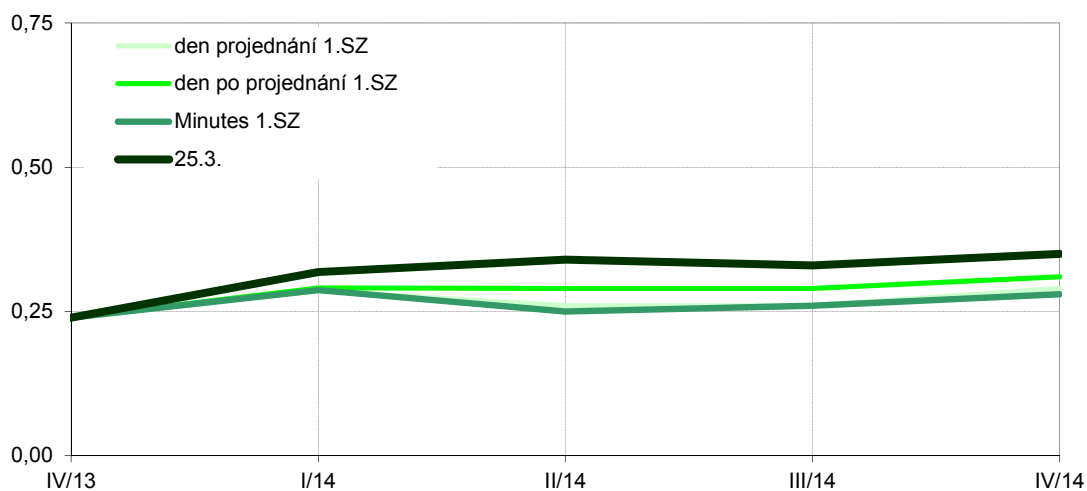
Graf 3: Úroková rozpětí – PRIBOR



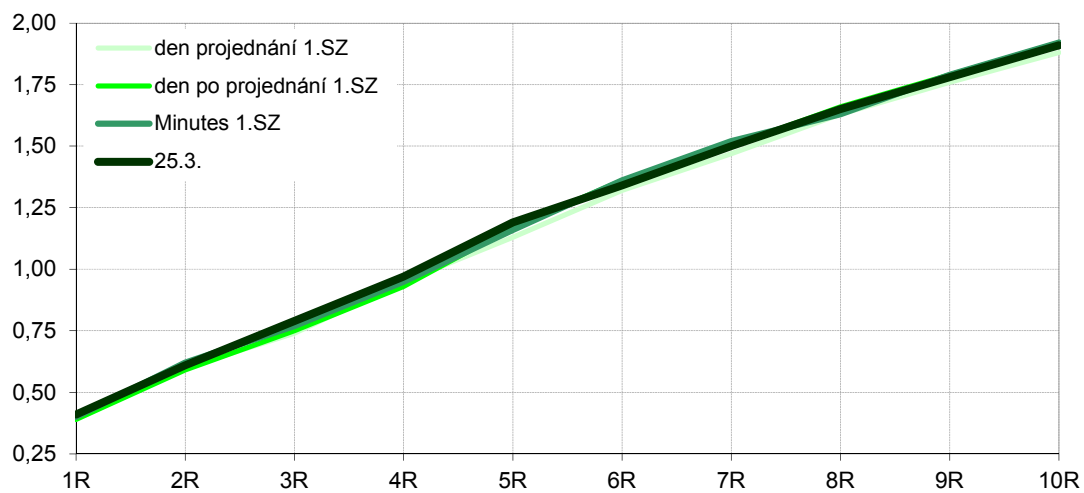
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



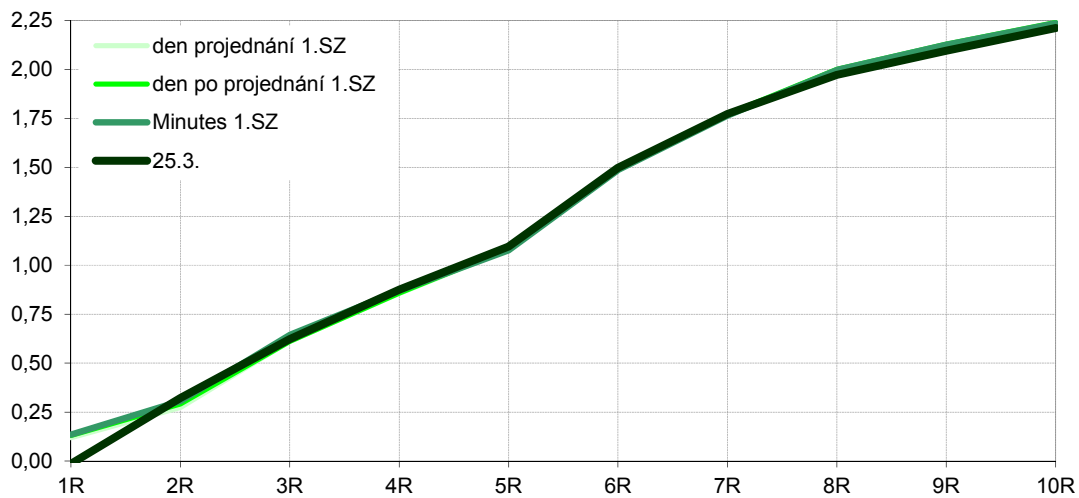
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



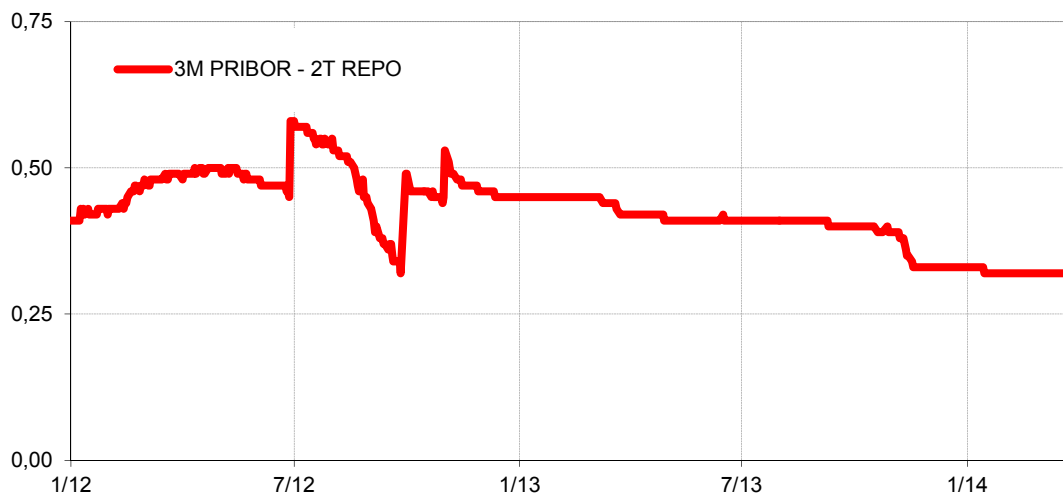
Graf 6: IRS CZK



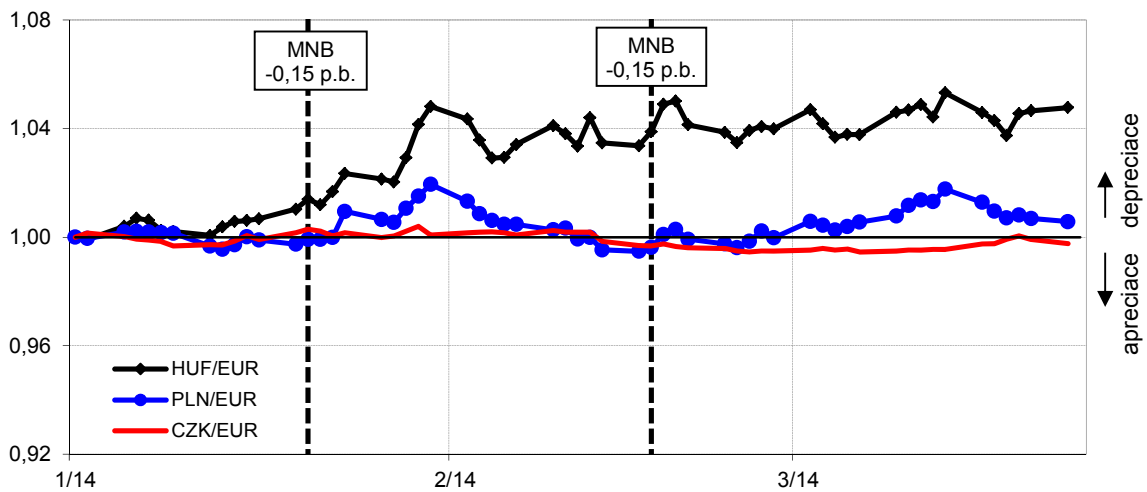
Graf 7: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



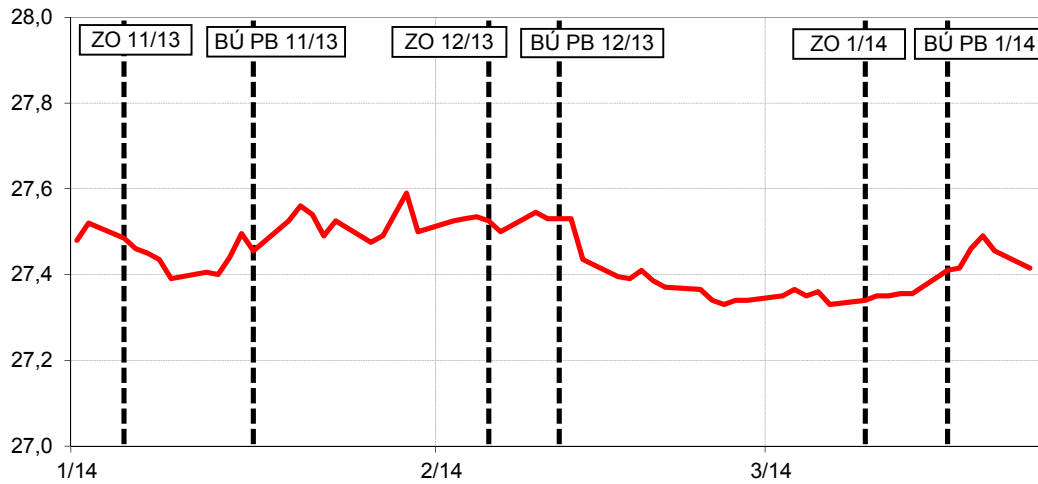
Graf 8: Úrokové rozpětí v ČR



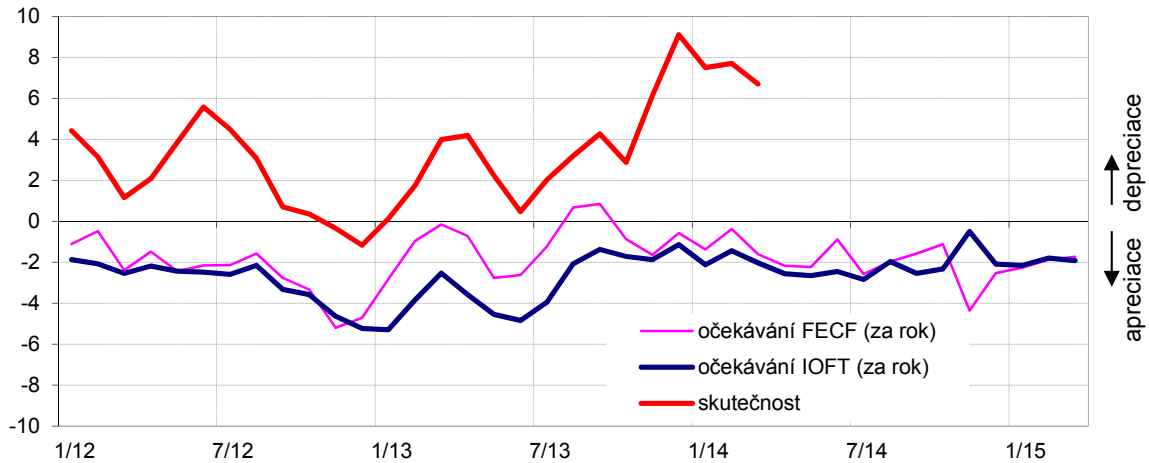
Graf 9: Kurzy středoevropských měn (1.1. = 1,0)



Graf 10: Kurz CZK/EUR

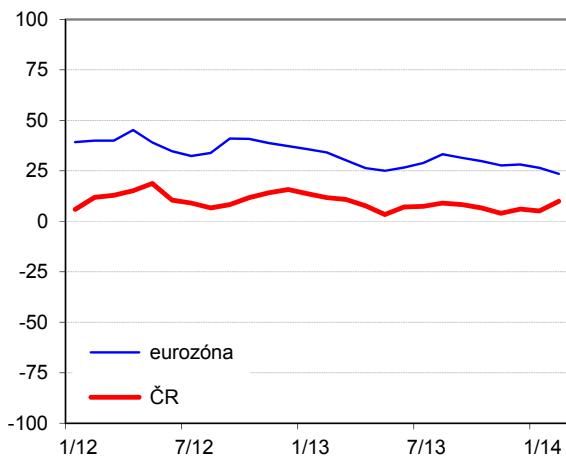


Graf 11: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

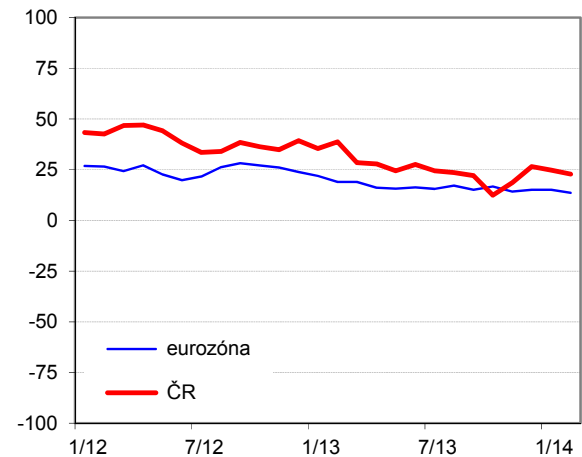


Graf 12: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

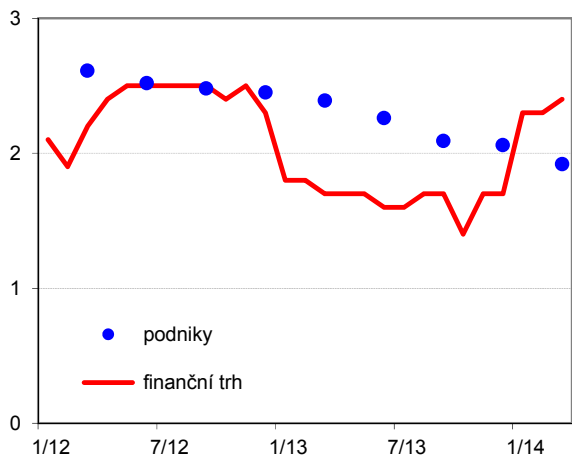


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

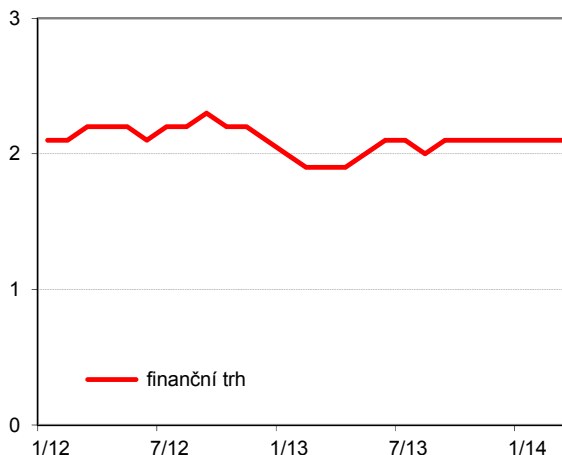


Graf 13: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

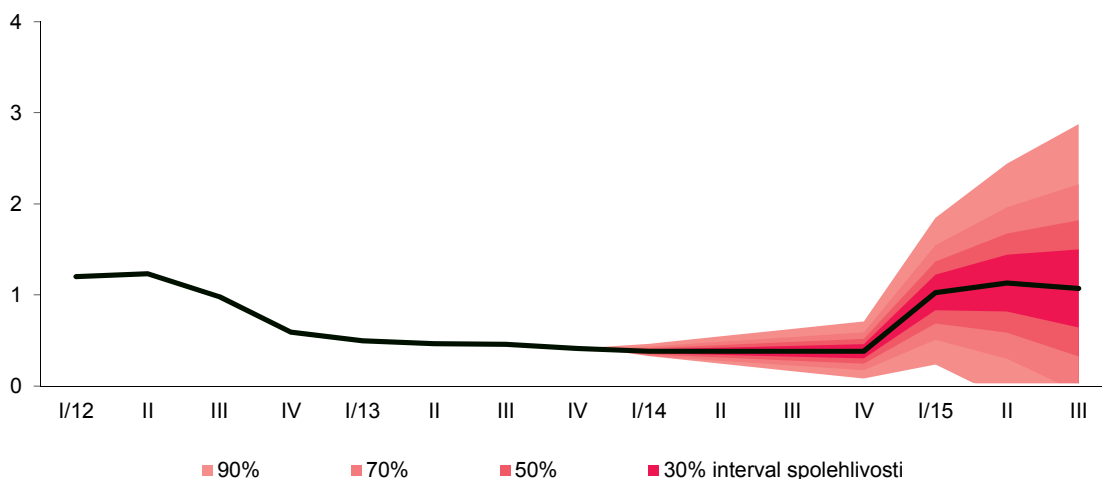
Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



Graf 14: Vějířový graf úrokových sazeb v %



Graf 15: Prognóza měnového kurzu CZK/EUR

