

Měnověpolitické doporučení pro 3. SZ 2014

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář prognózy ze 3. SZ 2014

Východiskem pro květnové měnověpolitické zasedání je *nová makroekonomická prognóza ze 3. SZ 2014*. Následující odstavce ve stručnosti shrnují počáteční podmínky, předpoklady a vyznění nové prognózy.

Domácí ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí 2013 po téměř dvou letech poklesu v meziročním vyjádření vzrostla o 1,2 %, a to vlivem růstu všech složek poptávky s výjimkou zásob. Mezičtvrtletně ekonomická aktivita rostla již třetí kvartál v řadě, mezera výstupu se přivřela, zůstává však stále znatelně záporná. Celková inflace se v prvním čtvrtletí 2014 v souladu s očekáváním výrazně snížila, a to v průměru na 0,2 % (měnověpolitická inflace se snížila na 0,1 %), a nacházela se tak hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. Již jen nepatrně záporná korigovaná inflace bez pohonných hmot v závěru prvního čtvrtletí odrážela prozatím ještě protiinflační působení domácí ekonomiky a trhu práce, zatímco oslabený kurz koruny působil prostřednictvím dovozních cen v opačném směru.

Růst ekonomické aktivity v efektivní eurozóně postupně zrychluje, podle předpokladů prognózy dosáhne její dynamika v letošním roce 1,6 % a v příštím roce se dále zvýší na 2 %. Zahraniční cenový vývoj zůstává vlivem předchozí dlouhotrvající ekonomické recese, snížení cen energií a posílení eura nadále velmi utlučený, v letošním roce však začne dle předpokladů prognózy postupně zrychlovat. Nízký výhled tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR na celém horizontu prognózy odráží nadále uvolněnou stávající i očekávanou měnovou politiku ECB. Výhled předpokládá v letošním i příštím roce 3M EURIBOR v průměrné výši 0,3 %. Kurz eura vůči americkému dolaru bude ze současné relativně silné hodnoty v delším horizontu pozvolna oslabovat. U cen ropy je předpokládán postupný pokles na celém horizontu prognózy.

Domácí ekonomická aktivita v letošním roce vzroste o 2,6 % v důsledku zrychlujícího růstu zahraniční poptávky a uvolněných domácích měnových podmínek prostřednictvím oslabeného kurzu koruny při současně mírně expanzivní fiskální politice. V roce 2015 růst domácí ekonomiky s již výrazným přispěním expanzivní fiskální politiky dále zrychlí na 3,3 %. Celková inflace se bude v nejbližším období zvyšovat vlivem nárůstu dovozních cen, v delším období se v ní začne projevovat růst ekonomické aktivity a mezd. Na začátku roku 2015, kdy zároveň odezní propad regulovaných cen, se tak celková inflace dostane lehce nad 2% cíl ČNB. Ve druhé polovině roku 2015 pak poněkud zvolní a přiblíží se shora k cíli, kde se bude stabilizovat. Měnověpolitická inflace se koncem letošního roku vrátí k cíli a v jeho těsné blízkosti se bude pohybovat i v příštím roce, tj. i na horizontu měnové politiky.

Kurz koruny vůči euru se v prvním čtvrtletí 2014 ustálil poblíž hodnoty 27,4 CZK/EUR. Prognóza pracuje pro druhé čtvrtletí s kurzem 27,3 CZK/EUR. Tato hodnota odpovídá dosavadnímu vývoji kurzu a předpokladu jeho postupného návratu k hladině kurzového

závazku ČNB na úrovni 27 CZK/EUR, na které by měl kurz dle prognózy setrvat po dobu potřebného uvolnění měnových podmínek, tj. do počátku roku 2015. Návrat do standardního režimu měnové politiky přitom nebude znamenat posílení kurzu na úroveň před vstupem do intervenčního režimu, protože v mezidobí dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin. Po opuštění deklarované intervenční hladiny na počátku roku 2015 tak měnový kurz dle prognózy posílí o 0,3 CZK/EUR a do konce roku 2015 bude postupně dále posilovat na hladinu 26,4 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. Po předpokládaném exitu z režimu používání kurzu v prvním čtvrtletí 2015 prognóza implikuje celkový nárůst tržních i měnověpolitických úrokových sazeb v rozsahu cca 0,6 procentního bodu během příštího roku.

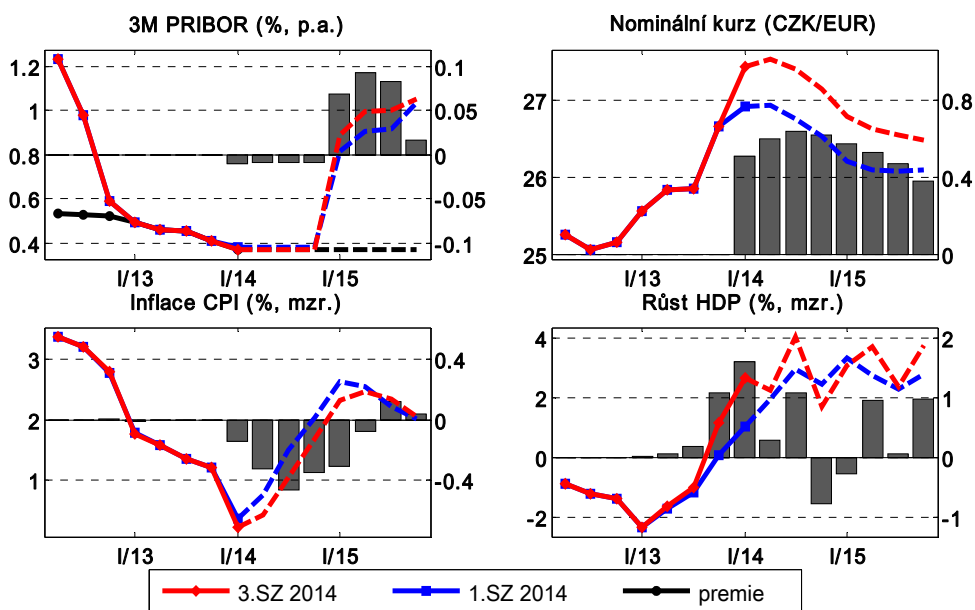
V průběhu zpracování prognózy bylo identifikováno několik dílčích rizik a nejistot, které však nebyly natolik vyhraněné, aby vedly ke zpracování plnohodnotného alternativního scénáře. **Celkově je bilance rizik a nejistot nové prognózy Sekcí měnovou a statistiky hodnocena jako vyrovnaná.**

Nová prognóza se přitom oproti minulé prognóze celkově posunuje ve směru mírně nižšího výhledu inflace i úrokových sazeb pro rok 2015. Tyto posuny vedou k úvahám o možném pozdějším ukončení režimu používání kurzu jako nástroje měnové politiky. To naznačuje i simulace s endogenním kurzem, která potřebu uvolnění měnových podmínek prostřednictvím kurzu koruny kvantifikuje ve svém maximu zhruba na 27,5 CZK/EUR. Zároveň citlivostní scénář fiskální politiky implikuje potřebu menšího zpřísnění měnových podmínek v roce 2015 oproti základnímu scénáři prognózy. Naopak citlivostní scénář setrvání kurzu na 27,4 CZK/EUR ukazuje, že při udržení kurzu na této hladině by načasování exitu přicházelo v úvahu na počátku roku 2015, jak předpokládá základní scénář prognózy. Uvedené scénáře a související měnověpolitické (a komunikační) implikace jsou podrobněji diskutovány v dalších částech tohoto MPD, a to právě s ohledem na okamžik optimálního načasování exitu z režimu používání kurzu.

2. Diskuse načasování exitu z režimu používání kurzu jako nástroje měnové politiky

V režimu používání kurzu standardně zpracovávaný **scénář s endogenním kurzem** implikuje ve druhém čtvrtletí kulminaci kurzové trajektorie na hladině 27,5 CZK/EUR, z níž kurz následně pozvolna posiluje. Celá kurzová trajektorie je přitom slabší oproti té, kterou scénář s endogenním kurzem ukazoval před čtvrt rokem (viz Graf 1). Uvedený posun tak potvrzuje, že od minulé prognózy získané informace mají v souhrnu mírně protiinflační dopad a zvyšují rozsah potřebného uvolnění měnových podmínek prostřednictvím kurzu.

Graf 1 Scénář s endogenním kurzem



ČNB komunikovala, že v případě identifikované potřeby dalšího uvolnění měnových podmínek v míře odpovídající současné situaci může přicházet v úvahu prodloužení platnosti kurzového závazku, spíše než posun jeho hladiny. Zároveň je ale evidentní, že se kurz v posledních měsících stabilizoval na hladinách kolem 27,4 CZK/EUR, a není vyloučeno, že se na těchto hladinách udrží bez přímého přičinění ČNB delší dobu, než předpokládá základní scénář prognózy. Požadovaného uvolnění měnových podmínek by tak mohlo být dosaženo spontánním kurzovým vývojem. Proto byl zpracován **citlivostní scénář setrvání kurzu na 27,4 CZK/EUR s variantami opuštění režimu** používání kurzu v prvním, druhém, třetím či čtvrtém kvartálu 2015. Všechny tyto simulace znamenají oproti základnímu scénáři více uvolněné měnové podmínky. Setrvání kurzu na současných hodnotách má stimulační dopad na reálnou ekonomiku a trajektorie celkové inflace je ve všech variantách scénáře ve srovnání se základním scénářem vyšší. Ve všech variantách (tj. i ve variantě s exitem v 1Q2015) přitom dochází k dostatečné akumulaci domácích inflačních tlaků na to, aby to po opuštění režimu používání kurzu implikovalo zvýšení úrokových sazeb 3M PRIBOR nad 1 %. To je za předpokladu stability současné rizikové premie ekvivalentní zvýšení měnověpolitických sazeb o cca 0,6 % (tj. přinejmenším o dvě standardní zvýšení úrokových sazeb). Zároveň ve všech variantách dochází k (mírnému) přestřelení cíle ČNB a k návratu inflace k cíli shora. Setrvání kurzu na úrovni 27,4 CZK/EUR ve zbytku letošního roku by tak za jinak nezměněných okolností (zřejmě i s určitou rezervou) zajistilo požadované uvolnění měnové politiky.

Riziko působící ve směru možného pozdějšího opuštění režimu používání kurzu naopak souvisí s **působením fiskální politiky**. Toto riziko bylo kvantifikováno v citlivostním scénáři méně expanzivní fiskální politiky v roce 2015. Prvním důvodem případného odlišného než v prognóze očekávaného fiskálního vývoje jsou plány vládní koalice na změnu budoucí podoby daňové politiky. Vláda ve svém Konvergenčním programu 2014 představila návrh několika klíčových opatření v daňové oblasti, mezi něž patří zejména odložení či zrušení již platných, avšak zatím neúčinných, legislativních norem v oblasti daně z příjmu fyzických

osob, a které by přitom měly v souhrnu expanzivní efekt.¹ Druhé riziko ve fiskální oblasti se týká budoucí výše vládních investic a souvisí s dosavadními problémy s čerpáním EU fondů. Je možné, že čerpání zdrojů z EU a následně vládní investice budou nižší, než jak je předpokládáno v základním scénáři prognózy. Souhrnný fiskální impuls v roce 2015 by v případě souběžné realizace obou zmíněných rizik činil 0,1 p. b., a byl tak ve srovnání se základním scénářem o 0,7 p. b. nižší. To by v roce 2015 vedlo k pomalejšímu růstu HDP ve srovnání se základním scénářem (jehož tempo by tak z celoročního pohledu setrvalo na úrovni letošního roku), ovšem při jen mírně nižších inflačních tlacích, což je dáno strukturou fiskálního impulsu, když vládní opatření mají v základním scénáři vliv jak na poptávkovou tak v menší míře i na nabídkovou stranu ekonomiky. V citlivostním scénáři přitom dochází k méně pozitivnímu vlivu na nabídkovou stranu ekonomiky oproti základnímu scénáři v důsledku nižších investic. Implikované úrokové sazby v tomto citlivostním scénáři rostou po opuštění režimu používání kurzu ve srovnání se základním scénářem pomaleji (o 0,2 p. b. v roce 2015) a o něco mírnější (o 0,2 CZK/EUR) je rovněž posílení kurzu koruny vůči euru.

Výše uvedené skutečnosti nejsou dle mínění SMS dostatečným důvodem pro prodloužení platnosti kurzového závazku ČNB oproti jeho dosavadnímu časovému vymezení. **Hladinu kurzového závazku na 27 CZK/EUR s platností přinejmenším do začátku roku 2015 tak Sekce měnová a statistiky nadále považuje za vhodně zvolenou, resp. adekvátní současné situaci.**

Kurzový závazek je ze strany ČNB komunikován a ekonomickými subjekty vnímán jako stabilizační prvek v současné stále ještě nejisté hospodářské situaci. Proto by zejména změna intervenční hladiny vyžadovala významně odlišný ekonomický vývoj od toho, co ČNB očekávala, přičemž taková situace dle SMS zatím nenastala. Lze tak konstatovat, že **nová prognóza a její rizika potvrzují** předchozí vyjádření bankovní rady ČNB, **že režim používání kurzu jako nástroje měnové politiky bude pokračovat přinejmenším do začátku roku 2015.** S ohledem na výše diskutovaná rizika přitom lze potvrdit, že **potřeba zdůrazňovat slovo „přinejmenším“ nadále trvá, resp. lze připustit, že tato potřeba neklesá, nýbrž spíše roste.**

3. Vyjádření sekce bankovních obchodů

Koruna se stále pohybuje v úzkém pásmu, většinu sledovaného období strávila na hladině mezi 27,4-27,5 CZK/EUR. Výjimkou bylo její oslabení v polovině dubna na 27,55 CZK/EUR vlivem realizace jednorázového klientského příkazu, ale již následující den byla koruna zpět na 27,45 CZK/EUR. **Na trhu momentálně úplně chybí spekulativní kapitál, který by dodal pohybu kurzu dynamiku, probíhají tak pouze klientské obchody.** Podobný vývoj kurzu se dá očekávat i nadále, dokud nepřijde výraznější kurzotvorná informace.

4. Komunikace ČNB

Komunikace hraje v současných podmínkách mimořádně důležitou roli, která se bude s blížícím se opuštěním režimu používání kurzu dále zvyšovat. Od vysvětlování důvodů a efektů kurzového závazku, se těžiště komunikace přirozeně přesouvá k formování očekávání

¹ Jedná se zejména o zrušení superhrubé mzdy, změny sazby daně z příjmu fyzických osob ze závislé činnosti a slev na této dani, což by v souhrnu snížilo efektivní daňové zatížení hrubé mzdy z 20,1 % na 19 %.

trhů ohledně dalšího vývoje nastavení měnové politiky, tj. zejména načasování a provedení exitu z režimu používání kurzu jako nástroje měnové politiky.

Na **tiskové konferenci po březnovém měnověpolitickém zasedání** guvernér ČNB M. Singer přednesl *Prohlášení bankovní rady* rekapitulující minulou prognózu a hodnotící nově dostupné informace získané od jejího zpracování. Prognóza předpokládala stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a setrvání kurzu koruny poblíž hladiny 27 CZK/EUR až do počátku příštího roku. Bankovní rada konstatovala, že hladinu tohoto kurzového závazku nadále považuje za vhodně zvolenou a předpokládá udržování kurzu poblíž této hladiny přinejmenším – s důrazem na slovo „přinejmenším“ – do začátku roku 2015. Bankovní rada vyhodnotila rizika minulé prognózy jako mírně protiinflační. Hlavním rizikem v uvedeném směru byl velmi utlumený mzdový vývoj v podnikatelské sféře v závěru loňského roku. Toto vychýlení bilance rizik směrem dolů však dle bankovní rady rozhodně nebylo natolik silné, aby vedlo k úvahám o změně charakteru kurzového závazku. Současně bylo uvedeno, že bude-li budoucí ekonomický výhled vyžadovat další uvolnění měnové politiky v míře naznačené březnovým vyhodnocením rizik, bude bankovní rada upřednostňovat spíše udržování kurzového závazku na hladině 27 CZK/EUR po delší dobu než změnu této hladiny.

Během dubna se několik členů BR vyjádřilo k měnové politice ČNB, resp. k jejímu budoucímu nastavení (viz Tabulka 1). **Komunikace** převážně potvrzovala odhodlanost ČNB udržovat kurzový závazek přinejmenším do začátku roku 2015 a skutečnost, že exit z používání kurzu jako nástroje měnové politiky nebude šokový.

Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů bankovní rady v médiích

9.4.	M. Singer (vyjádření během diskusního Kulatého stolu v Plzni na téma "Slabší koruna a konkurenceschopnost" – čnBlog)	Stimulovat ekonomiku přes současný slabší kurz koruny poblíž 27 Kč za euro budeme možná déle než jen do počátku roku 2015. Neumíme si představit, že bychom způsobili nestabilitu tím, že budeme tolerovat dramatické posílení kurzu při výstupu ze současného režimu používání kurzu jako dalšího nástroje uvolňování měnových podmínek. Výstup samotný bude nepochybně doprovázen poměrně razantní komunikací minimálně na téma „Žádné velké kurzové skoky se připouštět nebudou“.
10.4.	M. Hampl (Ekonom)	Exit by měl být sametový, i když jednorázové šoky nikdo nemůže vyloučit. Případné výkyvy ale budeme vyhlazovat...Setrvání kurzu koruny poblíž hladiny 27 korun za euro ovšem bankovní rada předpokládá přinejmenším do počátku roku 2015.
10.4.	J. Rusnok (Hospodářské noviny)	...říkáme, že máme svůj inflační cíl. A ten je pro nás klíčový. A jestli pro jeho dosažení je potřeba použít kurzový nástroj, tak ho prostě použijeme. Teď říkáme, že nejméně do počátku roku 2015 budeme držet korunu poblíž 27 korun za euro. Jsem přesvědčen o tom, že subjekty na trhu chápou, že nepřipustíme skokové posílení koruny jenom proto, že nám skončil kurzový závazek. To prostě nepřipustíme..... Intenzivně studujeme, řešíme a zkoumáme strategie a zkušenosti jiných centrálních bank, které už tyto zkušenosti mají. Jsou v plánu i akce, kde se budeme intenzivně radit.
11.4.	M. Singer (MF Dnes)	Kdybych si udělal odečet ve zpětném zrcátku, jak jsme očekávali po intervenci, že se bude ekonomika vyvíjet, a jak se nyní vyvíjí, vidím dvě odchylky. Lehce vyšší růst doprovázený o něco menší inflací, než jsme čekali. Nedostatek poptávky v ekonomice byl ještě větší, než jsme odhadovali. Z toho vyplývá, že uvolnění měnové politiky může být o něco delší, než jsme původně čekali. Dlouhodobě je to podobná situace, ve které je Evropa. Překvapení způsobují, že měnová politika bude uvolněná po delší dobu. Tento měnový režim bude trvat minimálně do začátku příštího roku. První měnové zasedání bude příští rok nejspíš v únoru, ale tento režim se může protáhnout. Nevidím rizika, že bychom museli hýbat samotným kurzem, respektive tou podlahou na úrovni 27 korun za euro. Současná rizika vedou spíše k tomu, že nebude nutné zpřísnění měnové politiky. Režim kurzu ukončíme, až bude třeba výrazného zpřísnění měnové politiky, což si sice každý člen bankovní rady může vykládat různě, ale určitě to nebude ekvivalent posunu

		úrokových sazeb o čtvrt procentního bodu nahoru. Já osobně si to pro sebe překládám, že to ukončíme, až si budeme velmi jisti, že nebudeme za půl roku poté diskutovat, zda jsme to měli, či neměli ukončit.
14.4.	L. Lízal (Výběr z vyjádření na Žofínském fóru „Export, motivace tuzemské ekonomiky – čnBlog)	Náš stávající kurzový závazek znamenající, že budeme držet korunu poblíž 27 korun za euro – a pro jistotu připomínám, že závazek je jednostranný, nevadí nám pohyb na slabší úrovni – bude trvat přinejmenším do začátku roku 2015. Exit, tedy ukončení režimu používání kurzu jako dalšího nástroje uvolňování měnových podmínek, rozhodně nebude skokový. Jednak sama ekonomika se do té doby přizpůsobí nové hladině, ale též budeme chtít mít dostatečnou jistotu, že po exitu budeme moci měnové podmínky řídit již standardně pomocí sazeb a nebude potřeba kurzový nástroj znovu využívat. V neposlední řadě bych připomenul, že i v minulosti centrální banka vstupovala na trh v případě nadměrné volatility.
16.4.	M. Singer (mni-news.com)	We are sure we will keep the policy in place until at least the first monetary policy meeting next year. There are risks we may actually keep it longer.
22.4.	M. Singer (Prezentace na konferenci „Prorůstová politika české vlády“)	Bude-li budoucí ekonomický výhled vyžadovat další uvolnění měnové politiky v míře naznačené stávajícím vyhodnocením rizik, bude bankovní rada upřednostňovat spíše udržování kurzového závazku na hladině 27 Kč za euro po delší dobu než změnu této hladiny. Používání měnového kurzu jako nástroje měnové politiky skončí okamžikem, kdy bude v důsledku velmi významných inflačních tlaků k dosažení inflačního cíle zapotřebí významně zpřísnit měnovou politiku, čehož bude dosaženo ukončením intervencí a následně zvýšením úrokových sazeb nad (technicky) nulovou úroveň. Období používání kurzu jako nástroje měnové politiky potrvá přinejmenším s důrazem na slovo přinejmenším do počátku roku 2015
28.4.	J. Rusnok (Prezentace „Aktuální vývoj a perspektivy české ekonomiky v širším kontextu 10 let členství v EU“, Univerzita Pardubice)	Stávající režim potrvá přinejmenším do začátku roku 2015.

Zájem médií i veřejnosti je očekáván i v souvislosti s květnovým 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 případného prodloužení kurzového závazku či změny intervenční hladiny. Lze nicméně předpokládat, že potřeba intenzivní komunikace ČNB se bude zmenšovat a její těžiště se již definitivně přesune od důvodů zahájení používání kurzu k podobě exitu. Z tohoto pohledu doporučujeme držet se dříve schválených – poměrně obecných a nepřiliš zavazujících – formulací a s další konkretizací komunikace exitu vyčkat na to, až proběhne porada bankovní rady s experty naplánovaná na 2. června.

Se 3. SZ 2014 zprávou vchází v účinnost poslední ze změn v obsahu a harmonogramu komunikace po měnověpolitických zasedáních ČNB, o kterých bankovní rada rozhodla na konci letošního ledna, a to za účelem posílení účinnosti komunikace měnového rozhodnutí ČNB vůči médiím a odborné i laické veřejnosti. Vedle **Prohlášení bankovní rady**, které bylo již součástí komunikace po 1. a 2. SZ 2014, bude počínaje 3. SZ **urychleno publikování Shrnutí Zprávy o inflaci a tabulky klíčových makroindikátorů a dříve než doposud proběhne i pravidelné Setkání s analytiky.**²

² Standardní nové načasování těchto komunikačních aktivit bude na den po projednání velké Situační zprávy bankovní radou. Tento den však při projednání 3.SZ vychází na den mezi státním svátkem a víkendem, a proto byly uvedené komunikační kroky přesunuty na pondělí 12.5.2014.

5. Reakce a očekávání finančních trhů

Březnové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno všemi analytiky. Z dotazníků *IOFT* (13.3.) vyplývalo, že na březnovém zasedání BR ČNB všech jedenáct analytiků očekávalo stabilitu základních sazeb ČNB. V ročním horizontu čtyři analytici předpokládali nárůst 2T repo sazby na 0,25 %, ostatní neočekávali změnu nastavení základních úrokových sazeb ČNB. Podle šetření agentury *Thomson Reuters* 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 patnáct analytiků oslovených agenturou *Bloomberg* (24.3.) očekávalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na březnovém měnověpolitickém zasedání BR ČNB.

Podle březnového průzkumu agentury *Thomson Reuters* analytici předpokládali ukončení režimu intervencí v období 4Q14 až 2H15. Větší část z nich si myslela, že režim intervencí bude ukončován postupně, např. úpravou intervenční hladiny kurzu. Pouze dva analytici očekávali, 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 zanedbatelný nárůst sazeb 3M PRIBOR na konci letošního roku. To zhruba odpovídá převažujícímu očekávání na ponechání měnověpolitických úrokových sazeb na technicky nulové hodnotě minimálně do začátku roku 2015 při zachování aktuální výše prémie na peněžním trhu. Do konce letošního roku se tržní výhled pohybuje v těsné blízkosti trajektorie sazeb z nové prognózy ČNB (viz Graf 4).

Sazby **IRS** se od posledního zasedání BR lehce snížily. Výnosová křivka sazeb IRS je rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,6 p.b., spread 10R-1R činí 1,3 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků *IOFT* (14.4.) vyplývá, že na květnovém zasedání BR ČNB všech čtrnáct analytiků očekává stabilitu základních sazeb ČNB. V ročním horizontu pět analytiků předpokládá nárůst 2T repo sazby na 0,25 %, ostatní neočekávají změnu nastavení základních úrokových sazeb ČNB.

Ze šetření agentury *Thomson Reuters* vyplývá, že **na květnovém zasedání BR ČNB** všech sedmnáct 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 0,50 % (medián 0,05 %).

Tabulka 2: Očekávání analytiků ohledně směru, rozsahu a časování další změny 2T repo sazby a okamžiku ukončení režimu devizových intervencí dle IOFT (14.4.) a Thomson Reuters (30.4.)

2014			2015				2016				2017			
1H 14	2H14		1H15		2H15		1H16		2H16		1H17		2H17	
					↑↑↑↑	↑↑								
			●●●●●●	●●●●●●	○●○●○●									
2Q 14	3Q 14	4Q 14	1Q 15	2Q 15	3Q 15	4Q 15	1Q 16	2Q 16	3Q 16	4Q 16	1Q 17	2Q 17	3Q 17	4Q 17
		○	↑↑↑↑ ○ ○●○●○●	↑↑↑↑↑↑ ○●○●○●		↑	↑↑							

Vysvětlivky:

- u úrokových sazeb se jedná o další očekávanou změnu každého analytika ze šetření Thomson Reuters, 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 2T repo sazby dosahují výše 0,20 až 0,45 p.b.
- ● předpokládané ukončení režimu devizových intervencí dle analytiků ze šetření IOFT
- ○ předpokládané ukončení režimu devizových intervencí dle analytiků ze šetření Thomson Reuters

Analytici v rámci šetření *IOFT* a *FECF* očekávají, že kurz v horizontu 1R posílí na 27 CZK/EUR, resp. 26,8 CZK/EUR, tj. o 1,5 %, resp. 2,2 % vůči současným hodnotám kolem 27,4 CZK/EUR. Prognóza ČNB očekává pro 2Q15 kurz na úrovni 26,6 CZK/EUR. Analytici z průzkumu *IOFT* předpokládají ukončení režimu intervencí v období let 2014 (pouze jeden analytik) až 2017 (rovněž jen jeden analytik), blíže viz Tabulka 2. Podle průzkumu agentury *Thomson Reuters* analytici předpokládají ukončení režimu intervencí v období 4Q14 až 2H15. Přibližně polovina 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

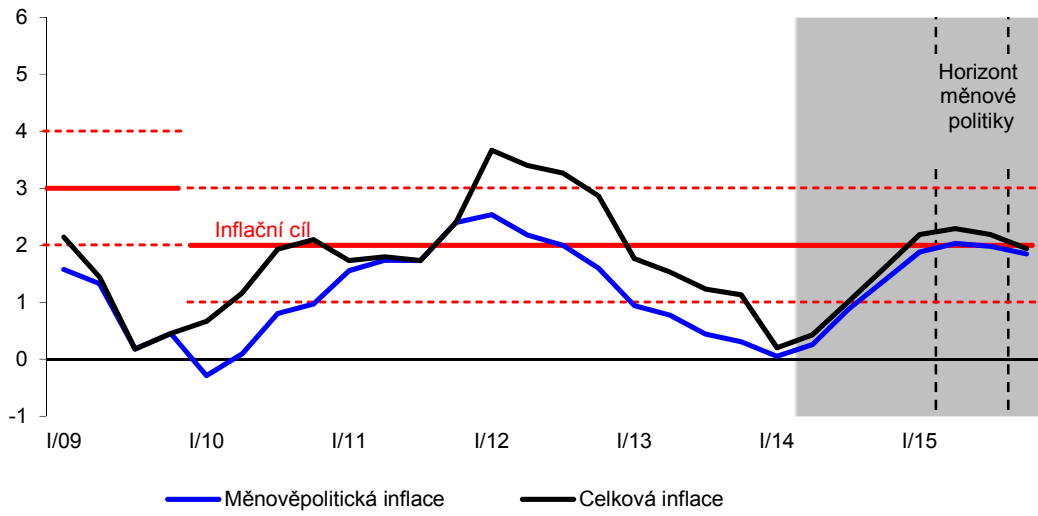
Sekce měnová a statistiky doporučuje na květnovém měnovém zasedání bankovní rady:

- 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

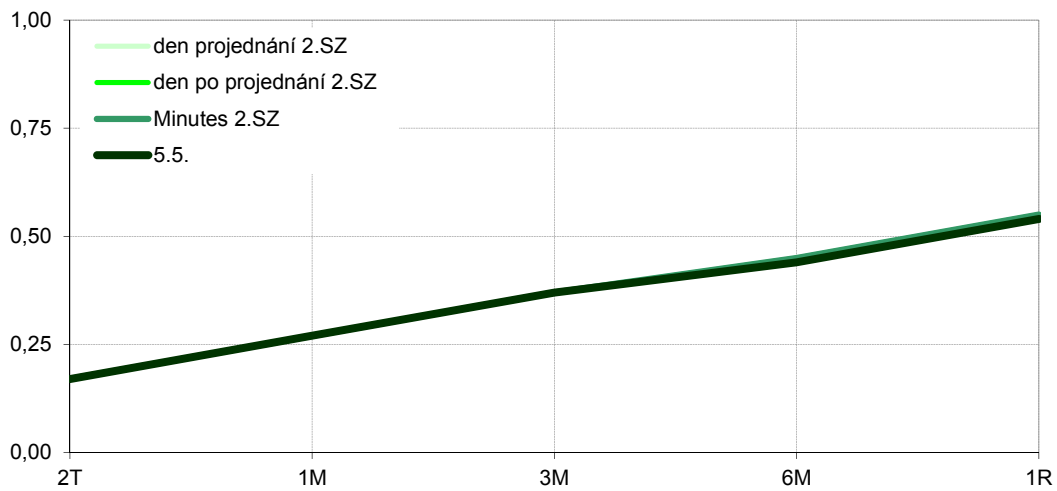
- potvrdit závazek ČNB v případě potřeby neomezeně intervenovat na devizovém trhu ve směru oslabení kurzu koruny na hladinu poblíž 27 CZK/EUR

- 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 nová prognóza potvrzuje předchozí vyjádření, že režim používání kurzu jako nástroje měnové politiky bude pokračovat přinejmenším do začátku roku 2015 s tím, že potřeba zdůrazňovat slovo „přinejmenším“ nadále trvá, resp. mírně roste
- komunikovat, že návrat do standardního režimu měnové politiky přitom nebude na horizontu prognózy znamenat posílení kurzu na úroveň před vstupem intervenčního režimu, protože v mezidobí dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin
- komunikovat i další klíčová sdělení obsažená v Prohlášení bankovní rady

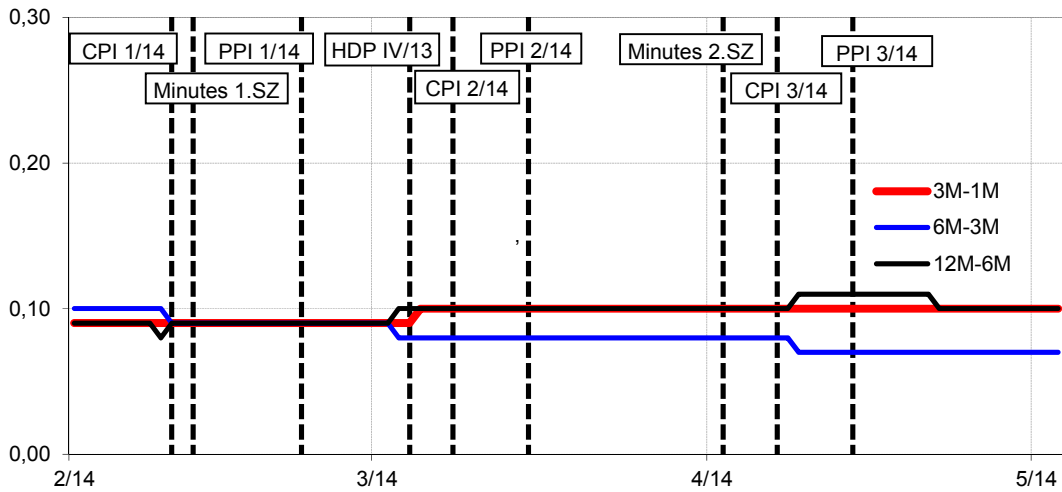
Graf 2: Prognóza inflace ze 3. SZ 2014 a cíl ČNB



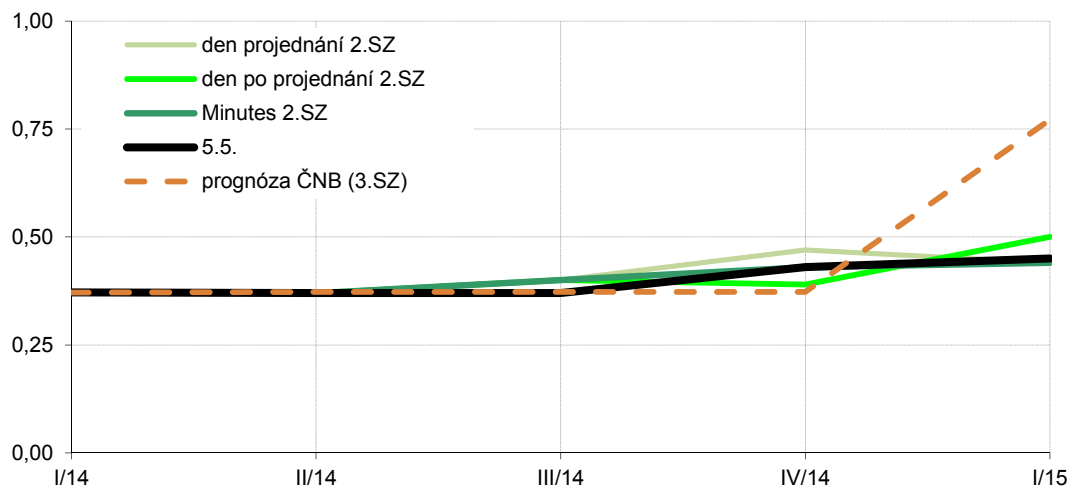
Graf 3: Výnosové křivky PRIBOR



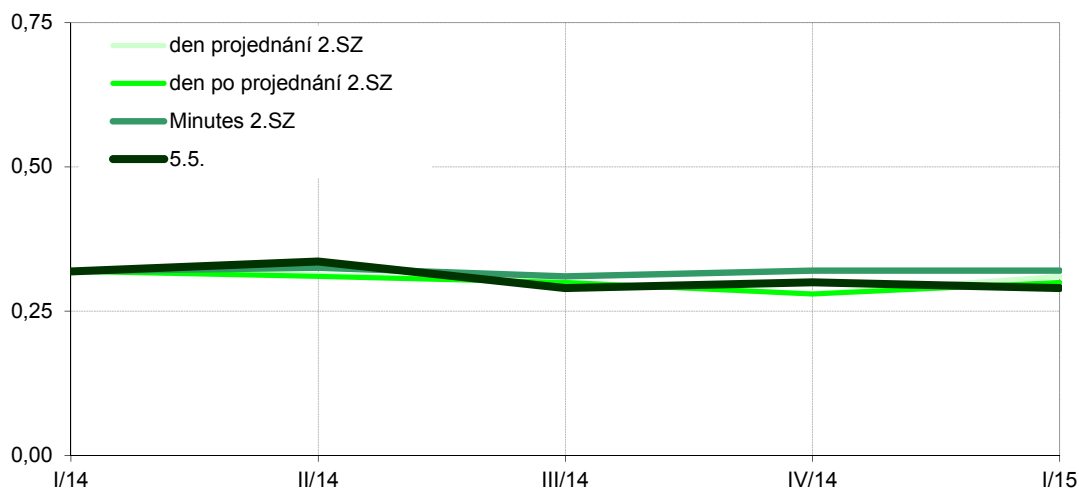
Graf 4: Úroková rozpětí – PRIBOR



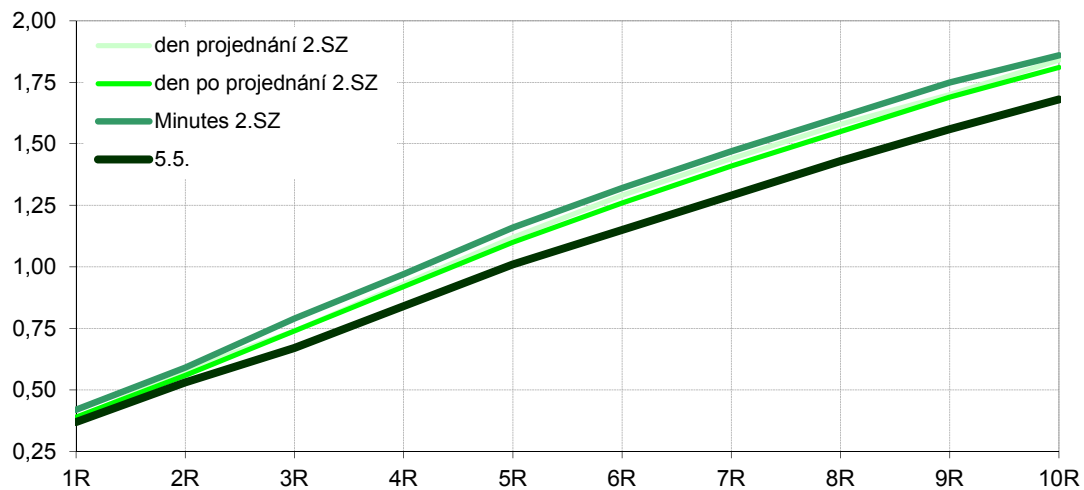
Graf 5: 3M PRIBOR, FRA



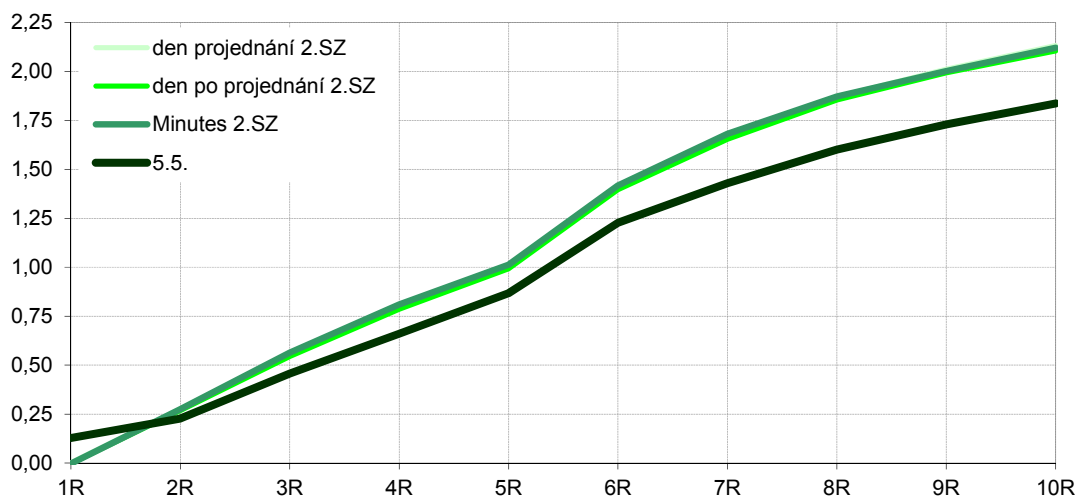
Graf 6: 3M EURIBOR, FRA



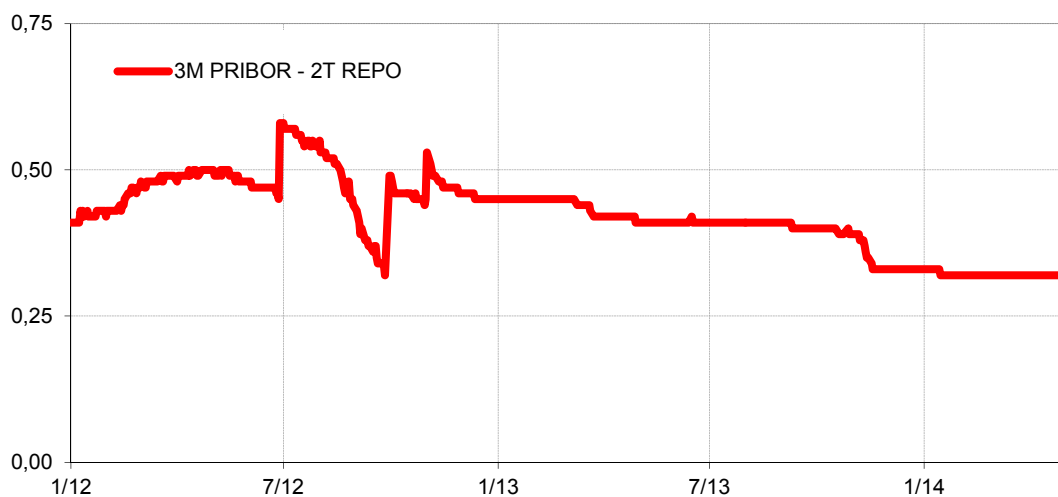
Graf 7: IRS CZK



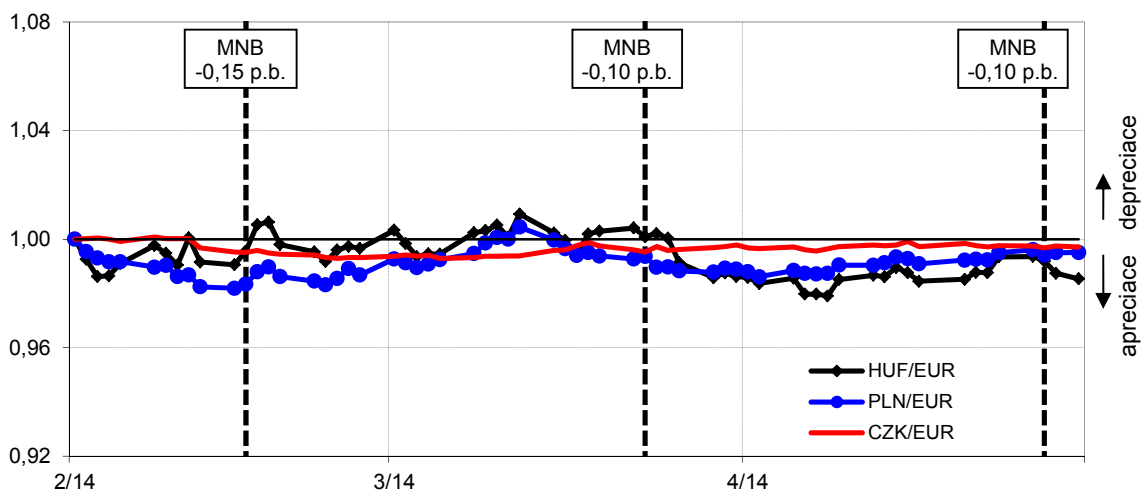
Graf 8: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



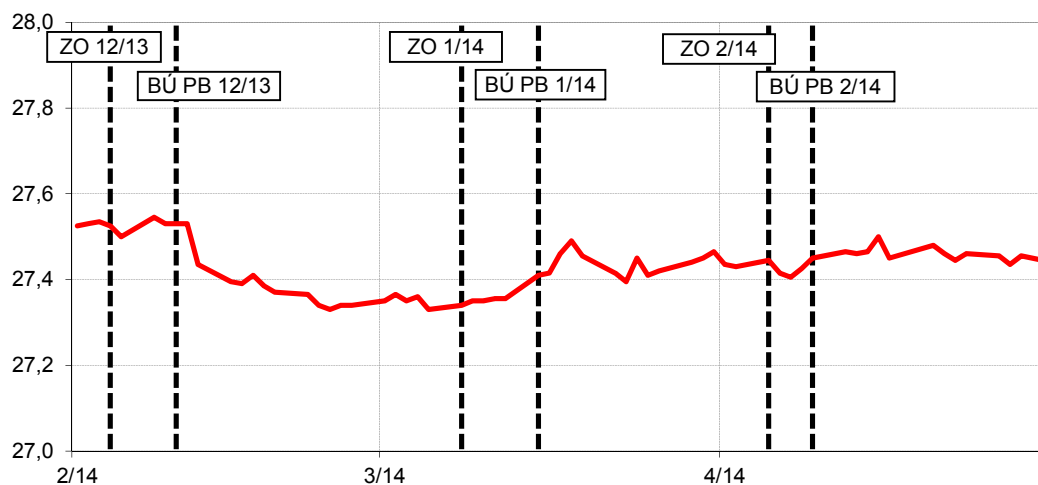
Graf 9: Úrokové rozpětí v ČR



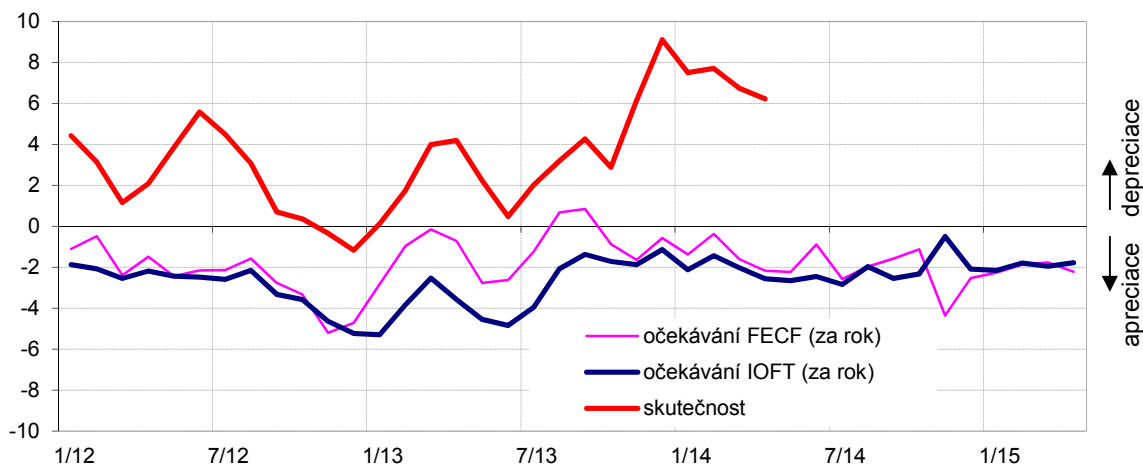
Graf 10: Kurzy středoevropských měn (1.2. = 1,0)



Graf 11: Kurz CZK/EUR

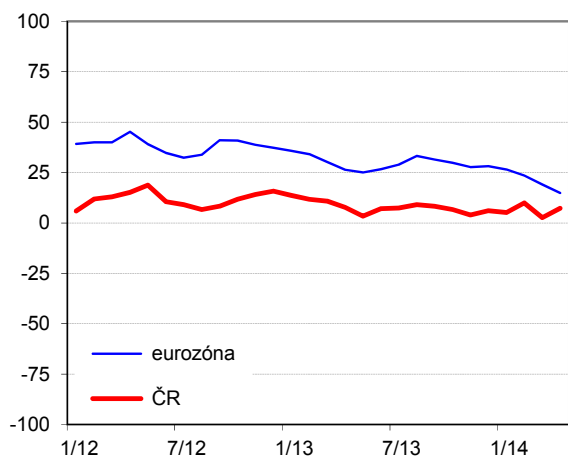


Graf 12: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

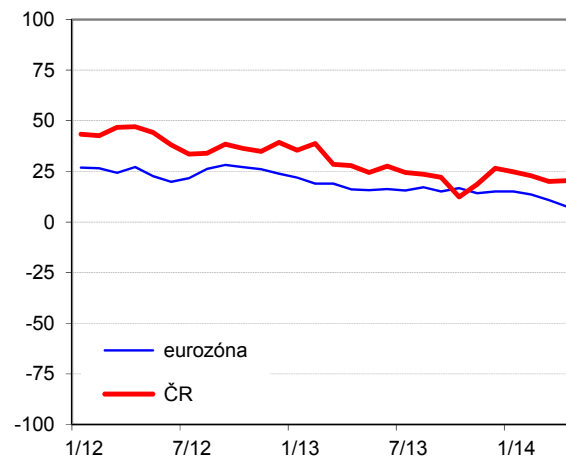


Graf 13: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

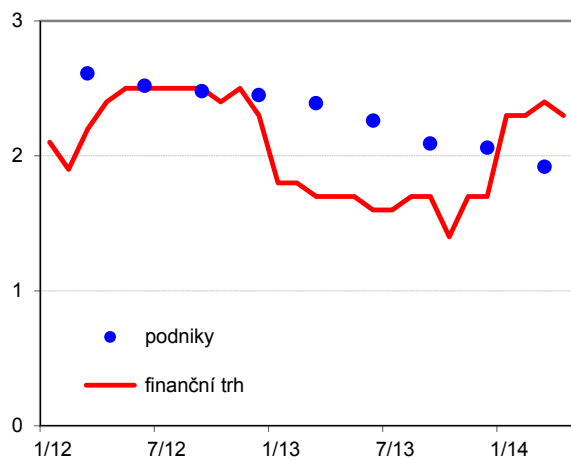


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

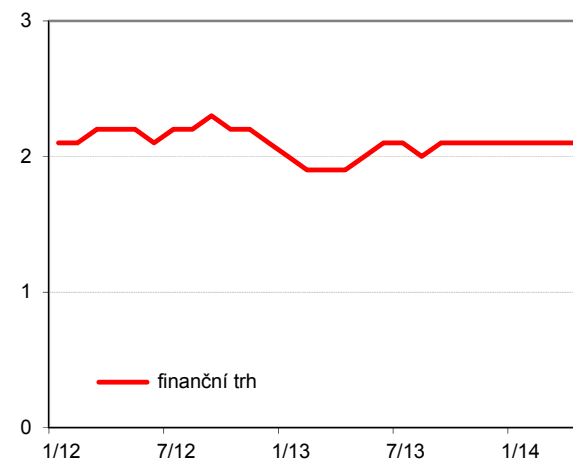


Graf 14: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

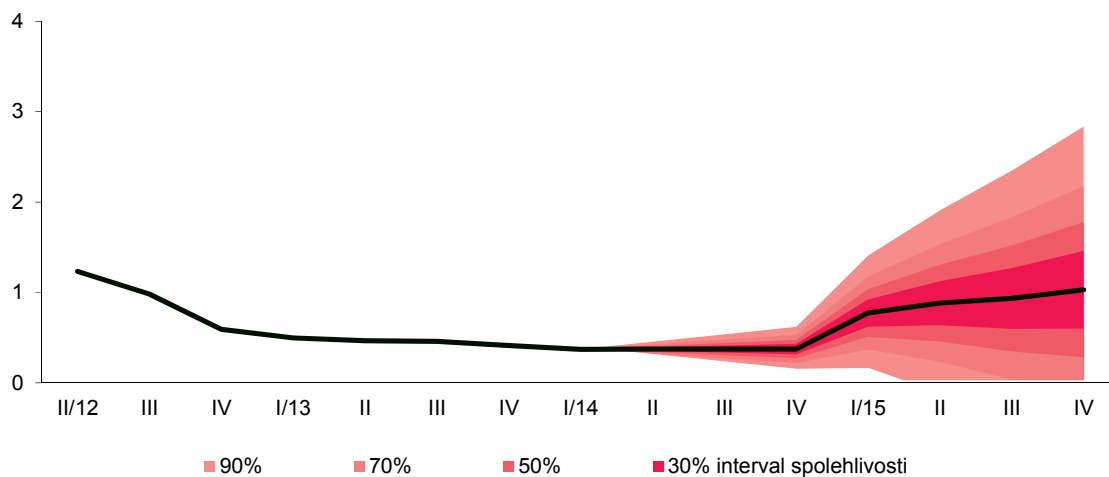
Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



Graf 15: Vějířový graf úrokových sazeb v %



Graf 16: Prognóza měnového kurzu CZK/EUR

