

Měnověpolitické doporučení pro 4.SZ 2014

Sekce měnová a statistiky

1. Prognóza ze 3.SZ 2014 a její naplňování dle 4.SZ 2014

Východiskem pro červnové měnověpolitické zasedání zůstává **makroekonomická prognóza ze 3.SZ 2014**. Následující odstavce ve stručnosti rekapituluji počáteční podmínky, předpoklady a hlavní kontury této prognózy.

Domácí ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí 2013 po téměř dvou letech poklesu v meziročním vyjádření vzrostla o 1,1 % a v následujícím čtvrtletí růst dále akceleroval (2,5 %). Podílely se na tom všechny složky poptávky s výjimkou zásob. Pozitivní vývoj ekonomické aktivity se začíná projevovat v obratu na trhu práce. Celková, stejně jako měnověpolitická, inflace se od začátku letošního roku pohybují na nízkých, avšak kladných hodnotách. Protiinflační působení domácí ekonomiky a trhu práce odeznívá, zatímco oslabený kurz koruny působí prostřednictvím dovozních cen ve směru urychlování cenového růstu.

Růst ekonomické aktivity v efektivní eurozóně postupně zrychluje, podle předpokladů prognózy dosáhne 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 utlumený, v letošním roce však začne dle předpokladů prognózy postupně zrychlovat. Zachování nízkých tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR ve výši 0,3 % je stávající prognózou předpokládáno na celém horizontu prognózy. Kurz eura vůči americkému dolaru bude dle předpokladů stávající prognózy 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 dle prognózy ze 3.SZ 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 %. Prognóza očekává, že celková inflace se bude ze současných velmi nízkých hodnot 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 27,40 CZK/EUR. Prognóza předpokládala pro druhé čtvrtletí kurz 27,30 CZK/EUR. Dále prognóza předpokládá postupný návrat kurzu k hladině kurzového závazku ČNB na úrovni 27 CZK/EUR, na které by měl kurz dle stávající prognózy setrvat do počátku roku 2015. Návrat do standardního režimu měnové politiky by přitom dle prognózy neměl na jejím horizontu 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 stávající

prognózy posílí o 0,30 CZK/EUR a do konce roku 2015 bude postupně dále posilovat na hladinu 26,40 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. Po předpokládaném exitu z režimu používání kurzu v prvním čtvrtletí 2015 stávající prognóza implikuje celkový nárůst tržních i měnověpolitických úrokových sazeb v rozsahu cca 0,6 procentního bodu během příštího roku.

Text 4.SZ 2014 konstatuje, že nové údaje získané od zpracování stávající prognózy v souhrnu dále zvyšují pravděpodobnost pozdějšího opuštění kurzu jako nástroje měnové politiky a nevylučují ani potřebu jeho slabší úrovně, než je vyhlášená hladina kurzového závazku 27 CZK/EUR.

V další části měnověpolitického doporučení je stručně popsán aktualizovaný scénář prognózy ze 3.SZ, resp. jeho další rizika. Posléze jsou ve světle nových informací diskutovány stávající parametry kurzového závazku ČNB. 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 (které bude vtěleno do návrhu textu Prohlášení bankovní rady).

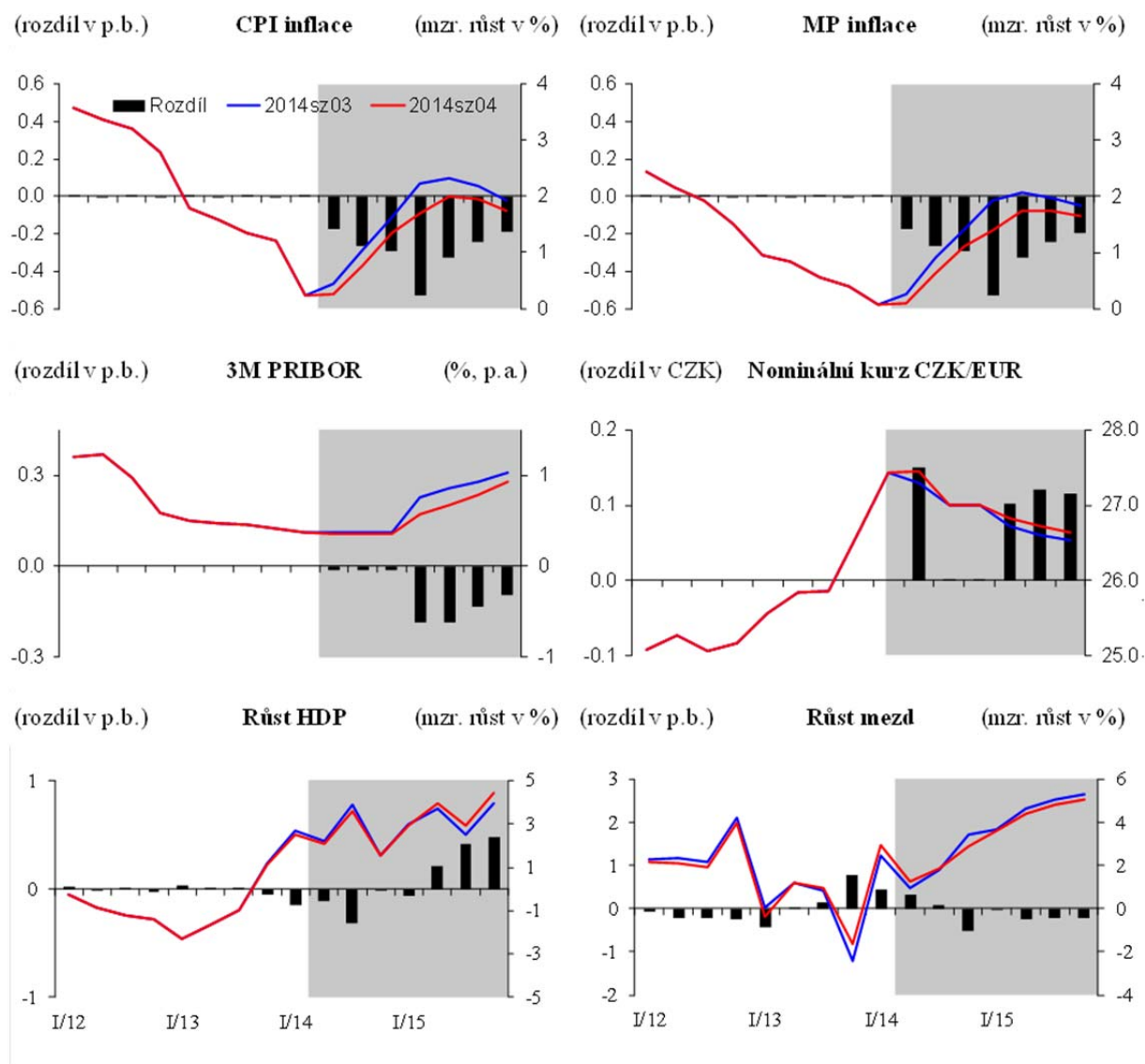
2. Aktualizovaný scénář ze 3.SZ a další rizika prognózy

Simulace provedená na základě nových dat se z hlediska výhledu celkové inflace posouvá oproti stávající prognóze na celém jejím horizontu směrem dolů (viz Graf 1 níže). V tomto směru působí nižší výhled regulovaných cen i aktuálně pozorovaná inflace a předpokládané zavedení druhé snížené sazby DPH v roce 2015. To je částečně kompenzováno rychlejším odezníváním protiinflačního působení zřetelně oživující domácí ekonomiky a trhu práce v průběhu prvního čtvrtletí, a to především prostřednictvím rychlejšího růstu mezd, než který stávající prognóza očekávala. Měnověpolitická inflace na celém horizontu leží pod 2% cílem, což naznačuje, že předpokládaná fixace kurzu na hladině 27 CZK/EUR do počátku roku 2015 nezajišťuje v aktualizovaném scénáři prognózy uvolnění měnových podmínek v potřebném rozsahu. Po předpokládaném opuštění používání měnového kurzu jako nástroje měnové politiky pak dochází k méně výraznému zvýšení úrokových sazeb oproti stávající prognóze. To by v prvním čtvrtletí příštího roku vedlo pouze k jednomu zvýšení 2T repo sazby o 0,20-0,25 p.b. namísto dvou zvýšení, které pro toto období implikuje stávající prognóza. V tom se vedle utlumenější budoucí inflace odráží i snížený výhled 3M EURIBORu na celém horizontu prognózy. Kurz koruny je v dosavadním průběhu druhého čtvrtletí nepatrně slabší oproti stávající prognóze. Jeho budoucí trajektorie se v aktuální simulaci oproti prognóze rovněž posouvá k lehce slabším hodnotám, když kurz po opuštění deklarované intervenční hladiny na počátku roku 2015 posílí o 0,20 CZK/EUR, aby následně dále zvolna posiloval na hodnotu 26,60 CZK/EUR v závěru roku.

Nad rámec nových informací zachycených ve výše uvedené simulaci existují další protiinflační rizika. Prvním rizikem je o něco méně expanzivní vládní politika v roce 2015 oproti stávající prognóze, a to z důvodu postupného naplňování programového prohlášení vlády v daňové oblasti, které by znamenalo menší snížení daňové zátěže, než předpokládal základní scénář stávající prognózy. Dalším rizikem stávající prognózy jdoucím rovněž protiinflačním směrem je krátkodobý výhled cen potravin spolu se snížením výhledů cen

agrárních komodit na světových trzích od doby zpracování stávající prognózy.¹

Graf 1: Srovnání aktualizovaného scénáře (4.SZ) s prognózou ze 3.SZ



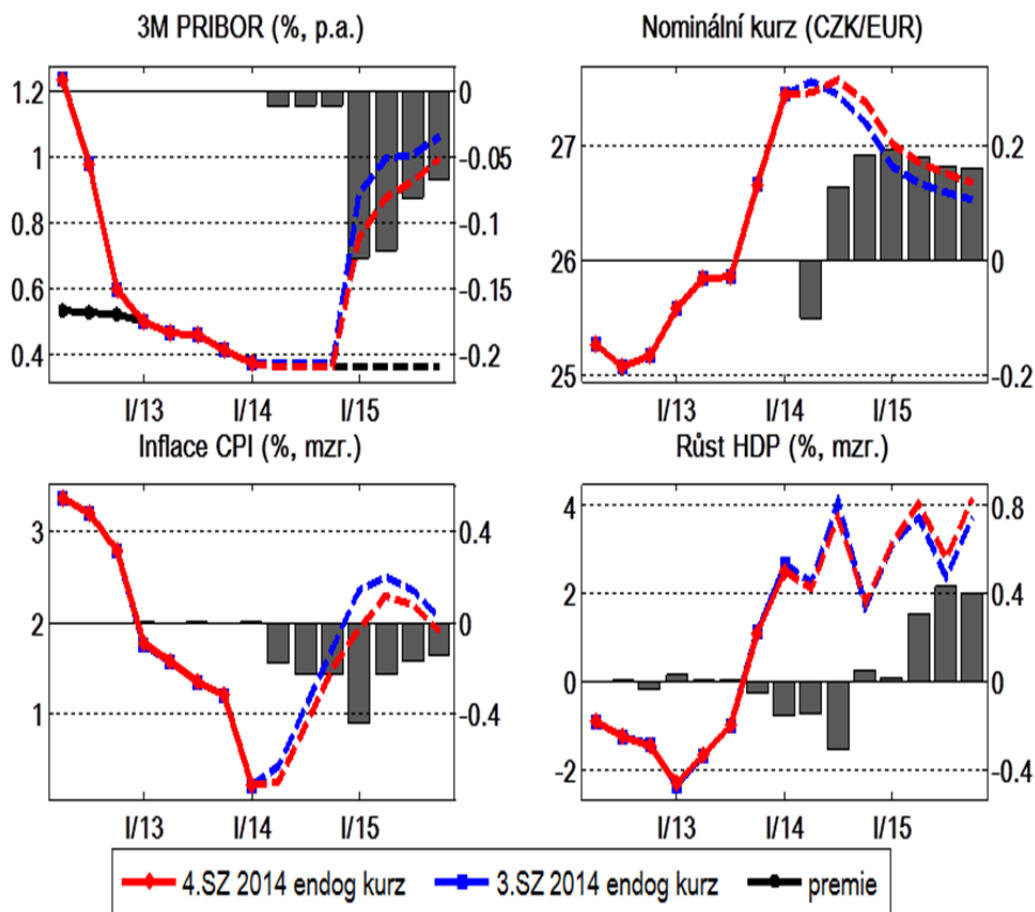
3. Diskuse parametrů kurzového závazku

Nově dostupné informace získané od zpracování poslední prognózy vyznívají v protiinflačním směru, a dle 4.SZ tak dále zvyšují pravděpodobnost pozdějšího opuštění kurzu jako nástroje měnové politiky, přičemž nevylučují ani potřebu jeho slabší úrovně, než je vyhlášená hladina kurzového závazku 27 CZK/EUR.

¹ Podle výběrového šetření cen potravin odečtených zhruba v polovině tohoto měsíce je pravděpodobné, že se z důvodu letošního vysoce kolísavého vývoje cen brambor, ovoce a zeleniny červnová meziroční inflace ztlačí. Není přitom vyloučeno, že by mohla klesnout až k nule či dokonce lehce pod ní. Přestože to bude dáno nefundamentálním vývojem v uvedených skupinách spotřebního koše, který do značné míry souvisí s přírodními spíše než s ekonomickými podmínkami, pravděpodobně to vzbudí mediální pozornost. Zohledňujeme to proto rovněž v rámci našeho komunikačního doporučení.

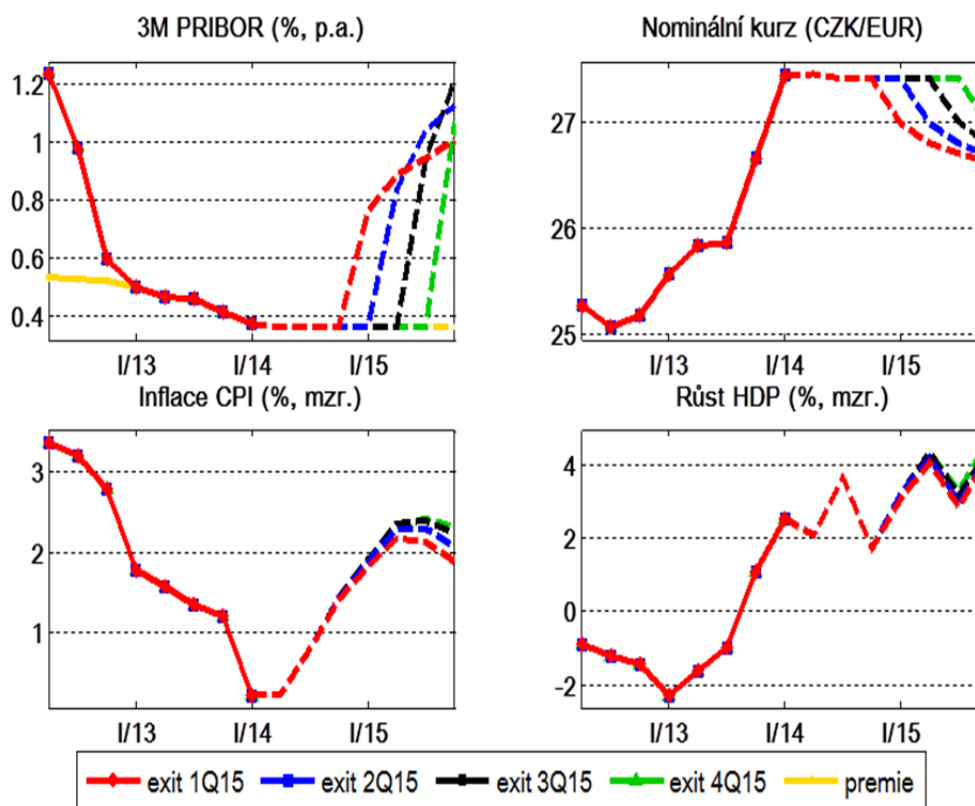
Je tedy legitimní otázkou, zda ke změnám délky platnosti kurzového závazku a /nebo deklarované intervenční hladiny přistoupit již nyní či nikoliv. Ve prospěch úpravy alespoň některého z uvedených parametrů kurzového závazku hovoří nyní zejména snížení rizika opožděné reakce měnové politiky a s tím spojeného negativního dopadu do kredibility ČNB. Výše uvedené úvahy je přitom možno opřít nejen o aktualizaci stávající prognózy provedenou ve 4.SZ, ale též o další simulace. Sem patří aktualizace scénáře s endogenním kurzem a scénáře s variantním exitem z hodnoty 27,40 CZK/EUR v jednotlivých čtvrtletích roku 2015.

Graf 2: Srovnání simulací s endogenním kurzem na bázi dat ze 4.SZ a 3.SZ



Aktualizovaná simulace s endogenním kurzem ukazuje, že potřeba uvolnění měnových podmínek prostřednictvím kurzu bude zřejmě přetrvávat o něco déle, než tento scénář ukazoval při zpracování stávající prognózy. Simulace na bázi nových dat totiž vede k tomu, že ke kulminaci kurzu sice dochází podobně jako v minulé simulaci na hladině cca 27,50 CZK/EUR, ale tato kulminace přichází poněkud později (ve 3Q2014), než tomu bylo v minulé verzi tohoto scénáře. Počínaje třetím čtvrtletím letošního roku se kurz v aktuální simulaci vůči 3.SZ posouvá ke slabším hodnotám. Slabě nižší je po celé sledované období i hladina sazeb 3M PRIBOR. Celkově volnější měnové podmínky se spolu s dalšími novými informacemi v aktualizované simulaci projeví ve vyšším meziročním růstu HDP v posledních třech čtvrtletích příštího roku. Inflace je v simulaci s endogenním kurzem na bázi nových dat na celém sledovaném horizontu nižší, v čemž se odráží zejména nové informace o vývoji regulovaných cen a cen potravin, jejichž vývoj není (zejména v případě regulovaných cen) nastavením měnových podmínek příliš dotčen a jejichž vliv je uvolněnějšími měnovými podmínkami kompenzován v jiných cenových okruzích jen částečně.

Graf 3: Scénář setrvání kurzu na 27,40 CZK/EUR s variantami opuštění režimu používání kurzu jako nástroje v prvním, druhém, třetím a čtvrtém čtvrtletí 2015



Při úvahách o potřebě prodloužit platnost kurzového závazku se lze opřít i o aktualizované simulace různých časových variant exitu provedeného z aktuální hladiny kurzu 27,4 CZK/EUR. Ty ukazují, že až varianty exitu uskutečněného ve druhé polovině příštího roku (poslední dvě varianty) vedou k následnému nárůstu úrokových sazeb v rozsahu, který jsme zatím považovali za minimálně nutný pro provedení exitu (o zhruba 0,75 p.b.). Zároveň až v těchto variantách dochází k dostatečně robustnímu nárůstu inflace do „bezpečných vod“ (inflace pouze v těchto dvou variantách významněji a dlouhodoběji přestřeluje cíl ČNB). Oslabení měnového kurzu má pochopitelně i pro reálnou ekonomiku stimulační účinky, které narůstají s délkou platnosti kurzového závazku a s délkou udržování technicky nulových úrokových sazeb.

Výše uvedené simulace potvrzují potřebu většího, resp. déletrvajícího uvolnění měnové politiky, než jsme dosud předpokládali, v návaznosti na protiinflační bilanci rizik stávající prognózy. Tím současně potvrzují oprávněnost úvah o úpravě stávajících parametrů kurzového závazku.

V této situaci proto navrhuje komunikovat prodloužení období, po němž bude používán kurz jako nástroj měnové politiky (a sazby budou na technické nule). Konkrétně navrhuje oznámit, že k ukončení používání kurzu jako nástroje měnové politiky dojde později než v 1. čtvrtletí 2015 (viz též komunikační doporučení v části 6 tohoto MPD).

Pro toto doporučení hovoří několik argumentů. Předně je to konzistence s režimem cílování inflace, v němž na protiinflační rizika či faktory reaguje centrální banka uvolněním měnových

podmínek, a to za účelem dosažení inflačního cíle. Navrhovaná úprava formulace týkající se délky platnosti kurzového závazku bude rovněž konzistentní s předchozí komunikací ČNB, která opakovaně a jasně avizovala, že případná protiinflační rizika mohou vést v prvním kroku k potřebě delšího setrvání v režimu používání kurzu, a až případně ve druhém sledu vést, vyskytnou-li se velmi silné protiinflační vlivy, k posunu intervenční hladiny na slabší úroveň. Na rostoucí pravděpodobnost prodloužení délky platnosti kurzového závazku již také v souladu s doporučením SMS upozorňovala po minulém měnovém zasedání bankovní rada, když vedle tohoto hodnocení byla v komunikaci využívána formulace, že kurzový závazek bude v platnosti přínejmenším do začátku roku 2015 (resp., že rozhodně nedojde k jeho ukončení před prvním řádným měnovým zasedáním v příštím roce, tj. před únorem 2015 apod.).

Současně platí, že reálná část ekonomického příběhu popsaného ve stávající prognóze se naplňuje nad očekávání dobře a kurz se do cenového a celkového ekonomického vývoje promítá zhruba v rozsahu, který ČNB předpokládala.² Identifikovaná protiinflační rizika pramení jednak z vnějšího prostředí (více deflačních tlaků dovážených z eurozóny a na to reagující uvolněnější měnová politika ECB), jednak z oblasti volatilních cen potravin a regulovaných cen (a v jejich rámci dominantně zdravotnických poplatků, které jsou politickým rozhodnutím). Protiinflační bilance rizik prognózy tak není vyjádřením toho, že by oslabení měnového kurzu ČNB nefungovalo dle očekávání a neodvrátilo hrozbu nedostatečnou poptávkou vyvolané deflace a související finanční a celkové makroekonomické nestability.

Výše uvedené hodnocení, resp. prezentované simulace tak potvrzují vyznění 4.SZ, že případný budoucí posun deklarované intervenční hladiny na slabší úroveň není vyloučen. Současně však s ohledem na celkovou situaci vnímáme potřebu slabšího kurzu jako aktuálně nedostatečnou pro provedení takového kroku, a navrhuje využit potenciálu, který nám dává (vlastně poprvé provedené) oficiální prodloužení časové platnosti kurzového závazku, a to za horizont začátku příštího roku. Jeho komunikovaná delší platnost dle našeho mínění umožní akomodovat výše uvedené protiinflační vlivy, aniž by bylo závažně ohroženo plnění inflačního cíle v budoucnosti. A to mimo jiné kanálem podpory plného promítnutí (pass-through) oslabeného kurzu do dovozních cen a dalších domácích cenových okruhů. S rostoucí délkou období, po něž bude kurz oslaben, totiž klesá ochota a kapacita dovozců a výrobců tlumit proinflační vliv kurzu na úkor svých ziskových marží. Ty v realitě skutečně v některých případech mohly být stlačeny s vidinou pouze „dočasného“ oslabení kurzu v intencích stávajících parametrů kurzového závazku s platností do začátku roku 2015. Kurz se navíc již delší dobu pohybuje na hladinách slabších než 27 CZK/EUR, resp. je v posledních měsících mimořádně stabilní na úrovni zhruba 27,4 CZK/EUR a odložení exitu může přispět k tomu, že na uvedené úrovni setrvá delší dobu, než předpokládá stávající prognóza. To může dále podpořit návrat inflace k cíli, jakož i ekonomický růst. Exit z hladiny 27,40 CZK/EUR provedený v jednom ze dvou posledních čtvrtletí roku 2015 pak ve zpracovaném scénáři ukazuje na poměrně jasné odpoutání se od zero lower bound.

Vzhledem k tomu, že nejde o měnové zasedání, na němž by byla k dispozici nová prognóza, však nedoporučujeme blíže specifikovat konkrétní dobu, o kterou se nyní prodlužuje platnost kurzového závazku, a která by korespondovala s umístěním exitu ve zveřejněné prognóze.

² Korigovaná inflace bez cen pohonných hmot se po mnoha letech, kdy byla v záporných hodnotách, pohybuje od letošního dubna v souladu s prognózou v kladném teritoriu. I v květnu přitom pokračovalo zrychlování mediánu meziroční inflace (ze 1,3 % v dubnu na aktuálních 1,4 %). Nepřetržitý růst mediánové inflace tak trvá již od října 2013.

Navržená formulace (viz část 6 tohoto MPD) „...že k ukončení používání kurzu jako nástroje měnové politiky dojde později než v 1. čtvrtletí 2015...“ je opět dostatečně pružná na to, aby poskytovala žádoucí manévrovací prostor pro jeho případné další úpravy na příštích měnových zasedáních.

4. Vyjádření sekce bankovních obchodů

Koruna se stále pohybuje v úzkém pásmu, většinu sledovaného období strávila na hladině mezi 27,4-27,5 CZK/EUR. Na trhu momentálně není vidět spekulativní kapitál, který by dodal pohybu kurzu dynamiku, probíhají tak pouze klientské obchody. Podobný vývoj kurzu se dá očekávat i nadále, dokud nepřijdou výraznější kurzotvorné informace. Mezi ně dle mínění SBO nebude patřit ani případná komunikace ČNB dle doporučení uvedeného v části 6 tohoto MPD, neboť ta bude jen potvrzením toho, co si někteří analytici a tržní hráči již myslí, resp. co naznačovala i bankovní rada.

5. Dosavadní 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 přesunulo k formování očekávání 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 květnovém měnověpolitickém zasedání** guvernér ČNB M. Singer přednesl *Prohlášení bankovní rady* rekapitulující novou prognózu a její předpoklady. Nová prognóza je založena na předpokladu stability tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a setrvání kurzu koruny poblíž hladiny 27 korun za euro až do počátku příštího roku. Následný návrat do standardního režimu měnové politiky nebude na horizontu prognózy znamenat posílení kurzu na úroveň před vstupem do intervenčního režimu. Důvodem je to, že v mezidobí dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin. Bankovní rada vyhodnotila rizika nové prognózy jako mírně protiinflační. V tomto směru působí nižší výhled úrokových sazeb i cen v eurozóně a nižší než očekávaný nárůst mezd. Naopak proinflačním rizikem je vývoj světových cen zemědělských komodit. Hladinu kurzového závazku 27 korun za euro bankovní rada nadále považuje za vhodně zvolenou a předpokládá udržování kurzu poblíž této hladiny přinejmenším do začátku roku 2015. Bankovní rada v debatě o nové prognóze konstatovala, že se zvyšuje pravděpodobnost pozdějšího opuštění kurzového závazku. Současně dospěla bankovní rada k závěru, že domácí úrokové sazby nemusejí v roce 2015 růst tak rychlým tempem, jak naznačuje prognóza.

Během května a června se několik členů BR vyjádřilo k měnové politice ČNB, resp. k jejímu budoucímu nastavení (viz Tabulka 1). **Komunikována** byla rostoucí pravděpodobnost pozdějšího opuštění kurzového závazku, než ČNB dosud naznačovala. Zdůrazňováno bylo současně to, že exit z používání kurzu jako nástroje měnové politiky nebude šokový, byť může být za jistých okolností proveden i způsobem zajišťujícím potřebné silné zpřísnění měnové politiky.

Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů bankovní rady v médiích

26.5.	M. Singer (prezentace na: EY Executive Party)	Roste pravděpodobnost, že k opuštění kurzového závazku dojde později, než ČNB dosud naznačovala (tedy později než začátkem 2015).
27.5.	M. Hampl (Prezentace na: Kolokvium ČNB Praha)	Stávající režim používání kurzu jako nástroje měnové politiky potrvá přinejmenším do začátku roku 2015 s tím, že se zvyšuje pravděpodobnost jeho pozdějšího opuštění; exit z něj přitom nebude šokový.
29.5.	M. Hampl (Lidové noviny)	Pokud jde o nás, tak jsme to řekli jasně, nula je nula a nic dalšího se s naší sazbou dít nemůže. Její jediný směr může být vzhůru, záporná sazba proto není pro ČNB žádné téma. A vysvětlovali jsme též, proč je naše nula technickou nulou, tedy 0,05, a ne 0,00. Důvodem je, že naše repo sazba slouží jako základ výpočtů různých sankčních úroků. Bylo by proto absurdní, aby se pak tyto sankce počítaly ze záporných úroků. To by v praxi znamenalo, že by se ze sankce stal bonus.
4.6.	V. Tomšík (prezentace na: Exportní konference, Praha)	Stávající režim používání kurzu jako nástroje měnové politiky potrvá přinejmenším do začátku roku 2015, zvyšuje se ale pravděpodobnost jeho pozdějšího opuštění; exit z něj přitom nebude šokový.
11.6.	M. Hampl (prezentace na: Deutsche Bank Annual FX Conference)	When? a) “The Bank Board continues to view the level of the exchange rate commitment at CZK 27 to the euro as appropriate and expects the exchange rate to be kept close to this level at least until the start of 2015.”...i.e. exit will definitely not come before February 2015, but given inflation outlook it will most likely come later b) Exit will come only once monetary policy tightening is needed and that need is sufficiently strong and durable to avoid hitting ZLB again! How? a) ENTRY was fully transparent; so might be EXIT b) One step or sequence of steps? Both options conceivable c) “The return to conventional monetary policy will not imply appreciation of the exchange rate to the level recorded before the CNB started intervening, as the weaker exchange rate of koruna will in the meantime pass through to the price level and other nominal variables.” VELVET EXIT is possible (and desirable) !! BUT !! key trade-off between smoothness of exit and likelihood of departing from ZLB Exiting sooner = more smoothness Exiting later = more certainty about not returning to ZLB TIMING WILL BE KEY
18.6.	V. Tomšík	Kombinace uvolněné měnové politiky a neutrální makroobezřetnostní politiky je tak podle přesvědčení České národní banky pro současnou

	(Hospodářské noviny)	českou ekonomiku tím jediným správným řešením. Měnová politika podporuje její oživení a makrobezpečnostní politika ji v tom nebrzdí. Aktuální nastavení obou politik ČNB zároveň nepředstavuje zdroj rizik pro finanční stabilitu v budoucnosti.
--	----------------------	--

6. Reakce a očekávání finančních trhů

Květnové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno všemi analytiky. Z dotazníků *IOFT* (14.4.) vyplývalo, že na květnovém zasedání BR ČNB všech čtrnáct analytiků očekávalo stabilitu základních sazeb ČNB. V ročním horizontu pět analytiků předpokládalo nárůst 2T repo sazby na 0,25 %, ostatní neočekávali změnu nastavení základních úrokových sazeb ČNB. Podle šetření agentury *Thomson Reuters* (30.4.) všech sedmnáct analytiků předpokládalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB. Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 0,05 až 0,50 % (medián 0,05 %). Rovněž všech dvanáct analytiků oslovených agenturou *Bloomberg* (6.5.) očekávalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na květnovém měnověpolitickém zasedání BR ČNB.

Podle květnového průzkumu agentury *Thomson Reuters* analytici předpokládali ukončení režimu intervencí v období 4Q14 až 2H15. Přibližně polovina 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 stabilitu sazeb 3M PRIBOR minimálně do konce 1Q15. To zhruba odpovídá převažujícímu očekávání na ponechání měnověpolitických úrokových sazeb na technicky nulové hodnotě do stejné doby při zachování aktuální výše prémie na peněžním trhu. Do konce letošního roku se tak tržní výhled pohybuje v těsné blízkosti trajektorie sazeb ze stávající prognózy ČNB (viz Graf 4).

Sazby **IRS** se od posledního zasedání BR mírně snížily ve střední a delší části křivky. Výnosová křivka sazeb IRS je rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,4 p.b., spread 10R-1R činí 1,1 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků *IOFT* (13.6.) vyplývá, že na **červnovém zasedání** BR ČNB všech deset analytiků očekává stabilitu základních sazeb ČNB. V ročním horizontu jeden analytik předpokládá nárůst 2T repo sazby na 0,25 % a jeden analytik na 0,50 %, ostatní neočekávají změnu nastavení základních úrokových sazeb ČNB.

Ze šetření agentury *Thomson Reuters* vyplývá, že na **červnovém zasedání** BR ČNB všech dvanáct 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 a okamžiku ukončení režimu devizových intervencí dle IOFT (13.6.) a Thomson Reuters (23.6.)

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

Rovněž všech osmnáct analytiků oslovených agenturou *Bloomberg* (23.6.) očekávalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na červnovém měnověpolitickém zasedání BR ČNB.

Analytici v rámci šetření *IOFT* a *FECF* očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na cca 27 CZK/EUR, tj. o 1,5 % 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 1H15 až 2017, blíže viz Tabulka 2. Podle průzkumu agentury *Thomson Reuters* analytici předpokládají ukončení režimu intervencí v období 3Q14 až 2H15. Větší 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.

7. Měnověpolitické doporučení SMS

Sekce měnová a statistiky doporučuje na červnovém 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 návrat do standardního režimu měnové politiky 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;**

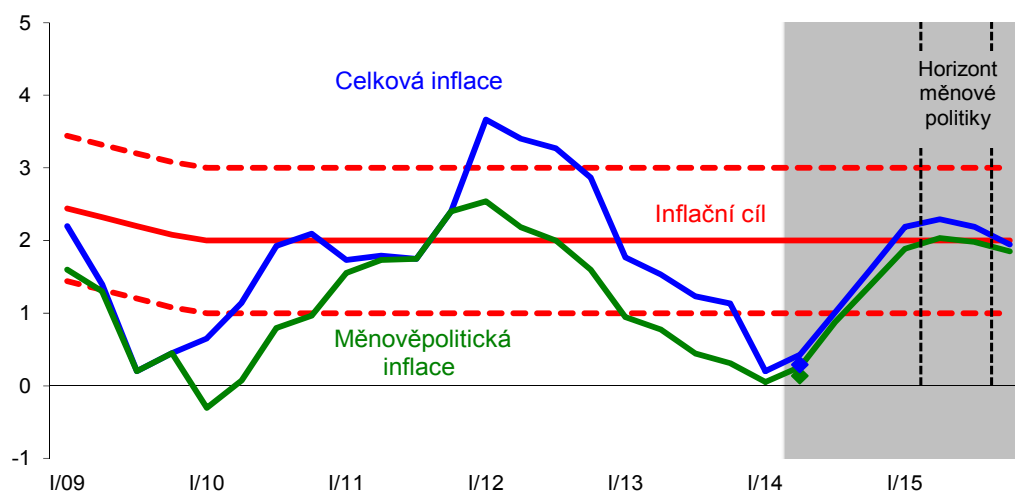
- sdělit, že intenzita, s jakou se oslabený kurz v dosavadním průběhu letošního roku promítá do domácího cenového a celkového ekonomického vývoje, odpovídá předpokladům ČNB, resp. že zrychlující růst české ekonomiky a pozitivní obrat na trhu práce dokonce lehce překonávají očekávání ČNB;

- sdělit, že ekonomický vývoj ve zbytku letošního roku a v roce příštím tak ve svých základních parametrech směřuje k naplňování stávající prognózy ČNB s tím, že z důvodu cenového vývoje ve vnějším prostředí spolu s převážně nefundamentálními a administrativními vlivy majícími dopad na ceny potravin a regulované ceny bude inflace ležet pravděpodobně níže, než ČNB dosud očekávala (když v nejbližších měsících není vyloučen ani vývoj charakterizovaný mezeročně zhruba stabilní cenovou hladinou);

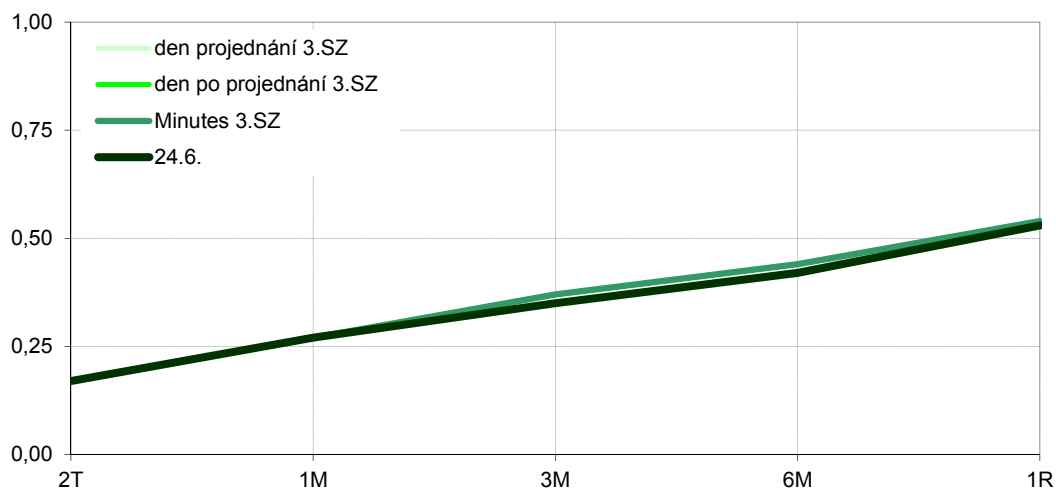
- komunikovat, že nové údaje získané od zpracování stávající prognózy tak v souhrnu ukazují na mírně protiinflační bilanci rizik stávající prognózy a v souhrnu dále zvýšily potřebu pozdějšího opuštění kurzu jako nástroje měnové politiky, než předpokládala stávající prognóza (1Q2015);

- **na základě toho oznámit, že k ukončení používání kurzu jako nástroje měnové politiky dojde později než v 1. čtvrtletí 2015, přičemž toto oznámení je v souladu s předchozí komunikací ČNB, že mírná protiinflační rizika mohou vést k potřebě delšího setrvání v režimu používání kurzu, zatímco pro posun intervenční hladiny na slabší úroveň by bylo třeba další posílení protiinflačních rizik.**

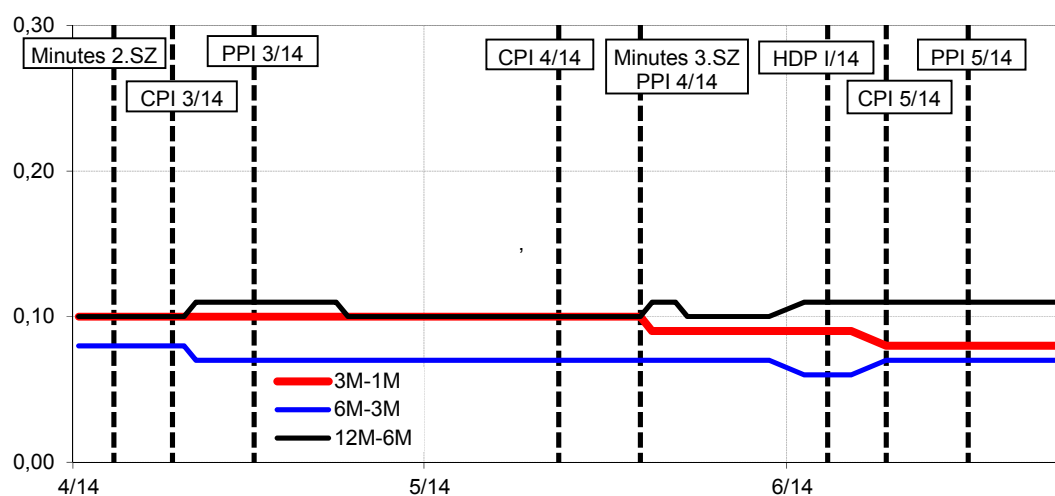
Graf 4: Prognóza inflace ze 3.SZ 2014 a cíl ČNB



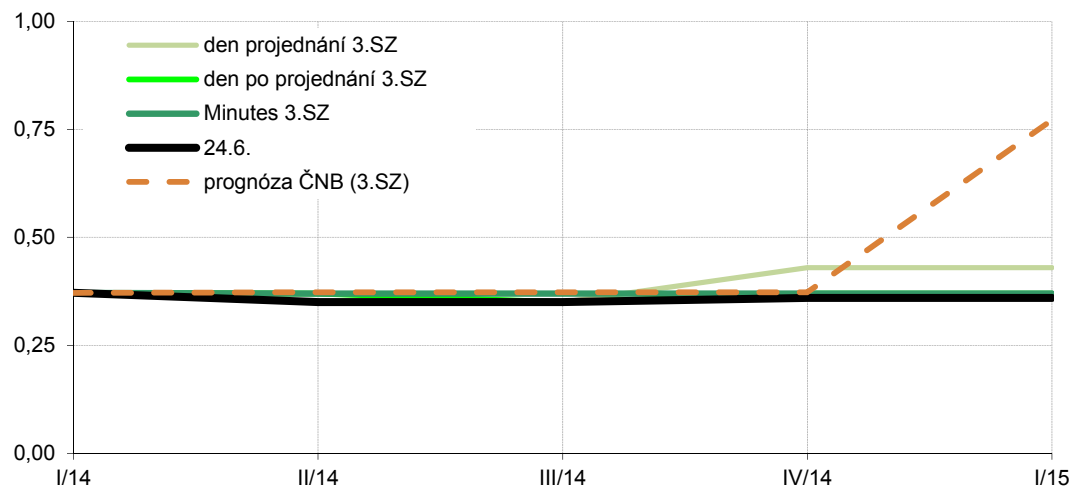
Graf 5: Výnosové křivky PRIBOR



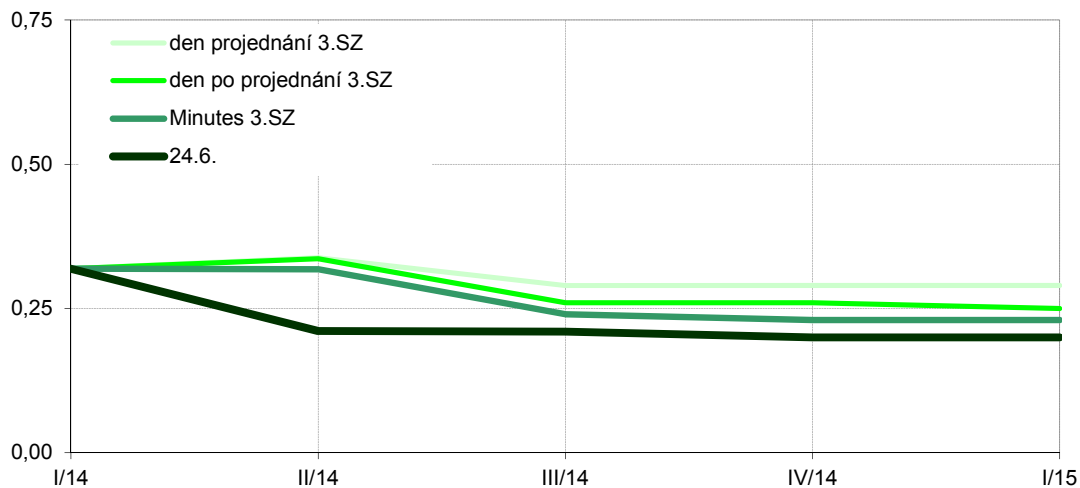
Graf 6: Úroková rozpětí – PRIBOR



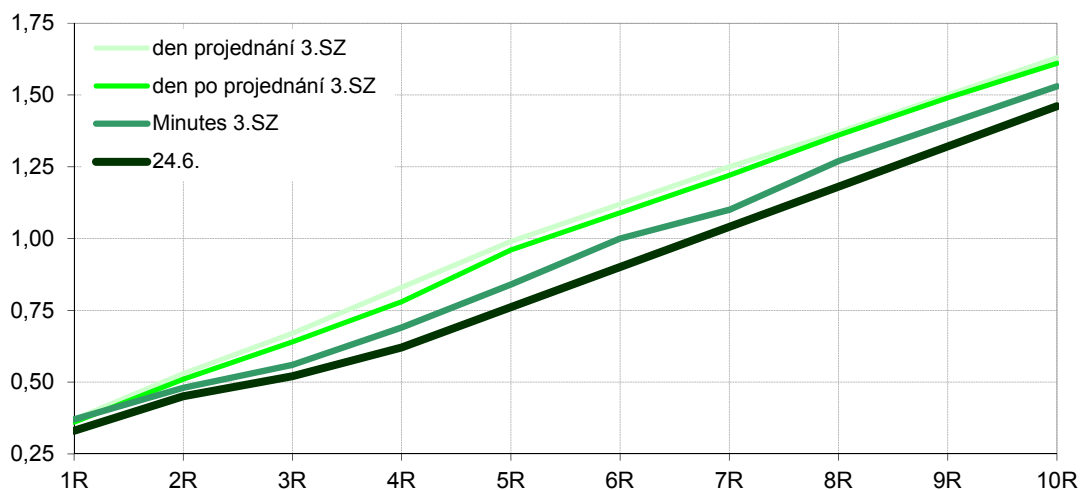
Graf 7: 3M PRIBOR, FRA



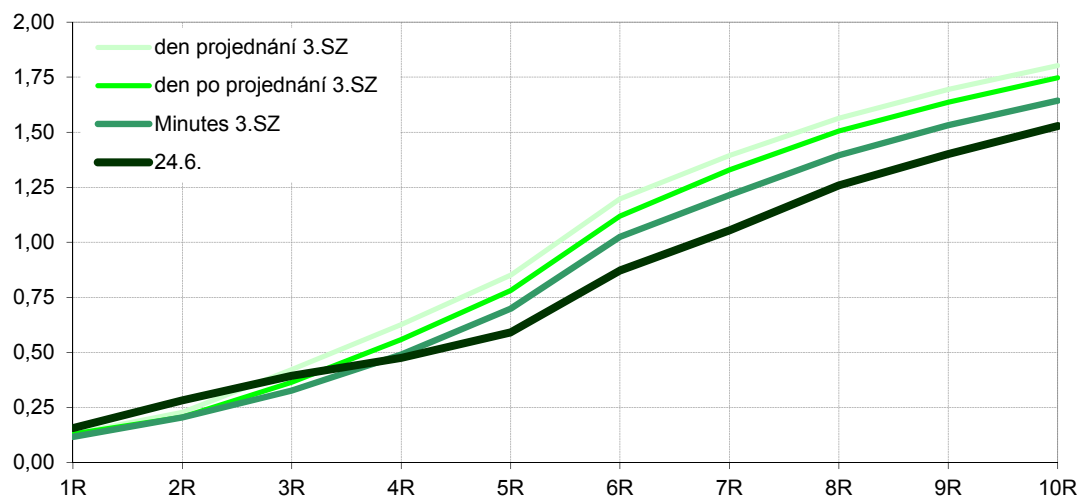
Graf 8: 3M EURIBOR, FRA



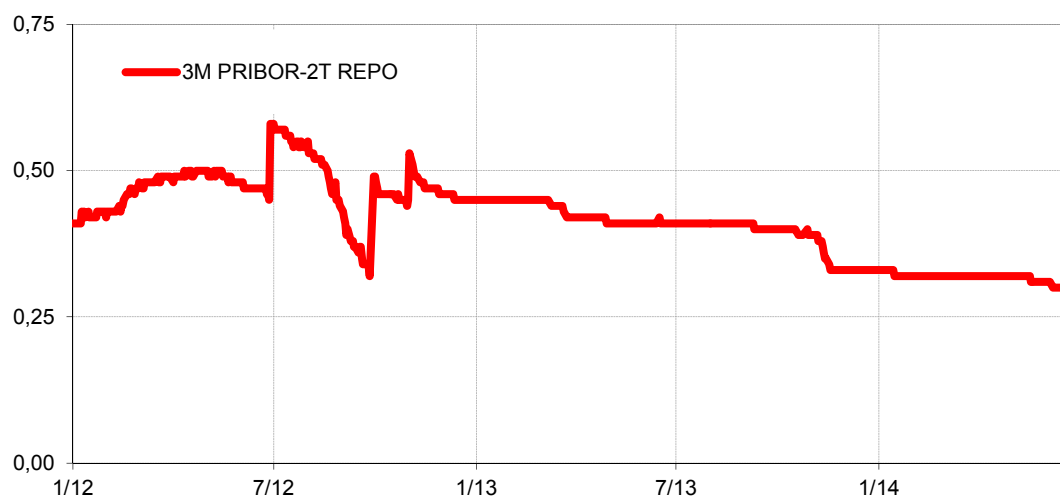
Graf 9: IRS CZK



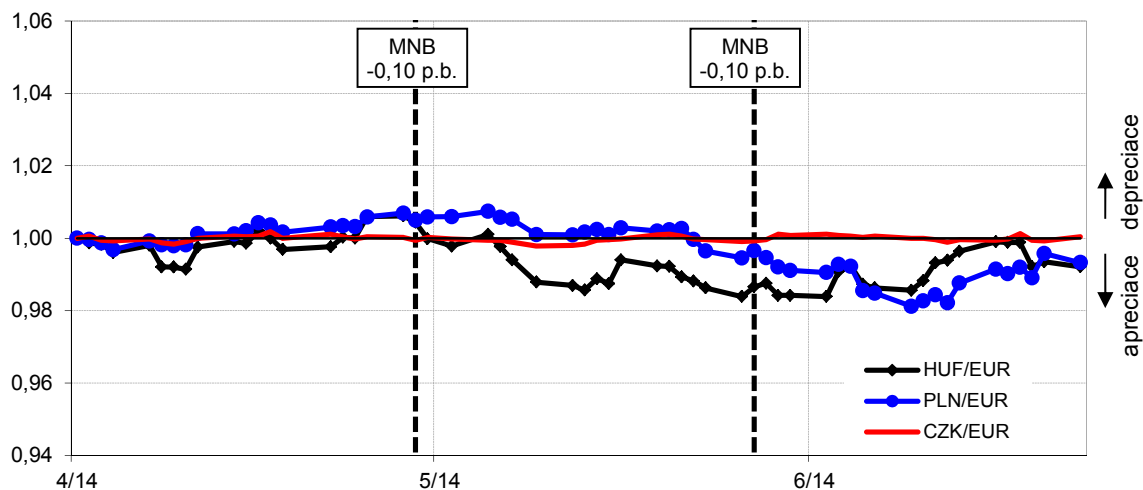
Graf 10: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



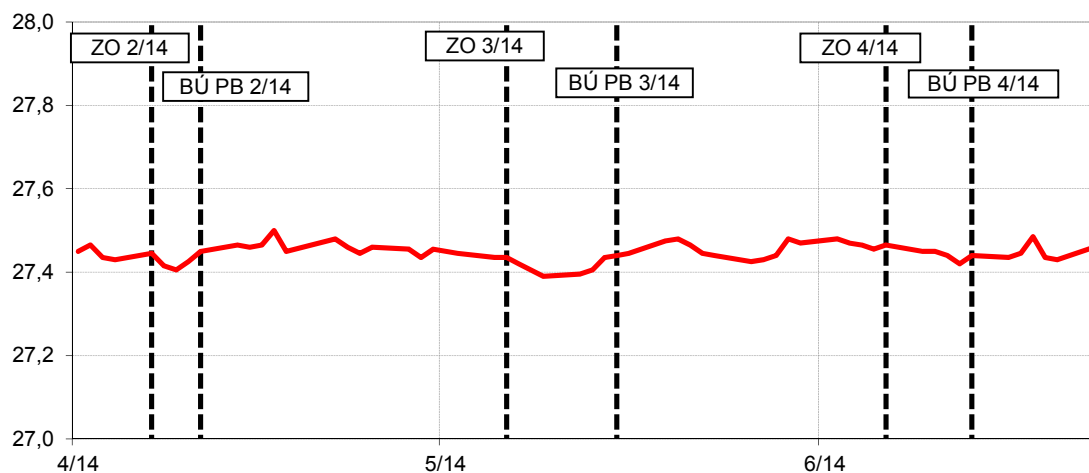
Graf 11: Úrokové rozpětí v ČR



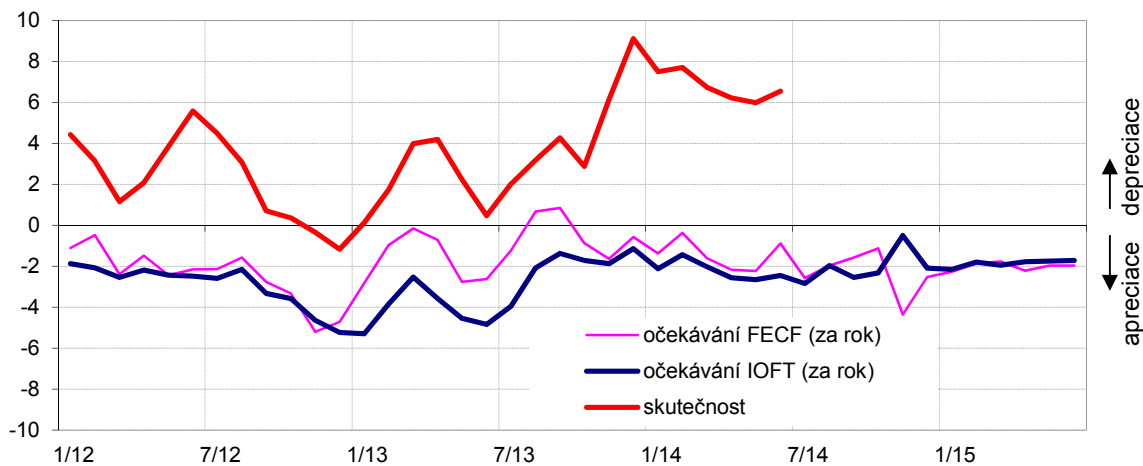
Graf 12: Kurzy středoevropských měn (1.4. = 1,0)



Graf 13: Kurz CZK/EUR

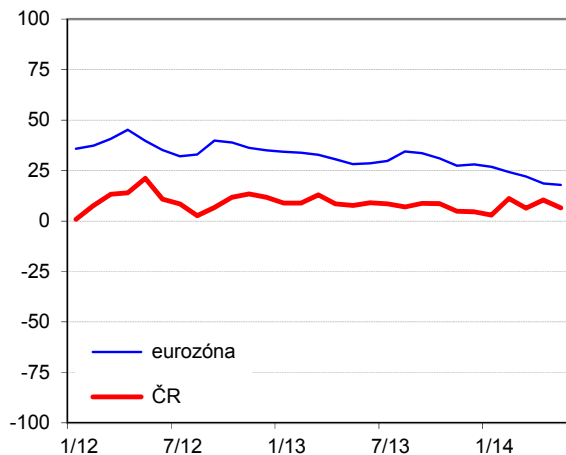


Graf 14: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

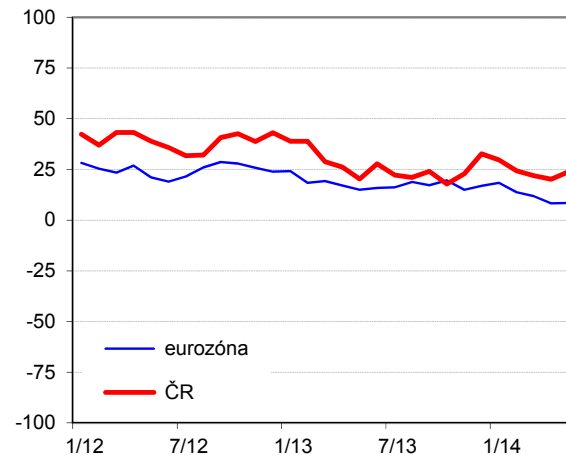


Graf 15: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

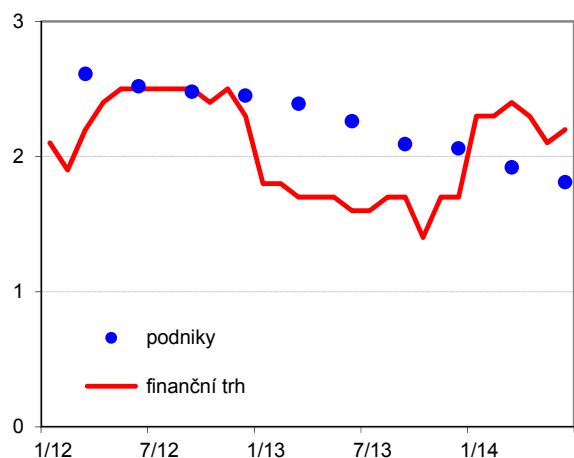


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

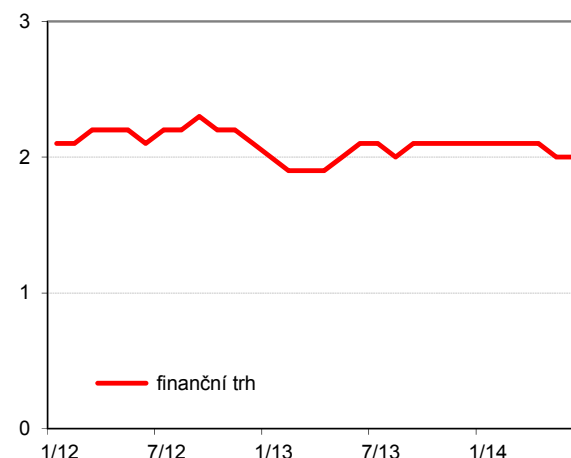


Graf 16: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

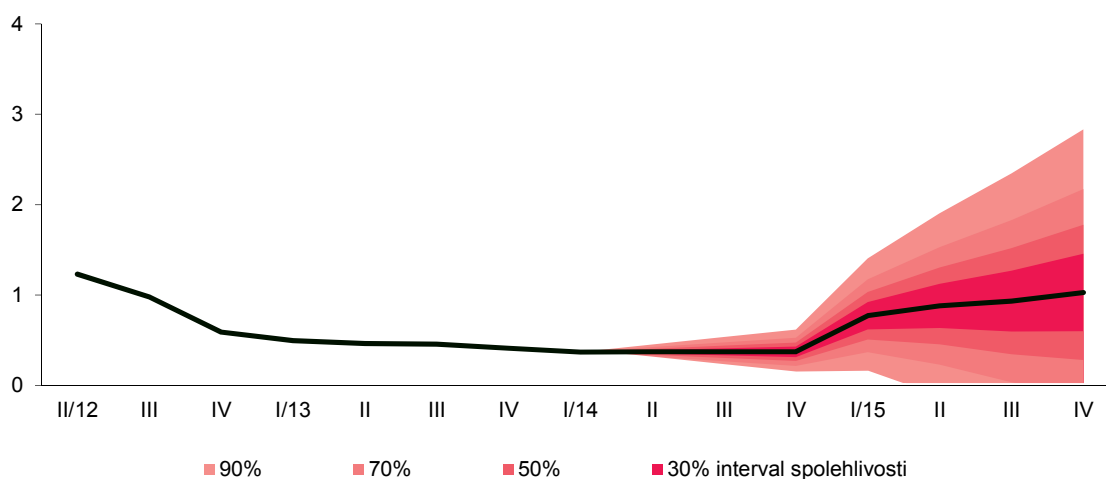
Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



Graf 17: Vějířový graf úrokových sazeb v %



Graf 18: Prognóza měnového kurzu CZK/EUR

