

# Měnověpolitické doporučení pro 5. SZ 2014

Sekce měnová a statistiky

## 1. Základní scénář prognózy z 5. SZ 2014

Východiskem pro červencové měnověpolitické zasedání je *nová makroekonomická prognóza z 5. SZ 2014*. Následující odstavce ve stručnosti shrnují počáteční podmínky, předpoklady a vyznění nové prognózy.

Růst domácí ekonomické aktivity v prvním čtvrtletí 2014 v meziročním vyjádření zřetelně zrychlil (na 2,9 %), přičemž k němu přispěly všechny složky poptávky s výjimkou zásob. Mezičtvrtletně HDP vzrostl o 0,8 %, mezera výstupu se dále přivřela, zůstává však i nadále záporná. Celková inflace se od začátku roku pohybuje na nízkých hodnotách, když ve druhém čtvrtletí dosáhla v průměru 0,2 %. Měnověpolitická inflace se snížila v průměru na nulu, a nachází se tak hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. Korigovaná inflace bez pohonných hmot po svém nedávném návratu do kladných hodnot dále postupně zrychluje, když se v jejím vývoji projevuje nárůst dovozních cen v důsledku oslabení měnového kurzu i odeznění protiinflačního působení domácí ekonomiky a trhu práce.

Růst ekonomické aktivity v efektivní eurozóně postupně zrychluje, podle předpokladů prognózy by měl v letošním roce dosáhnout 1,5 % a v příštím roce 2 %. Předchozí ekonomický útlum, nízké ceny komodit a posílení eura vůči dolaru se promítají do výrazného poklesu cen průmyslových výrobců, které se na horizontu prognózy začnou obracet k růstu jen velmi pozvolna. Nízký je také výhled růstu spotřebitelských cen, když v letošním roce by měla inflace v efektivní eurozóně činit jen 0,8 %. Již tak nízký výhled tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR se v poslední době dále snížil vlivem červnového uvolnění měnové politiky ECB. Kurz eura vůči americkému dolaru bude ze své současné relativně silné hodnoty pozvolna oslabovat. Ceny ropy by měly začít postupně klesat z mírně zvýšené výchozí úrovně.

Domácí ekonomická aktivita v letošním roce vzroste o téměř 3 % v návaznosti na zrychlující růst zahraniční poptávky, uvolněné domácí měnové podmínky a zvýšení vládních investic. Podobná růstová tempa zaznamenaná ekonomika i v následujících dvou letech. Celková i měnověpolitická inflace se budou postupně zvyšovat a 2% cíle dosáhnou ve druhé polovině příštího roku. Ve směru zrychlujícího růstu cen začne působit svižný ekonomický růst a zvyšující se dynamika mezd, zatímco dosavadní proinflační působení dovozních cen v letošním roce odezní.

Kurz koruny se ve druhém čtvrtletí i nadále nacházel poblíž hodnoty 27,4 CZK/EUR. Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do třetího čtvrtletí příštího roku. Prognóza přitom vychází z předpokladu, že kurz setrvá na současné hladině 27,4 CZK/EUR až do poloviny roku 2015. Ve třetím čtvrtletí příštího roku, tj. s blížícím se exitem ze současného režimu, se pak kurz přimkne k hladině kurzového závazku 27 CZK/EUR. Po uvolnění kurzového závazku je následně predikováno jen velmi mírné posílení koruny. Do konce roku 2016 by měl měnový kurz zpevnit na 26,6 CZK/EUR.

Prognóza zároveň předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na současných velmi nízkých úrovních do třetího čtvrtletí 2015. Po opuštění kurzového závazku je v závěru roku

2015 očekáváno zvýšení tržních sazeb o cca 0,5 procentního bodu a jejich další nárůst v roce 2016.

Nová prognóza tak oproti minulé předpovědi implikuje větší (dlouhodobější) potřebu uvolněných měnových podmínek prostřednictvím oslabeného kurzu, když k předpokládanému ukončení kurzového závazku dochází nikoliv na počátku, ale až na podzim příštího roku.

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

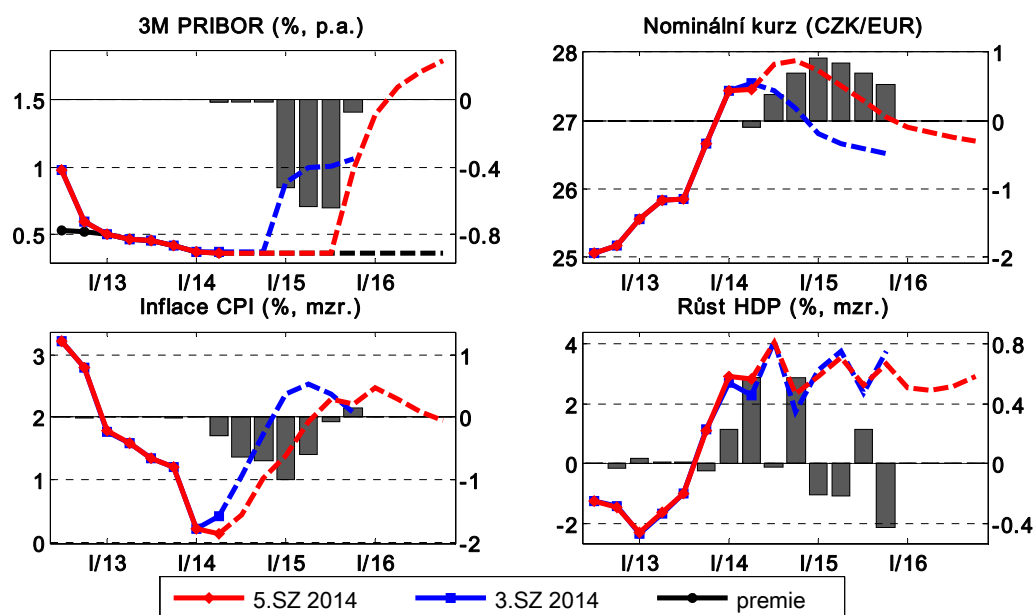
Simulace na základě dat z červencové publikace Consensus Forecasts, kterou bylo možno provést až po schválení nové prognózy, nevykazuje vůči výše popsanému scénáři patrné rozdíly, a nemá tudíž na měnověpolitické doporučení vliv.

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

Nové informace získané od zpracování minulé prognózy působily v souhrnu protiinflačním směrem. Součástí zpracování nové prognózy tak byla diskuse, zda kurzový závazek v dosavadní podobě (co do délky závazku a hladiny kurzu) doručí požadované uvolnění měnové politiky či nikoliv. Východiskem úvah byly následující dva (již standardně zpracovávané) scénáře.

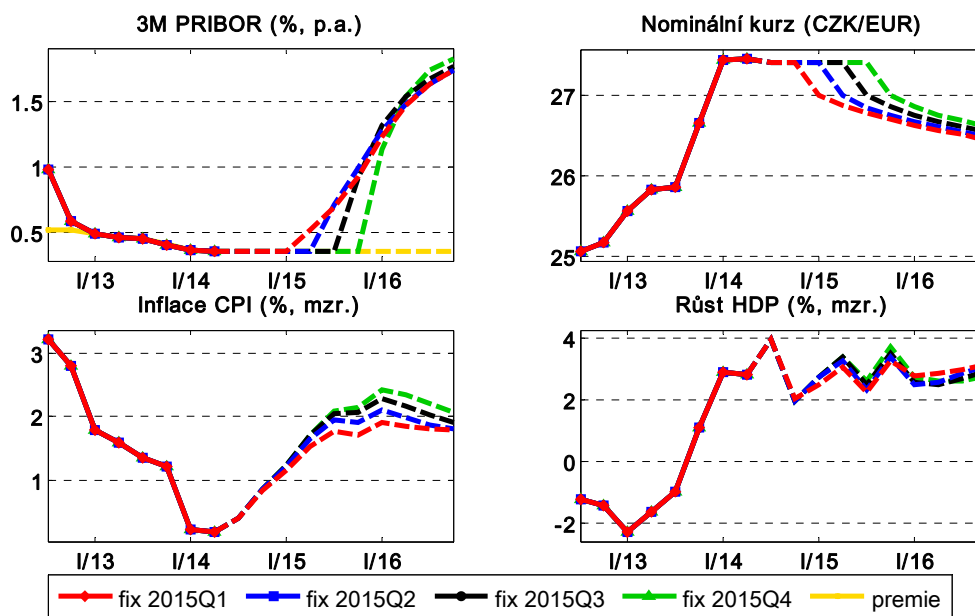
**Ve scénáři s endogenním kurzem** kulminuje oslabení koruny ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku na hladině 27,9 CZK/EUR a následně koruna velmi pozvolně posiluje. Trajektorie kurzu je tak zřetelně slabší ve srovnání s verzí tohoto scénáře ze 3. SZ (viz Graf 1), a to zejména vlivem nižších zahraničních cen výrobců a domácích regulovaných cen. Úrokové sazby jsou v tomto scénáři předpokládány na stávající úrovni do třetího čtvrtletí příštího roku a poté začnou znatelně růst. Rozsah potřebného uvolnění měnových podmínek prostřednictvím kurzu se tak oproti minulé prognóze zvyšuje a prodlužuje.

Graf 1: Scénář s endogenním kurzem



Zpracovaný **citlivostní scénář exitu s variantami používání kurzu** do (konce) prvního, druhého, třetího, resp. čtvrtého čtvrtletí roku 2015 (Graf 2) naznačuje, že setrvání ve stávajícím režimu bude třeba až do druhého pololetí příštího roku, a to i za předpokladu stability kurzu na stávající hladině 27,4 CZK/EUR v nejbližších čtvrtletích. Až v posledních dvou variantách totiž dochází k požadovanému významnému zvýšení úrokových sazeb po opuštění kurzového závazku a k nárůstu inflace viditelně nad cíl, tj. naplnění podmínek pro provedení exitu.

Graf 2: Scénář s variantním exitem



Nová prognóza i dvě výše uvedené simulace ukazují, že hladinu kurzového závazku 27 CZK/EUR je nyní nutno vnímat jako minimum nutné k budoucímu dosažení inflačního cíle, navíc pouze s přihlédnutím k tomu, že se kurz ve skutečnosti stabilizoval na mírně slabší úrovni 27,4 CZK/EUR. Oba výše uvedené scénáře současně potvrzují oprávněnost toho, že v nové prognóze je z důvodu zajištění dostatečného uvolnění měnových podmínek předpokládáno používání kurzu jako nástroje měnové politiky do třetího čtvrtletí roku 2015. Používání kurzu tedy bude dle nové prognózy trvat déle, než předpokládaly předchozí předpovědi (které počítaly s jeho ukončením na začátku roku 2015), což je v souladu s nedávnou komunikací bankovní rady. Ta na svém červnovém měnovém zasedání konstatovala, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém čtvrtletí roku 2015, a nevyloučila ani další posunutí ukončení tohoto režimu.

Relevantní pro měnověpolitické úvahy v aktuální situaci je pozorovaná kvalitativní změna v makroekonomickém vývoji, která hovoří proti posunu hladiny kurzového závazku. Směrem dolů na inflaci působí vývoj cen v eurozóně (což je ovšem fundamentální faktor, který nelze ignorovat), pokračující pokles regulovaných cen a vývoj tradičně volatilních složek cen potravin. Jádrové ukazatele inflace na druhou stranu zrychlují, protiinflační působení domácí ekonomiky odeznělo a prognóza HDP i mezd na letošní rok se zvyšuje. Dosažení inflačního cíle na horizontu měnové politiky je tak stále reálné.

Platí nicméně, že pokud by v budoucnu pokračovala kumulace protiinflačních faktorů, pak by již bylo nutno uvažovat i o posunu hladiny kurzového závazku na slabší úroveň. Samotné další prodlužování platnosti závazku by v takovém případě totiž už nebylo postačující

k zajištění plnění inflačního cíle. Toto rovněž doporučujeme odrazit v komunikaci ČNB (viz část 6 MPD).

### 3. Vyjádření sekce bankovních obchodů

Koruna se stále pohybuje v úzkém pásmu, když většinu sledovaného období strávila na hladině mezi 27,4-27,5 CZK/EUR. Na trhu, kde momentálně probíhají pouze klientské obchody, i nadále zcela chybí spekulativní kapitál, který by dal pohybu kurzu dynamiku, když probíhají pouze klientské obchody. Podobný vývoj kurzu se dá očekávat i nadále, dokud nepřijde výraznější kurzotvorná informace. Za tu zřejmě nebude považována ani skutečnost, že nová prognóza ČNB předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do třetího čtvrtletí příštího roku. Koruna nijak výrazně nereagovala na komunikaci bankovní rady po červnovém měnověpolitickém zasedání, že ČNB neukončí používání kurzu dříve než ve druhém čtvrtletí 2015 a nevyloučila ani jeho další posunutí. Proto očekáváme, že by se i další prodloužení platnosti závazku mělo obejít bez výraznější reakce kurzu. Jediné, co po minulém zasedání bankovní rady vzbudilo určitou pozornost bank, byla vyjádření, že do budoucna nelze vyloučit zvýšení hladiny kurzového závazku. Na informace tohoto charakteru je samozřejmě kurz mnohem citlivější.

### 4. Komunikace ČNB

Na **tiskové konferenci po červnovém 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 korun za euro až do počátku příštího roku. Návrat do standardního režimu měnové politiky přitom neměl dle prognózy 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. Bankovní rada vyhodnotila *rizika minulé prognózy* jako mírně protiinflační. V tomto směru působily nižší zahraniční ceny, pozorovaný vývoj domácích cen potravin a jejich krátkodobý výhled, nižší výhled regulovaných cen a pravděpodobně o něco méně expanzivní fiskální politika v příštím roce. Opačným směrem působilo poněkud rychlejší odezívání protiinflačního působení domácí ekonomiky a trhu práce. S ohledem na uvedenou mírně protiinflační bilanci rizik bankovní rada konstatovala, že Česká národní banka neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém čtvrtletí roku 2015, a nevyloučila ani další posunutí ukončení tohoto režimu. Pro posun hladiny kurzového závazku na slabší úroveň by ovšem bylo třeba, aby bankovní rada shledala podstatně závažnější posílení protiinflačních rizik.

Během července se několik členů BR vyjádřilo k měnové politice ČNB, resp. k jejímu budoucímu nastavení (viz Tabulka 1). **Komunikace** potvrzovala odhodlanost ČNB udržovat kurzový závazek a avizovala jeho pravděpodobné delší trvání.

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

17.7.	V. Tomšík (Hospodářské noviny)	...pokud exogenní šoky zavedou nízkoinflační hospodářství až k nulové hranici úrokových sazeb, tak ani tím měnová politika nekončí. Použití nestandardní nástroje sice je méně pohodlné a nutí centrální banky vydat se do méně známých vod, ale je to účinné. Centrální banky se s touto změněnou situací musí naučit žít, což v posledních letech ostatně činí. Stabilní a nízká inflace za tyto obtíže jistě stojí. Nevidím tak žádný zásadní důvod, proč
-------	-----------------------------------	--

		opouštět cíl v okolí dvou procent ve prospěch cíle vyššího. A samozřejmě je vhodné dodat - ani ve prospěch cíle nižšího, protože to by naopak vyžadovalo smířit se s výrazně častějším používáním nestandardních nástrojů. A to je směr úvah, který by určitě nepodpořili ani čeští zastánci nulového inflačního cíle.
19.7.	L. Lízal (Lidové noviny)	...loňská hrozba deflace byla odvrácena. Musíme se na to dívat optikou měnového horizontu: to, co vidíme dneska, jen určovala měnová politika před rokem. Pro nás je to vlastně loňský sníh, když to mám říct jednoduše. Měnová politika má dopady během roku, roku a půl - i když pokud se hne kurz, je to někde rychlejší.
21.7.	M. Singer (Týden)	Uvedli jsme, že závazek intervenovat proti koruně v případě potřeby tady bude minimálně o čtvrt roku déle než do začátku roku 2015. Deflační tlaky v ekonomice i z Evropy jsou prostě ještě výraznější, než jsme předpokládali... Vždy jsme říkali, že jsme připraveni zasahovat proti výrazným výkyvům kursů. Schopnost centrálních bank ovlivňovat kursy se zásadně změnila, protože podobně postupuje řada centrálních bank.
červenec	J. Rusnok (Prezentace na: Adam Smith Seminar, Schloss Spiez, Switzerland)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• „The CNB Bank Board continues to view the level of the exchange rate commitment at CZK 27 to the euro as appropriate and stated that the CNB would not discontinue the use of the exchange rate as a monetary policy instrument earlier than in 2015 Q2.“ ...i.e. the exit will definitely not come before April 2015, but given the inflation outlook it will most likely come later.“</li> <li>• Exit will come only once monetary policy tightening is needed, and this need is sufficiently strong and durable to avoid hitting the ZLB again.</li> <li>• The main trigger of the CNB Bank Board decision on FX interventions in November 2013 was the need of further interest rate cuts by almost 100bps into negative territory, implied by the updated CNB forecast. Symmetric approach to exit would suggest that similar magnitude of interest rate hikes should have been implied by the forecast in order to contemplate whether to scrap the FX commitment.</li> <li>• How? ENTRY was fully transparent; so might be EXIT</li> <li>• Among many possible variants, two options most likely:</li> <li>• One-off exit, followed with interest-rate tightening</li> <li>• Stepwise exit – gradual and transparent reduction of the FX floor in two or more consecutive backstops</li> <li>• “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.“ ⇒ Exit without marked FX appreciation is possible (and desirable)</li> <li>• “The Bank Board stated that the probability of a later exit from the exchange rate commitment was increasing.“... i.e. the exit may come later than in February 2015, and this has become more likely.</li> <li>• Key trade-off between timing of exit (sooner or later) and likelihood of departing from ZLB</li> <li>• Sooner exit = MP tightening more gradual; lesser probability of inflation spiking markedly above target</li> <li>• Later exit = more certainty about not returning to ZLB</li> </ul>
23.7.	M. Singer (Bloomberg Television, „The Pulse“)	We don't think that, at this juncture, it would be beneficial to change the floor. What we are, however, doing is that we are changing the closest terminal stage of policy.

## 5. Reakce a očekávání finančních trhů

Červnové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno všemi analytiky. Z dotazníků IOFT (13.6.) vyplývalo, že na červnovém zasedání BR ČNB všech deset analytiků očekávalo stabilitu základních sazeb ČNB. V ročním horizontu jeden analytik předpokládal nárůst 2T repo sazby na 0,25 % a jeden analytik na 0,50 %, ostatní neočekávali změnu nastavení základních úrokových sazeb ČNB. Podle šetření agentury Thomson Reuters (23.6.) všech dvanáct 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 (23.6.) očekávalo

stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na červnovém měnověpolitickém zasedání BR ČNB.

Podle červnového průzkumu agentury *Thomson Reuters* analytici předpokládali ukončení režimu intervencí v období 3Q14 až 2H15. Větší 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. Analytici z průzkumu *IOFT* předpokládali ukončení režimu intervencí v období 1H15 až 2017.

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR stagnovaly. Sklon výnosové křivky sazeb **PRIBOR** zůstává rostoucí (viz Graf 4). Výhled sazeb **FRA** implikuje stabilitu sazeb 3M **PRIBOR** minimálně do poloviny roku 2015. To odpovídá převažujícímu očekávání na ponechání měnověpolitických úrokových sazeb na technicky nulové hodnotě do stejné doby při zachování aktuální výše prémie na peněžním trhu. Na celém horizontu se tak tržní výhled pohybuje v těsné blízkosti trajektorie sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB (viz Graf 6).

Sazby **IRS** od posledního zasedání BR zaznamenaly lehký posun směrem dolů v delších splatnostech. Výnosová křivka sazeb IRS je rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,4 p.b., spread 10R-1R činí 0,9 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků *IOFT* (15.7.) vyplývá, že na **červencovém zasedání** BR ČNB všech dvanáct analytiků očekává stabilitu základních sazeb ČNB. V ročním horizontu jeden analytik předpokládá nárůst 2T repo sazby na 0,25 %, ostatní neočekávají změnu nastavení základních úrokových sazeb ČNB.

Ze šetření agentury *Thomson Reuters* vyplývá, že na **červencovém zasedání** BR ČNB všech čtrnáct 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 (15.7.) a Thomson Reuters (28.7.)**

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

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 třináct analytiků oslovených agenturou *Bloomberg* (28.7.) očekávalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na červencovém 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 také očekává pro 3Q15 kurz na úrovni 27 CZK/EUR. Analytici z průzkumu *IOFT* předpokládají ukončení režimu intervencí v období 1H15 až 2016, blíže viz Tabulka 2. Podle průzkumu agentury *Thomson Reuters* analytici předpokládají ukončení režimu intervencí v období 1Q15 až 4Q15. 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.

## 6. Měnověpolitické doporučení SMS

**Sekce měnová a statistiky doporučuje** na červencovém 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 intervenovat** na devizovém trhu na oslabení kurzu tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 korun za euro

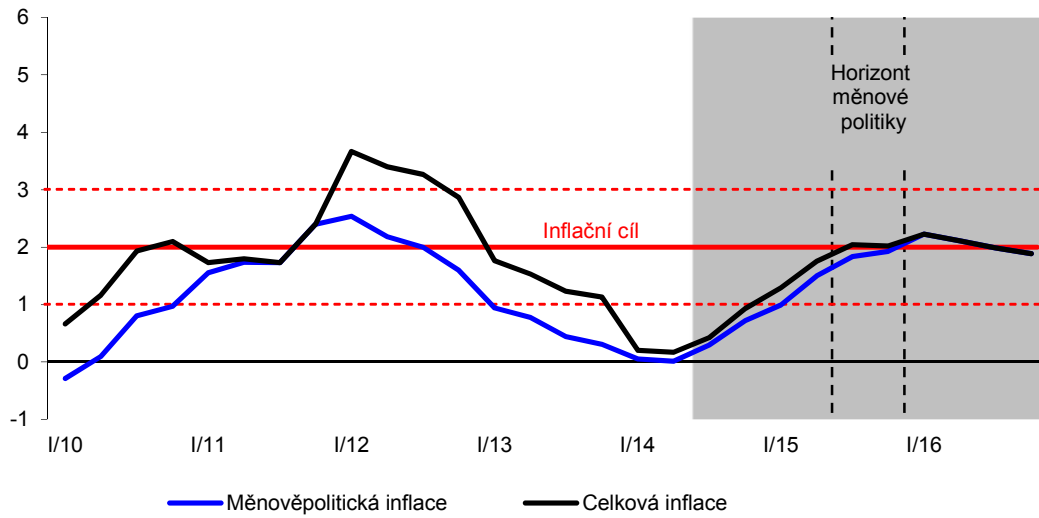
- komunikovat, že **nová prognóza předpokládá, že používání kurzu jako nástroje měnové politiky bude pokračovat do třetího čtvrtletí příštího roku** a že bankovní rada toto považuje za nejpravděpodobnější výhled nastavení měnové politiky

- **z toho plyne, že na základě současných informací lze očekávat, že kurzový závazek bude ukončen na podzim roku 2015**

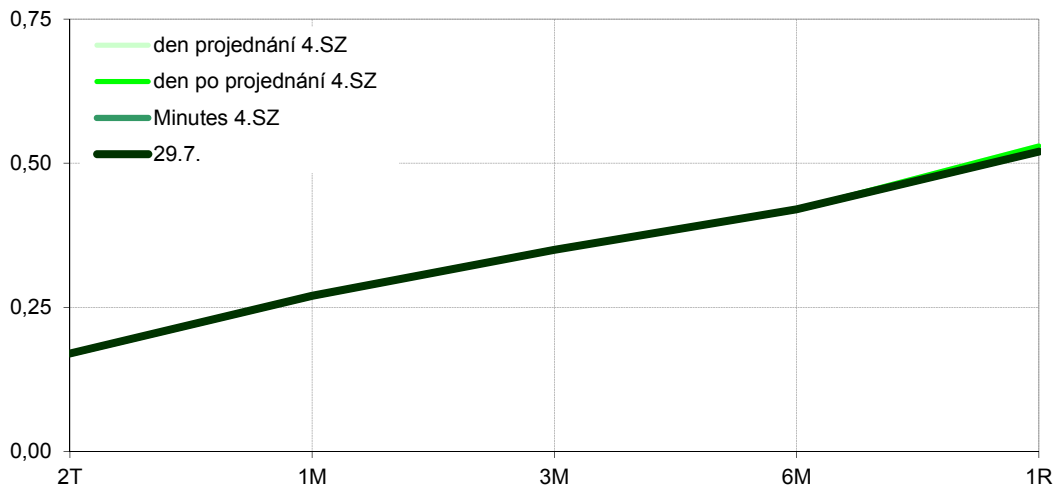
- uvést nicméně, že **v případě pokračující kumulace protiinflačních faktorů by již bylo nutno uvažovat i o posunu hladiny kurzového závazku na slabší úroveň**, neboť samotné další prodloužení stávajícího závazku by v takovém případě již nebylo dostatečné k zajištění plnění inflačního cíle

- **komunikovat nadále, 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.

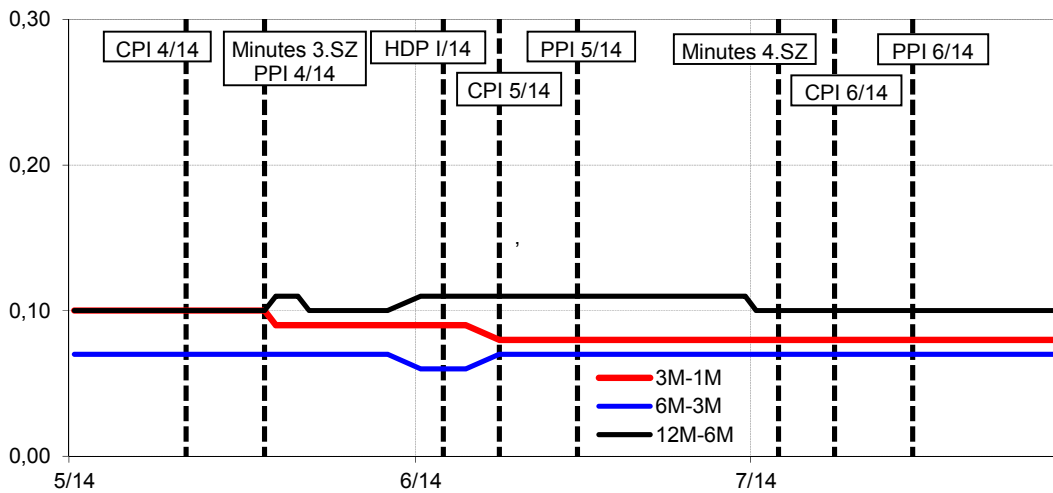
Graf 3: Prognóza inflace z 5.SZ 2014 a cíl ČNB



Graf 4: Výnosové křivky PRIBOR

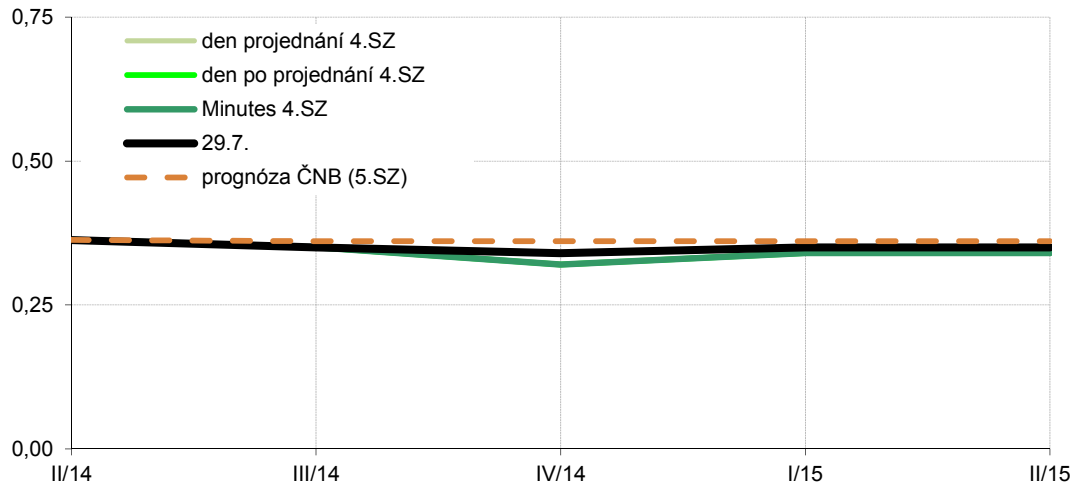


Graf 5: Úroková rozpětí – PRIBOR

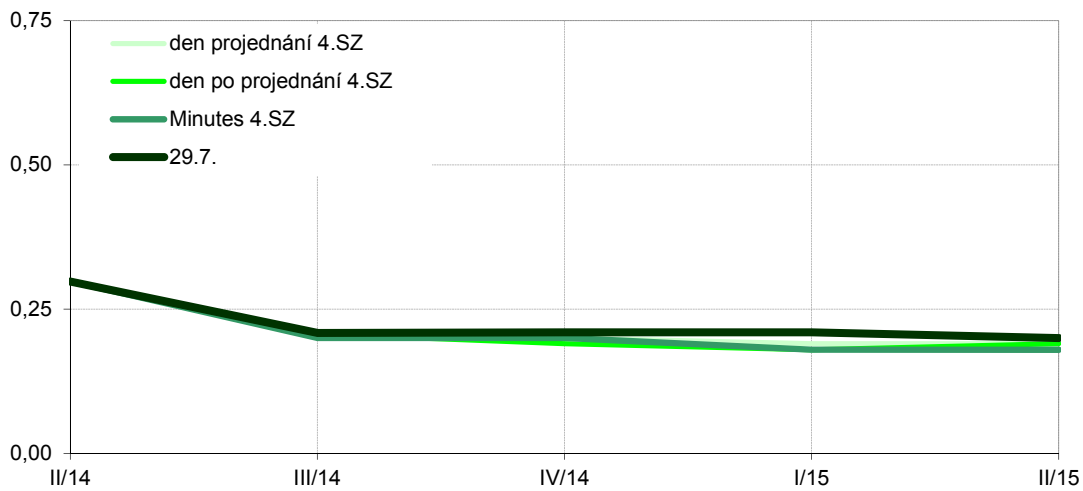




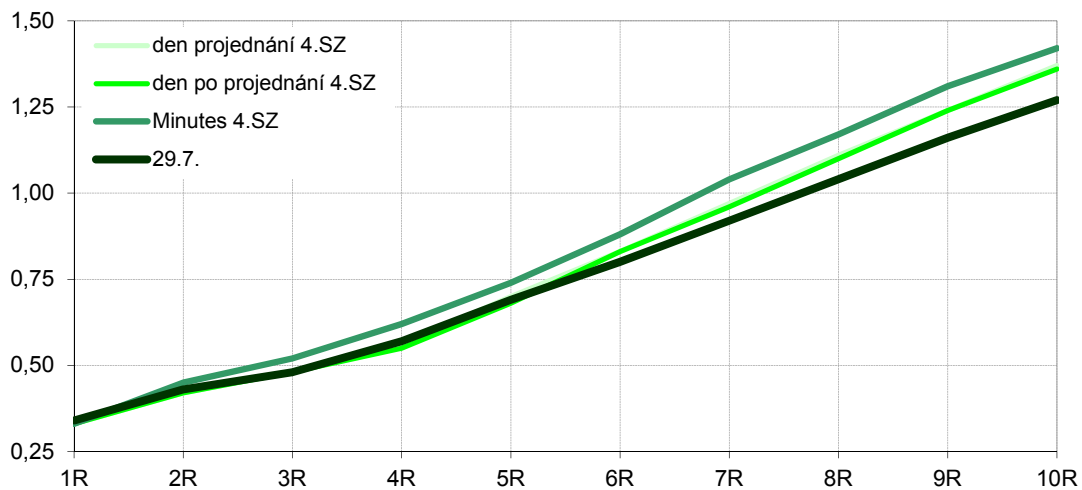
Graf 6: 3M PRIBOR, FRA



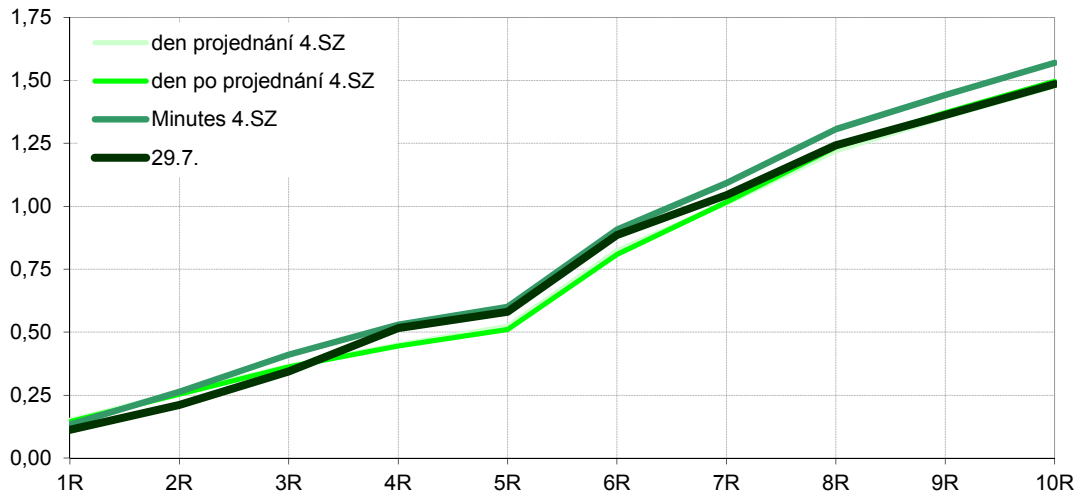
Graf 7: 3M EURIBOR, FRA



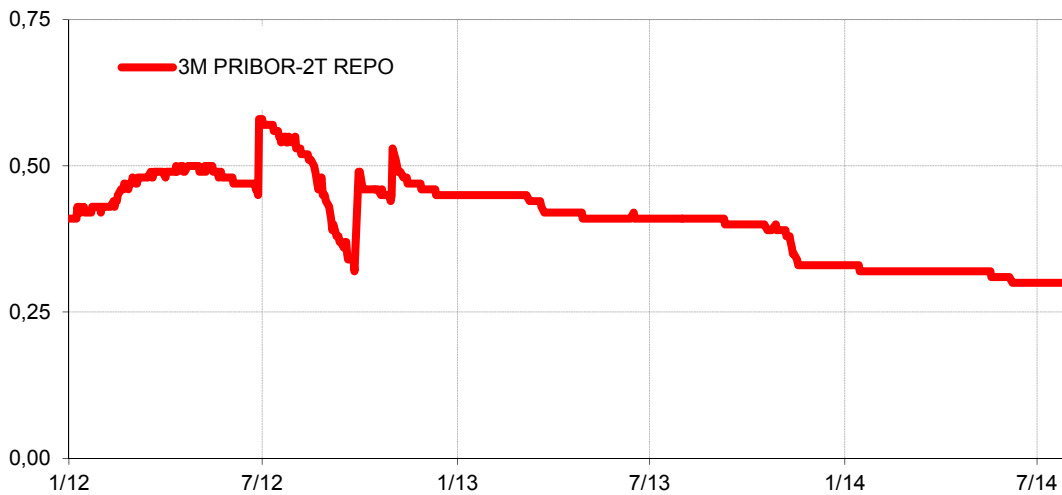
Graf 8: IRS CZK



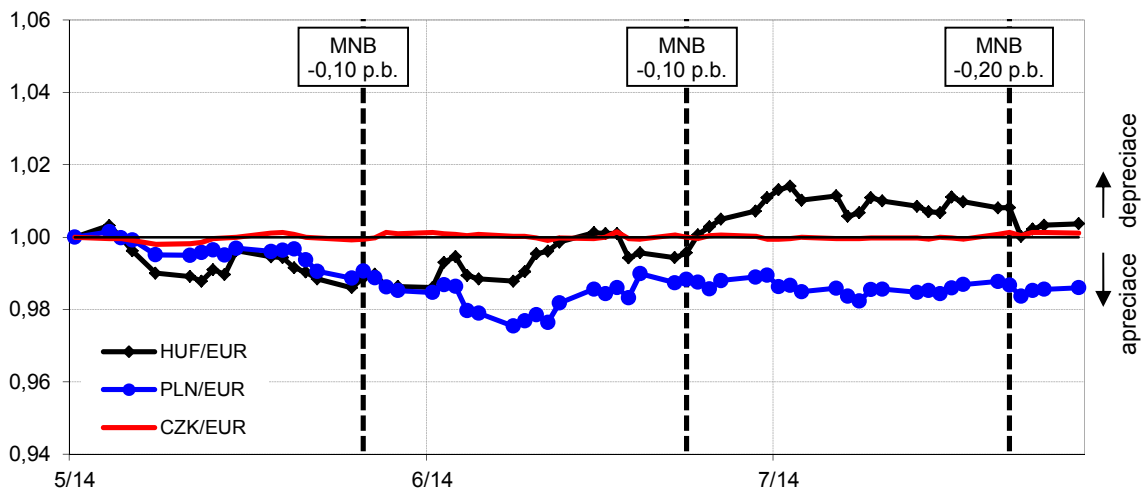
Graf 9: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



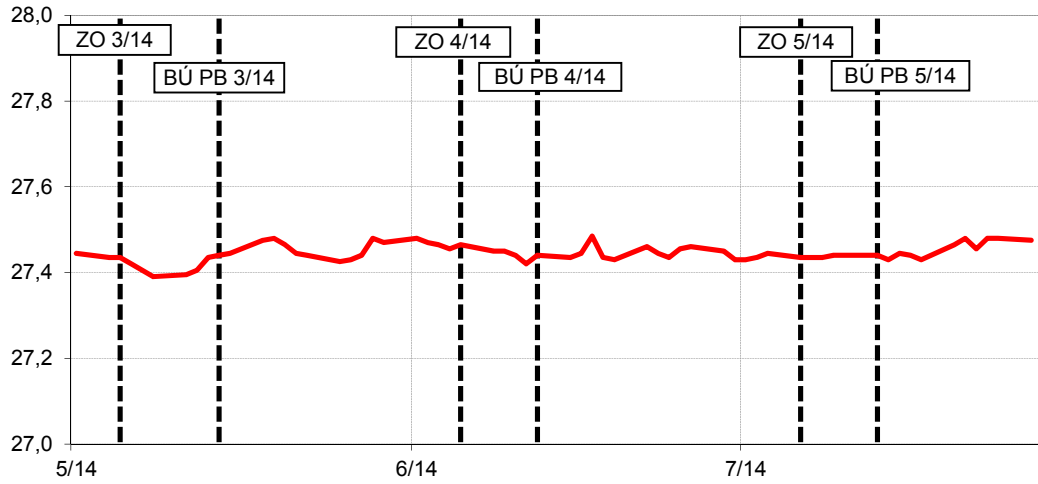
Graf 10: Úrokové rozpětí v ČR



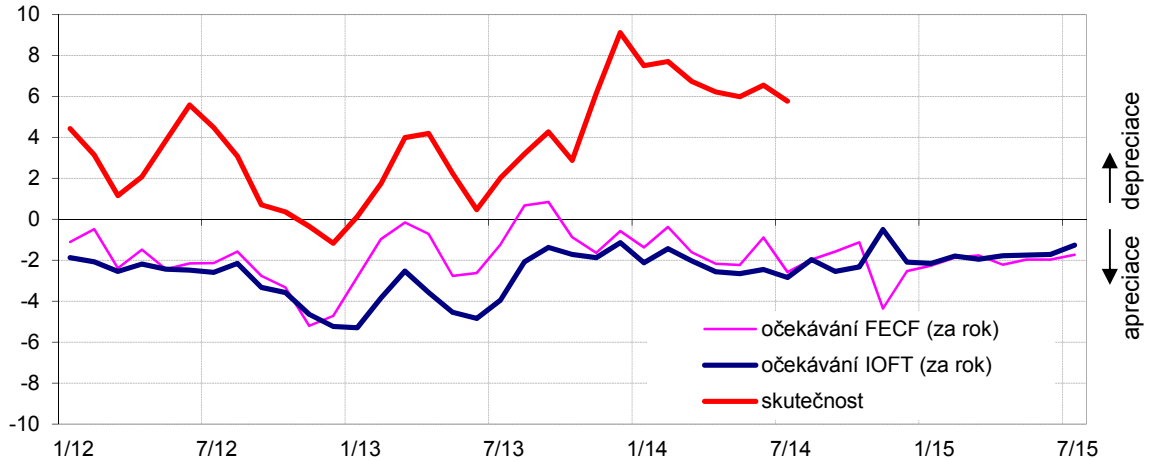
Graf 11: Kurzy středoevropských měn (1.5. = 1,0)



Graf 12: Kurz CZK/EUR

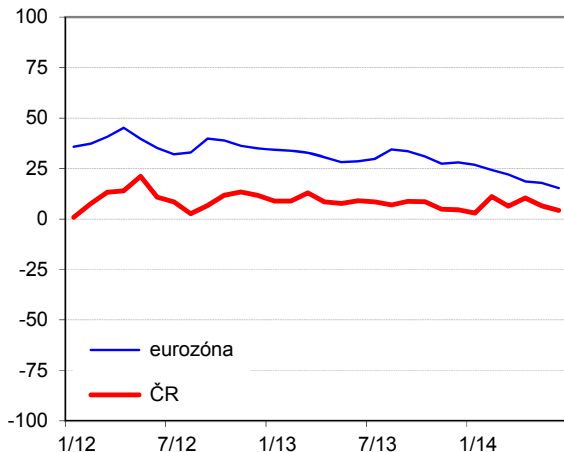


Graf 13: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

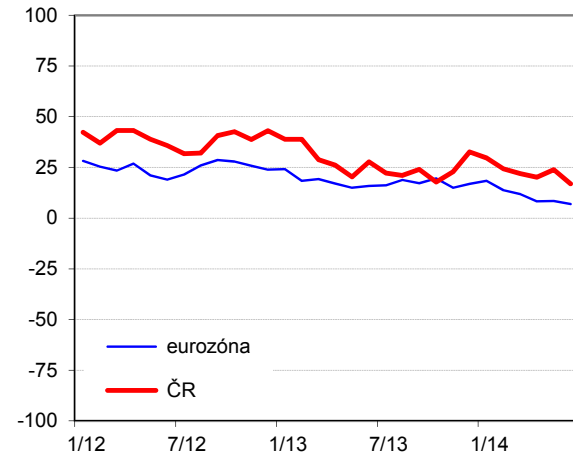


Graf 14: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

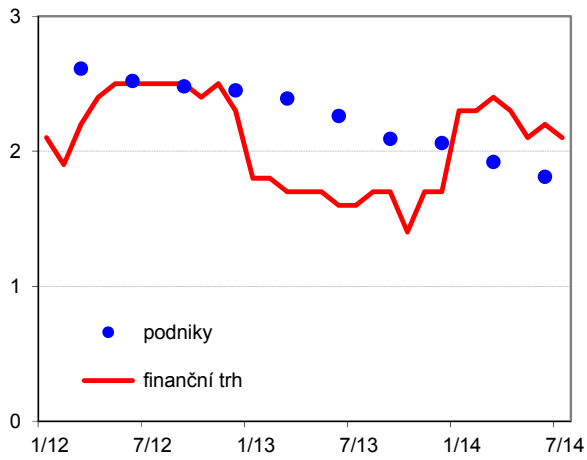


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

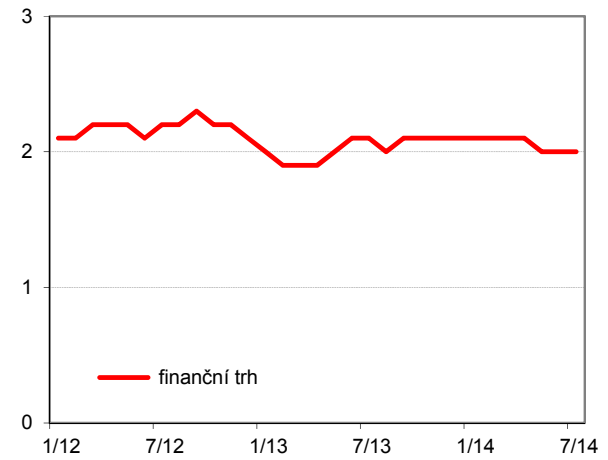


**Graf 15: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %**

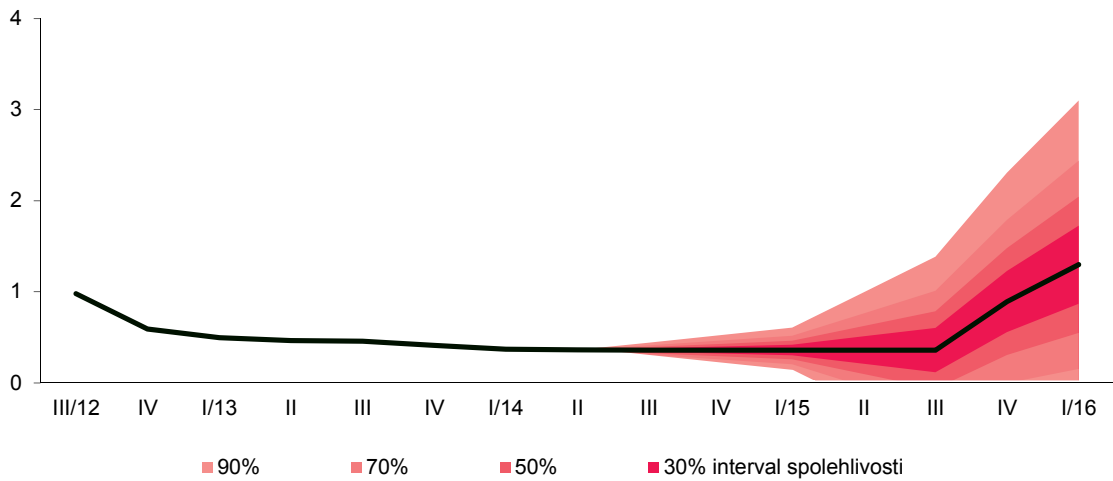
Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



**Graf 16: Vějířový graf úrokových sazeb v %**



**Graf 17: Prognóza měnového kurzu CZK/EUR**

