

Měnověpolitické doporučení pro 4. SZ 2015

Sekce měnová

1. Prognóza ze 3. SZ 2015 a její naplňování dle 4. SZ

Východiskem pro červnové měnověpolitické zasedání zůstává **makroekonomická prognóza ze 3. SZ 2015**. Následující odstavce ve stručnosti rekapituluji počáteční podmínky, předpoklady a hlavní kontury této prognózy.

Česká ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí roku 2014 přechodně zpomalila svůj meziroční růst (na 1,4 %), v prvním čtvrtletí 2015 pak růst zrychlil. Celková i měnověpolitická inflace se v prvním čtvrtletí 2015 pohybovaly v blízkosti nuly, v dosavadním průběhu druhého čtvrtletí se od této hranice vzdálily.

Růst ekonomické aktivity v efektivní eurozóně by měl podle předpokladu stávající prognózy zrychlit na 1,7 % v roce 2015 a 2,1 % v roce 2016. Cenový vývoj v eurozóně zůstává velmi utlumený vlivem nedávného propadu cen energetických komodit. Do konce letošního roku by však dle předpokladu prognózy mělo dojít k obratu díky uvolněné měnové politice ECB, oslabenému kurzu eura a zrychlení tempa růstu ekonomiky eurozóny. Zahájení nákupů vládních dluhopisů ze strany ECB se promítá do výhledu tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR v blízkosti nuly. Tržní výhled ceny ropy Brent předpokládá její pozvolný růst.

Dle stávající prognózy česká ekonomika v roce 2015 vzroste o 2,6 % s přispěním zrychlující zahraniční poptávky, uvolněných domácích měnových podmínek, nízkých cen ropy a zvýšení vládních investic. V příštím roce růst ekonomiky dále zrychlí na 3,2 %, a to zejména v důsledku dalšího zvýšení dynamiky zahraniční poptávky. Na trhu práce se rostoucí ekonomická aktivita bude projevovat pokračujícím zvyšováním počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky. Míra nezaměstnanosti bude nadále postupně klesat. Dynamika mezd v podnikatelské sféře se zvýší, mzdy v nepodnikatelské sféře porostou rychle zejména v letošním roce.

Stávající prognóza očekává hodnoty celkové i měnověpolitické inflace v roce 2015 poblíž nuly a jejich následné zvýšení k 2% cíli během roku 2016. Celkové tlaky na růst spotřebitelských cen se budou postupně zvyšovat. Náklady plynoucí z dovozních cen však budou nadále výrazně snižovány poklesem výrobních cen v eurozóně v kombinaci s nedávným propadem světových cen energetických komodit a jejich protiinflační působení odezní až během roku 2016. V domácí ekonomice se budou náklady dále zvyšovat vlivem zrychlující dynamiky mezd a pokračujícího růstu ekonomické aktivity.

Stávající prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na současné velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016, tedy na celém svém horizontu. Krátkodobá prognóza kurzu koruny vůči euru pro druhé čtvrtletí 2015 (27,5 CZK/EUR) zohlednila jeho lehce silnější hodnoty v průběhu dubna, a stabilita kurzu na uvedené úrovni je v prognóze předpokládána až téměř do konce roku 2016.

K základnímu scénáři prognózy ze 3. SZ byl zpracován **alternativní scénář**, jehož motivací byla nejistota, zda budou inflační očekávání při doposud utlumené inflaci a při předpokládané absenci reakce měnové politiky nadále ukotvena u 2% cíle a zda se jejich případný pokles nepromítne do nízkého růstu nominálních mezd. V alternativním scénáři ze 3. SZ se inflace

nevracela k cíli ČNB ani na konci predikčního horizontu. Tento alternativní scénář nebyl z rozhodnutí bankovní rady publikován.

Na **květnovém měnověpolitickém zasedání** bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy jako protiinflační, když do té doby se v protiinflačním směru vyvíjely domácí mzdy a kurz koruny vůči euru. Bankovní rada v této situaci opět konstatovala, že ČNB neukončí používání kurzu dříve než ve druhém pololetí roku 2016 a znovu zdůraznila, že je v případě potřeby připravena posunout hladinu kurzového závazku.

Ve 4. SZ 2015 je sekci měnovou bilance rizik stávající prognózy vyhodnocena pro nejbližší rok jako proinflační, a to v souvislosti s vyšší pozorovanou inflací, rychlejším růstem mezd v podnikatelské sféře i růstem ekonomické aktivity. Na horizontu měnové politiky je bilance rizik stávající prognózy zhruba vyrovnaná.

V dalších částech měnověpolitického doporučení je stručně popsán aktualizovaný základní scénář prognózy, resp. jsou zmíněna jeho hlavní rizika a nejistoty plynoucí z dosavadního vývoje dle 4. SZ. Poté jsou prezentovány scénáře týkající se současné potřeby uvolnění měnové politiky a další měnověpolitické úvahy včetně relevance alternativního scénáře v aktuálních podmínkách. Následuje vyjádření sekce bankovních obchodů a kapitoly věnované komunikaci ČNB a očekáváním finančních trhů. Textovou část dokumentu pak uzavírá vlastní měnověpolitické doporučení sekce měnové včetně komunikačního doporučení.

2. Aktualizovaný základní scénář prognózy a jeho další rizika a nejistoty dle 4. SZ

Níže uvedená simulace zachovává předpoklad ze 3. SZ o stabilitě tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni při současném používání kurzu jako nástroje měnové politiky až do konce roku 2016, tedy na celém horizontu prognózy. **Výhled celkové i měnověpolitické inflace se vlivem zřetelně vyšší pozorované inflace, zvýšeného výhledu regulovaných cen i více proinflačního působení domácí ekonomiky posouvá ve zbývající části letošního roku a v první polovině příštího roku směrem nahoru, a to v rozsahu 0,3 až 0,8 procentního bodu.** Ve druhé polovině roku 2016 se po odeznění vlivu aktuálně vyšší inflace a s přispěním zpožděného poklesu cen plynu pro domácnosti celková i měnověpolitická inflace liší od prognózy ze 3. SZ jen nepatrně. Celková inflace se tak k cíli přibližuje již na počátku roku 2016, měnověpolitická inflace až v jeho druhé polovině.

Nad rámec nových informací zachycených v simulaci působí **lehce protiinflačním rizikem aktuální posilování koruny** blíže k hladině kurzového závazku. Zároveň přetrvává riziko neřízeného bankrotu Řecka, který by mohl negativně ovlivnit ekonomiku eurozóny.

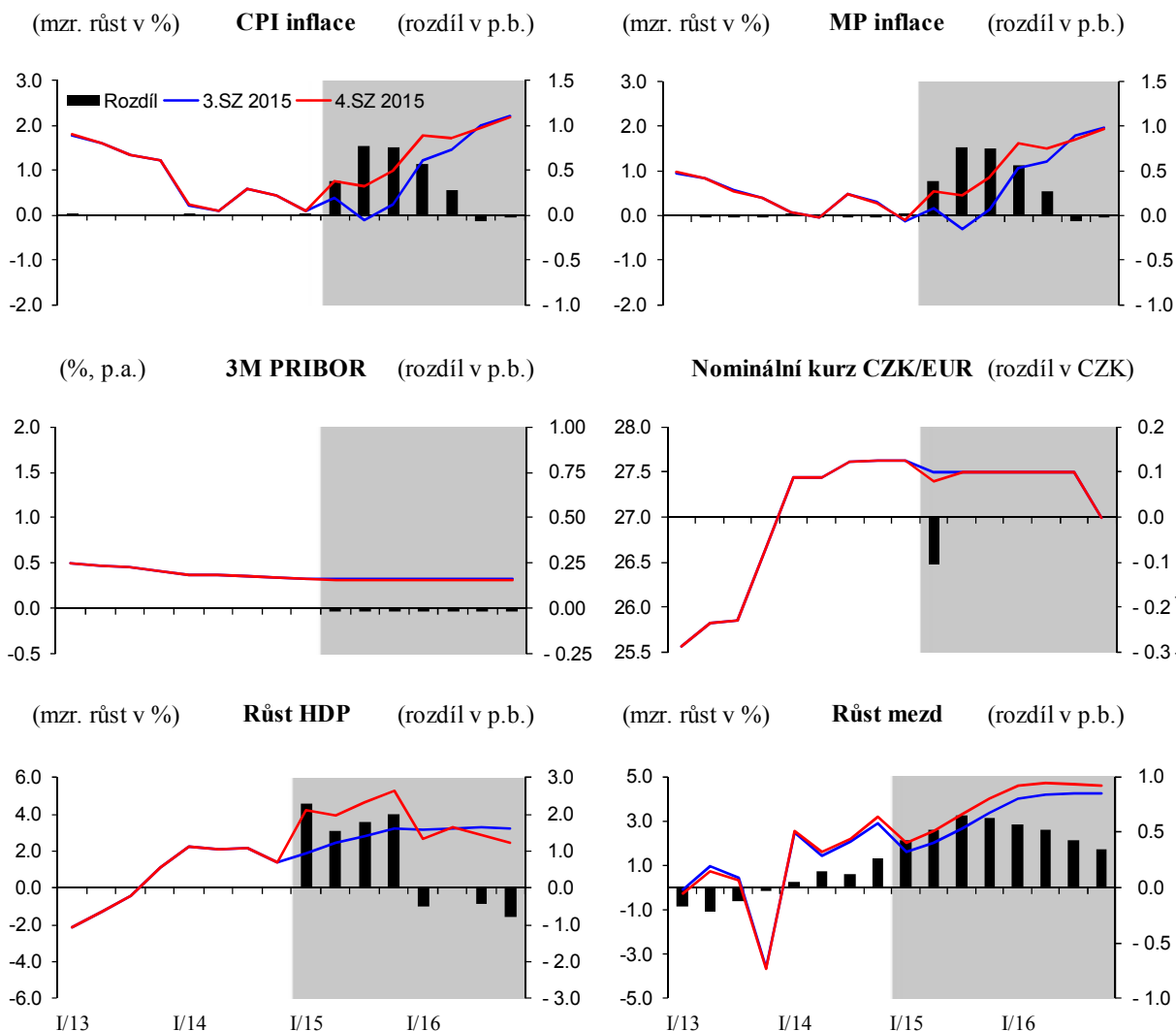
Vedle toho panuje zvýšená **datová nejistota spojená zejména se skokovým mezičtvrtletním zvýšením ekonomické aktivity** kvůli výraznému nárůstu sezonně očištěného stavu zásob z prvního čtvrtletí letošního roku. To však nezpochybně kvalitaturně hodnocení, že ekonomický růst je oproti prognóze zřetelně silnější a představuje její proinflační riziko.¹ Zdrojem nejistoty je i načasování a rozsah promítnutí klesajících světových cen zemního plynu do domácích spotřebitelských cen.

V souhrnu tak jsou rizika prognózy **pro nejbližší rok proinflační**, a to v souvislosti s vyšší pozorovanou inflací a rychlejším růstem mezd v podnikatelské sféře i ekonomické aktivity. **Na horizontu měnové politiky je však bilance rizik prognózy inflace zhruba vyrovnaná.**

¹ Pokračování rychlého meziročního růstu HDP lze dle předstihových ukazatelů očekávat i ve 2Q 2015.

Dochází tak k **významnému posunu v hodnocení bilance rizik** oproti projednání 3. SZ, kdy byla rizika vnímána jako protiinflační. Důvodem je to, že proinflační vyznění nových dat sice v níže prezentované simulaci zvyšuje výhled inflace jen v horizontu zhruba jednoho roku, ale současně výrazně zmenšuje obavu z nepříznivých sekundárních dopadů poklesu cen ropy, resp. celkově nízké pozorované inflace, které by vedly k dlouhodobějšímu podstřelování 2% cíle ČNB. Tím výrazně klesá pravděpodobnost naplňování alternativního scénáře ze 3. SZ, který stál za protiinflačním vnímáním bilance rizik ze strany sekce měnové v minulé situační zprávě (podrobně viz část 4 tohoto MPD).

Graf 1: Srovnání aktualizovaného scénáře (4. SZ) s prognózou ze 3. SZ 2015

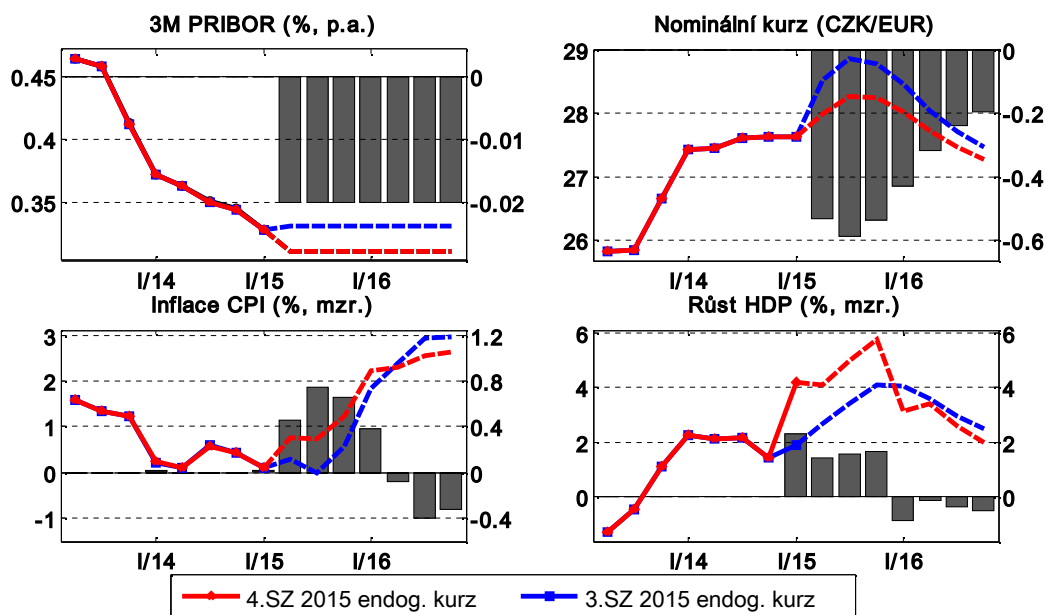


3. Potřeba uvolnění měnové politiky

Standardním východiskem úvah o případné změně parametrů kurzového závazku (jeho hladiny a doby jeho využívání) jsou dvě simulace: scénář s endogenním kurzem, který ukazuje rozsah potřebného uvolnění měnových podmínek prostřednictvím měnového kurzu, a scénář s volnými sazbami, který signalizuje rozsah potřebného uvolnění měnových podmínek při použití tradičního nástroje – tedy skrze hypotetické snížení úrokových sazeb.

V **simulaci s endogenním kurzem** (viz Graf 2) aktualizované na základě nových makroekonomických dat kulminuje kurz ve třetím čtvrtletí letošního roku na hladině 28,2 CZK/EUR (a následně mírně posiluje na hladinu přibližně 27,3 CZK/EUR na konci predikčního horizontu). Aktualizovaná simulace tak nadále naznačuje potřebu uvolnění měnových podmínek prostřednictvím oslabeného kurzu, nicméně na celém horizontu prognózy se trajektorie kurzu nachází znatelně pod trajektorií této simulace ze 3. SZ, a implikuje tak výrazně nižší potřebu tohoto uvolnění ve srovnání s hodnocením v předchozích situačních zprávách.

Graf 2: Scénář s endogenním kurzem



Aktualizovaná **simulace s volnými sazbami** abstrahující od existence nulové dolní meze a kurzového závazku na hladině 27 CZK/EUR naznačuje na bázi nových dat potřebu uvolnění měnových podmínek v rozsahu hypotetických cca tří snížení repo sazby o standardních 0,25 procentního bodu,² oproti potřebě uvolnění o téměř pět snížení repo sazby v simulaci pro 3. SZ. Simulace současně na celém horizontu prognózy implikuje mírně silnější trajektorii kurzu než minule. Scénář s volnými sazbami tedy shodně se scénářem s endogenním kurzem implikuje výrazně sníženou potřebu dalšího uvolnění měnových podmínek oproti minulým situačním zprávám.

4. Další měnověpolitické úvahy (relevance alternativního scénáře v aktuálních podmínkách)

Vedle základního scénáře stávající prognózy byl v rámci 3. SZ vypracován i alternativní scénář nižších inflačních očekávání.³ Základní motivací k jeho vytvoření byla nejistota, zda zůstanou inflační očekávání při utlumené inflaci a při předpokládané absenci reakce měnové politiky nadále ukotvena u 2% cíle. Impulsem přitom byla existence déletrvající a výrazné odchylky mezi kurzem předpokládaným (fixovaným) v základním scénáři a kurzem

² Konkrétně scénář implikuje hodnotu 3M PRIBORU ve výši -0,5 % ve čtvrtém čtvrtletí tohoto roku.

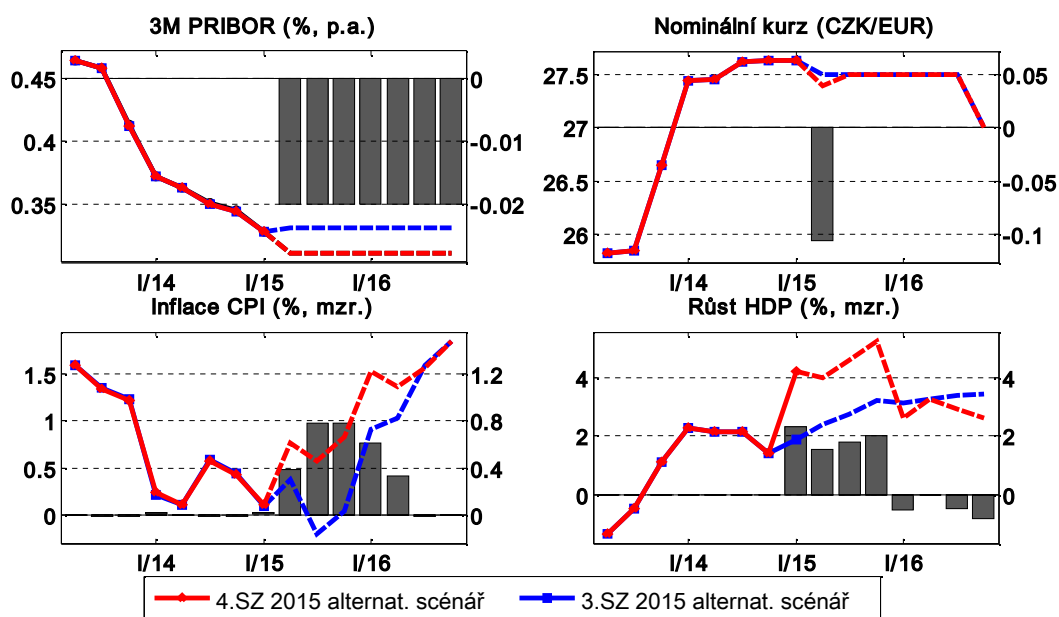
³ Mechanismus tvorby alternativního scénáře nižších inflačních očekávání byl detailně popsán v minulém MPD.

endogenním z příslušné simulace, která činila po většinu prognostického horizontu více než 1 CZK/EUR. To vedlo k tomu, že **základní scénář prognózy byl sekcí měnovou vnímán jako částečně vnitřně nekonzistentní a nadhodnocující prognózu inflace.**⁴

Odrasem těchto úvah byl zpracovaný **alternativní scénář nižších inflačních očekávání**, v němž stabilní kurz zhruba odpovídal optimálnímu (tedy endogennímu) kurzu při nižší agresivitě kurzové reakční funkce centrální banky. Ekonomičtí agenti tudíž od centrální banky v této simulaci (zcela racionálně) neočekávali dodatečné uvolnění měnových podmínek cestou oslabení kurzu, což se následně promítlo i do snížení jejich inflačního očekávání. V alternativním scénáři ve 3. SZ se tato nižší inflační očekávání promítla zejména do mzdových vyjednávání a snižovala tak růst nominálních mezd v podnikatelské sféře. To snížilo náklady firem a následně utlumilo inflační tlaky z domácí ekonomiky, což v konečném důsledku vedlo k podstřelení inflačního cíle v roce 2016.

V aktualizované verzi alternativního scénáře s kurzem fixovaným na hladině 27,50 CZK/EUR (viz Graf 3) se zapracování nových dat projevilo rychlým a trvalým odpoutáním inflace od nulových hodnot v letošním roce a jejím dalším pozvolným růstem (s mírnými výkyvy) až do konce predikčního období; inflace – byť leží zejména v letošním roce výrazně výše – se nicméně ani na horizontu prognózy nevrací k 2% cíli, podobně jako tomu bylo v minulé verzi této simulace. Celkově se tedy alternativní scénář mění oproti 3. SZ podobně jako scénář základní, tj. posouvá se u inflace nahoru pouze pro nejbližších pět čtvrtletí, zatímco změny pro druhé pololetí 2016 jsou zanedbatelné.

Graf 3: Aktualizace alternativního scénáře nižších inflačních očekávání



Důležité pro celkovou bilanci rizik prognózy ovšem je, že výrazně **klesá pravděpodobnost naplnění alternativního scénáře** ze 3. SZ, který stál v minulém MPD za protiinflačním vnímáním bilance rizik prognózy zejména na jejím delším konci. Vznik nepříznivých sekundárních dopadů pozorované nízké inflace samozřejmě nelze ještě zcela vyloučit, avšak kumulace odchylek většiny pozorovaných dat od prognózy v proinflačním směru toto riziko

⁴ Základní scénář totiž předpokládá, že veřejnost nastavuje svá inflační očekávání na základě endogenního kurzu a odchylku pozorovaného a endogenního kurzu považuje pouze za krátkodobý výkyv (nesystematický šok). V případě velké a déletrvající odchylky mezi těmito dvěma kurzy je však výše uvedený předpoklad základního scénáře v rozporu s principem racionálních očekávání.

výrazně zmenšuje. Na klesající relevanci alternativního scénáře poukazuje i to, že se trajektorie endogenního kurzu se standardní reakční funkcí centrální banky opětovně přibližuje k úrovni kurzu, kterou předpokládá základní scénář.

Na horizontu měnové politiky, tj. ve druhém pololetí roku 2016, tak hodnotíme rizika prognózy inflace – která míří zezdola do cíle – celkově jako vyrovnaná. Na základě výše uvedeného a s vědomím toho, že režim používání kurzu neumožňuje jemné ladění (fine-tuning) měnových podmínek, považujeme současné **nastavení měnové politiky za víceméně adekvátní**. V souladu s tím se domníváme, že se **potřeba posunout hladinu kurzového závazku na slabší úroveň oproti minulému zasedání bankovní rady snížila**.

5. Vyjádření sekce bankovních obchodů

Koruna se držela většinu sledovaného období v úzkém pásmu. V červnu pak **koruna posílila k hranici 27,2 CZK/EUR v reakci na pozitivní data z domácí ekonomiky a na komentáře ČNB**. Trh již momentálně nepočítá s dalším uvolněním měnové politiky, a tak s končící dividendovou sezónou pomíjejí impulzy k případnému významnějšímu oslabování koruny, čemuž odpovídá i aktuální postupné posilování. Trh spíše hledá vhodné úrovně pro nákup CZK v očekávání postupného dosednutí kurzu k flooru, jeho prolomení se obecně nečeká.

Je otázkou, co v takové situaci udělá s kurzem průsak informace o naší **snaze upravit pravidla CERTISu aj.** pro potenciální budoucí zavedení záporných měnověpolitických úrokových sazeb. Očekáváme spíše oslabení koruny s tím, že **pokud trh dospěje k názoru, že to je pouze naše příprava pro případnou snadnější obranu flooru, měl by se kurz zase vrátit k posilování**. Nečekáme, že by si tento krok trh vysvětlil jako přípravu na uvolnění měnové politiky prostřednictvím sazeb, minimálně ne v současném stavu ekonomiky.

6. Dosavadní komunikace ČNB

Na **tiskové konferenci po květnovém měnověpolitickém zasedání** guvernér ČNB M. Singer přednesl *Prohlášení bankovní rady* představující novou prognózu a její předpoklady. Prognóza je založena na předpokladu stability tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016, tedy na celém svém horizontu. Bankovní rada vyhodnotila *rizika nové prognózy* jako protiinflační; v tomto směru se vyvíjely domácí mzdy a kurz koruny vůči euru. Bankovní rada v této situaci opět konstatovala, že Česká národní banka neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém pololetí roku 2016. Česká národní banka je nadále připravena posunout hladinu kurzového závazku, pokud by došlo k dlouhodobému posílení deflačních tlaků schopných mimo jiné způsobit propad domácí poptávky nebo k systematickému poklesu inflačních očekávání.

Během května a června se několik členů BR vyjádřilo k měnové politice ČNB, resp. k jejímu budoucímu nastavení (viz Tabulka 1). Jejich vyjádření potvrzovala komunikační vyznění květnového měnověpolitického zasedání včetně závazku neukončit používání kurzu dříve než ve druhém pololetí 2016.

Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů bankovní rady v médiích

27.5.	L. Lízal (11th International)	...the Bank Board stated again that the Czech National Bank would not discontinue the use of the exchange rate before the second half of 2016. ...the Bank Board emphasized again that it was ready to move the level of the exchange rate
-------	----------------------------------	---

	Conference Challenges of Europe, Hvar)	commitment if needed.
28.5.	M. Singer (Euractiv)	Nikdy nelze nic vylučovat. Nezdá se nám ale, že by to (Pozn.: záporné úrokové sazby) byl kdovíjak účinný nástroj...Lze si tedy představit cokoliv, ale byl by to pouze nějaký krátkodobý substitut. V situaci propadu poptávky a dlouhodobých deflačních šoků, navíc v době, kdy se úrokové míry nacházejí někde na dně, kurz představuje jednoznačnou možnost, jak měnovou politiku dále uvolnit. To, že bychom do poloviny roku 2016 museli řešit, že když nepřitvrdíme měnovou politiku, přijde inflace, mi opravdu spánek neruší.
1.6.	L. Lízal (Prezentace 43rd Eurobanking Meeting, Praha)	...the Bank Board stated again that the Czech National Bank would not discontinue the use of the exchange rate before the second half of 2016. ...the Bank Board emphasized again that it was ready to move the level of the exchange rate commitment if needed.
7.6.	M. Singer (ČT24.)	Říkali jsme, že nejméně do druhé poloviny roku 2016 budeme držet kurzový závazek, a v tuto chvíli data nedávají žádný důvod přemýšlet o tom, jestli to není příliš dlouho. Na druhou stranu, po nějaké době musím říct, že se nezdá, že by bylo potřeba prodlužovat.
9.6.	M. Singer (Koruna a budoucnost ekonomiky, kulatý stůl, Brno)	Kurzový závazek, jak jsem říkal, nebude opuštěn dříve než ve druhém pololetí roku 2016. Jednak se nedomníváme, že už v tu dobu bude fundamentální důvod k nějakému dramatickému posilování koruny...ale současně také proto, že – upřímně řečeno – nejsme připraveni umožnit nějaké dramatické posilování koruny. ...necitím žádnou potřebu přemýšlet o jeho změně (Pozn.: kurzového závazku), ale to neznamená, že se měnit nemůže. Co je nepřekonatelná bariéra v mé hlavě, je určitě to vyčkání do druhé půlky roku 2016. Neumím si, upřímně, představit, co by se tak strašlivého mělo stát, že bychom to měli ukončit dřív.
16.6.	M. Singer (prezentace Citibank)	ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém pololetí 2016.
16.6.	V. Tomšík (ČT24)	V této chvíli není nutné o dalším oslabení koruny vůbec hovořit, protože ekonomika je nasměrována na poměrně stabilní, robustní růst... Nicméně kdyby se ukazovalo, že i přesto nastoupíme na scénář, který je ve Zprávě prezentovaný, a sice že hrozí dále sklouznutí do recese, podstřelování inflačního cíle, že jsme zpět, kde jsme byli v roce 2012, kdy jsme vyčerpali tradiční nástroj a jsme znovu u toho našeho dnes používaného nástroje, kterým je kurzový závazek, pak jsme připraveni udělat vše pro to, abychom splnili náš mandát, kterým je zaprvé cenová stabilita a zadruhé finanční stabilita.

7. Reakce a očekávání finančních trhů

Květnové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno všemi analytiky. Stabilitu základních sazeb ČNB očekávalo všech třináct analytiků z dotazníků *IOFT* (17.4.), všech patnáct analytiků podle šetření agentury *Thomson Reuters* (5.5.) i všech šestnáct analytiků oslovených agenturou *Bloomberg* (4.5.). Analytici z průzkumu *IOFT* předpokládali ukončení režimu intervencí v období 3Q16 až 4Q17, analytici z průzkumu *Thomson Reuters* v období 3Q16 až 2H17.

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR zůstaly stabilní, sklon výnosové křivky sazeb **PRIBOR** je rostoucí. Výhled sazeb **FRA** implikuje v ročním horizontu očekávanou stabilitu sazeb 3M **PRIBOR**. To odpovídá očekávané neměnnosti měnověpolitických úrokových sazeb přinejmenším do stejné doby a zachování prémie na peněžním trhu poblíž její aktuální výše. Na celém horizontu se tak očekávané tržní sazby pohybují v těsné blízkosti trajektorie sazeb konzistentní se stávající prognózou ČNB.

Sazby **IRS** se od posledního zasedání BR zvýšily téměř po celé délce křivky. Výnosová křivka sazeb **IRS** zůstává rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,5 p.b., spread 10R-1R činí 1 p.b. Rovněž výnosy státních dluhopisů od květnového měnového zasedání bankovní rady ČNB

vzrostly, a to až o 0,5 procentního bodu. To se však týkalo jen delších splatností (cca od 5R)⁵, na kratším konci výnosové křivky byly změny zanedbatelné

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků *IOFT* (15.6.) vyplývá, že na červnovém zasedání BR ČNB i v ročním horizontu všech šestnáct analytiků očekává stabilitu základních sazeb ČNB. Ze šetření agentury *Thomson Reuters* vyplývá, že na červnovém zasedání BR ČNB i v ročním horizontu všech patnáct analytiků předpokládá stabilitu základních úrokových sazeb ČNB. Očekávání v delším horizontu ukazují Tabulka 2.

Tabulka 2: Očekávání analytiků ohledně směru, rozsahu a časování další změny 2T repo sazby a okamžiku ukončení režimu devizových intervencí dle IOFT (15.6.) a Thomson Reuters (23.6.)

2015			2016				2017 ↑			
1H15	2H15		1H16		2H16		1H17 ↑↑↑		2H17 ↑↑	
						○		○○○		
2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16 ↑↑↑	1Q17 ↑↑↑	2Q17 ↑	3Q17 ↑	4Q17 ↑
					●●●●● ○○○○○	●●●●● ○○○	●●●●● ○	●●	○	

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
- očekávané změny 2T repo sazby dosahují výše 0,15 až 0,25 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 devatenáct analytiků oslovených agenturou *Bloomberg* (22.6.) 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 zůstane přibližně stabilní na současných hodnotách poblíž 27,3 CZK/EUR. Prognóza ČNB předpokládá pro 2Q16 kurz na úrovni 27,5 CZK/EUR. Analytici z průzkumu *IOFT* předpokládají ukončení režimu intervencí v období 3Q16 až 2Q17, blíže viz Tabulka 2. Podle průzkumu agentury *Thomson Reuters* analytici očekávají ukončení režimu intervencí v období 3Q16 až 3Q17. Žádný z analytiků nepředpokládá změnu termínu ukončení kurzového závazku, nikdo nečeká ani zavedení dalších nekonvenčních opatření. Pouze dva analytici očekávají, že exit z devizových intervencí bude doprovázen bezprostředním zvyšováním úrokových sazeb. Rovněž jen dva respondenti se domnívají, že ČNB bude letos nucena bránit současnou úroveň kurzového závazku, všichni předpokládají, že ji uhájí.

8. Měnověpolitické doporučení sekce měnové

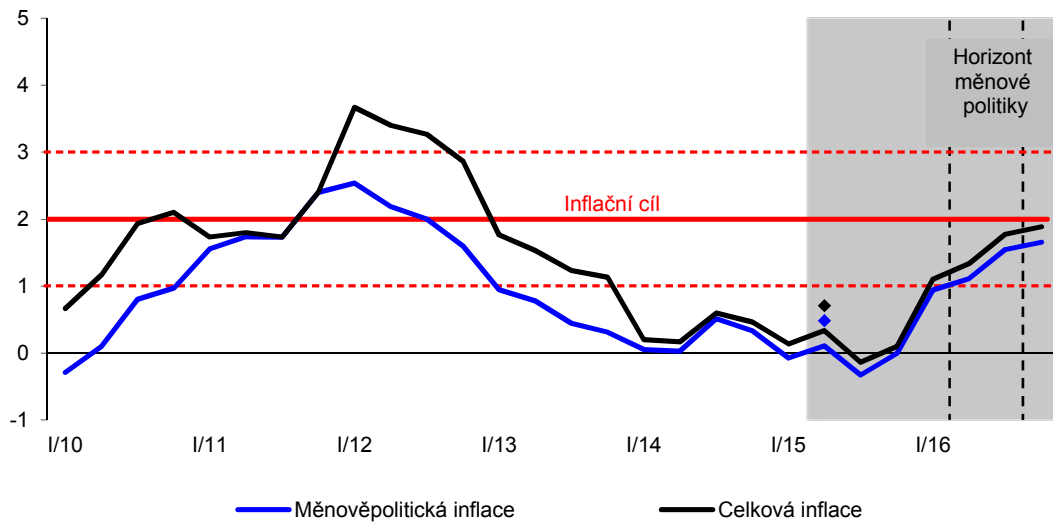
Sekce měnová doporučuje na červnovém měnovém zasedání bankovní rady:

⁵ Konkrétně u českého státního dluhopisu se splatností 10R došlo od květnového měnového zasedání bankovní rady k nárůstu výnosu o 0,5 procentního bodu. V porovnání s druhou polovinou dubna, kdy se zastavil dlouhodobý sestupný trend, se však uvedený výnos zvýšil již o 0,8 procentního bodu.

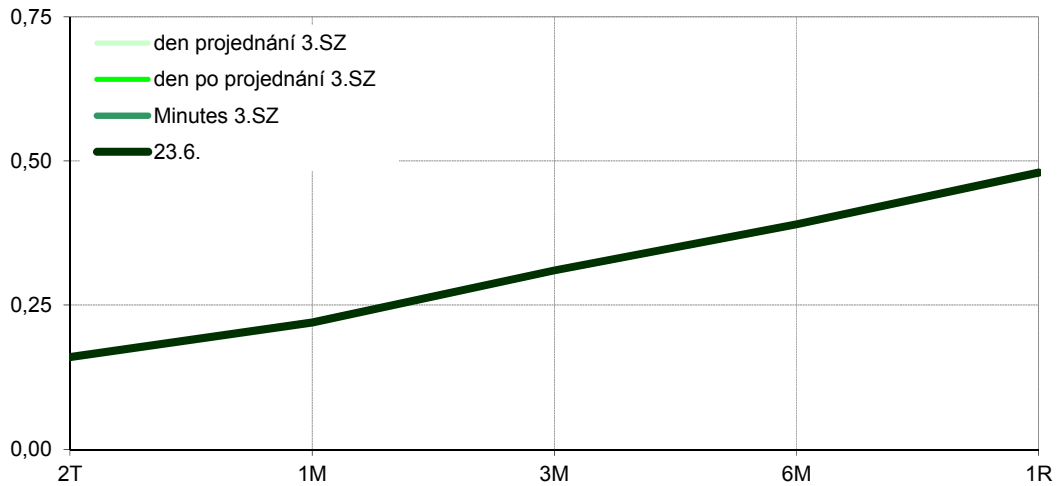
- **ponechat měnověpolitické úrokové sazby beze změny**, nadále komunikovat záměr držet úrokové sazby na stávajících úrovních (tj. na „technické nule“) přinejmenším do okamžiku ukončení používání kurzu jako nástroje uvolňování měnových podmínek;
- **potvrdit závazek ČNB v případě potřeby intervenovat** na devizovém trhu na oslabení kurzu tak, aby udržovala kurz koruny poblíž hladiny 27 CZK/EUR; opět připomenout, že **ČNB je v případě potřeby připravena automaticky, tedy bez nutnosti dalšího rozhodnutí bankovní rady, provádět časově i objemově neomezené intervence** na udržení svého kurzového závazku;
- komunikovat, že v **nejbližších dvanácti měsících se inflace pravděpodobně bude nacházet výše**, než předpokládala stávající prognóza;
- nicméně označit **bilanci rizik** stávající prognózy inflace **na horizontu měnové politiky za zhruba vyrovnanou** s tím, že proinflačním rizikem jsou pozitivní data z domácí ekonomiky a protiinflačním vývoj kurzu koruny.⁶ Zároveň se snížila pravděpodobnost negativních sekundárních dopadů nedávného propadu cen ropy, a to vlivem příznivého domácího hospodářského a cenového vývoje v dosavadním průběhu letošního roku;
- s ohledem na to zopakovat, že **ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém pololetí roku 2016**;
- komunikovat i nadále, že ČNB je **připravena posunout hladinu kurzového závazku, pokud by došlo k dlouhodobému posílení deflačních tlaků schopných mimo jiné způsobit propad domácí poptávky nebo k systematickému poklesu inflačních očekávání**;
- uvést nicméně, že **pravděpodobnost posunu hladiny závazku na slabší úroveň se oproti předchozímu měnovému zasedání bankovní rady snížila**;
- komunikovat nadále, že **návrat do standardního režimu měnové politiky nebude na horizontu 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.

⁶ Je otázkou, zda z evidenčních důvodů neuvést mezi riziky i Řecko. V tuto chvíli to spíše nedoporučujeme. Zaprvé proto, že jeho přímé dopady na českou ekonomiku by byly zanedbatelné a odhadnout nepřímé dopady prostřednictvím ekonomického sentimentu v eurozóně je prakticky nemožné (SM ani SBO se přitom neztotožňují s varovným vyzněním analýzy UBS medializované v tomto týdnu). Zadruhé proto, že situace vyjednávání s Řeckem se do naší čtvrtěční tiskové konference může výrazně změnit.

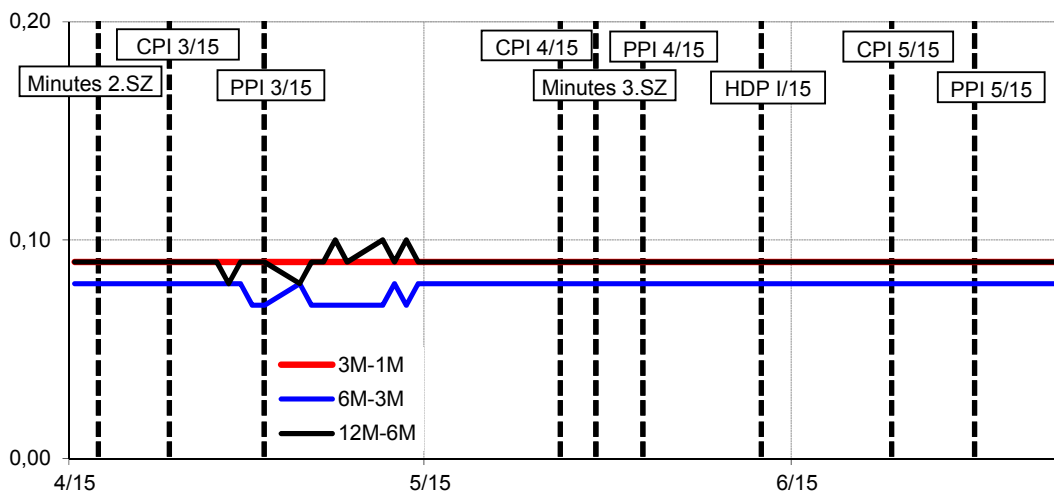
Graf 4: Prognóza inflace ze 3. SZ 2015 a cíl ČNB



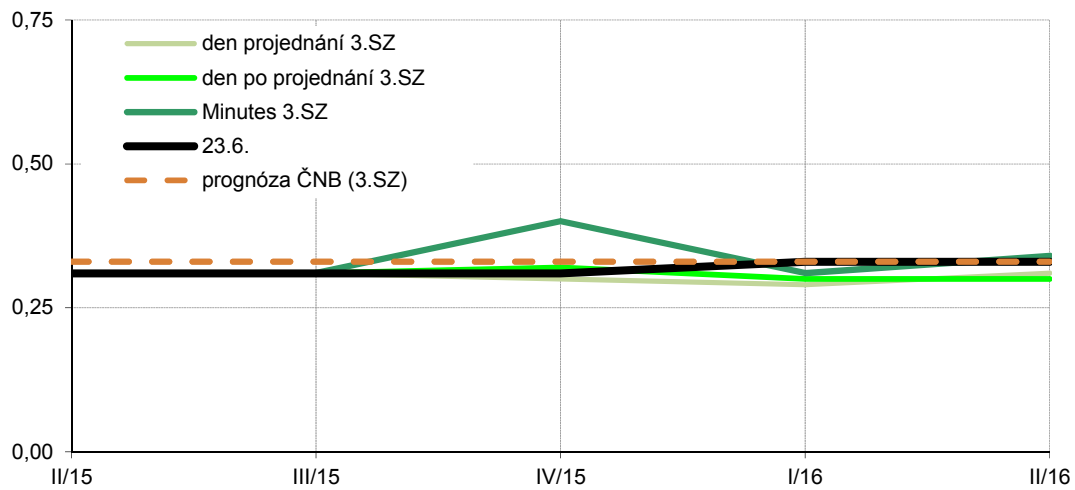
Graf 5: Výnosové křivky PRIBOR



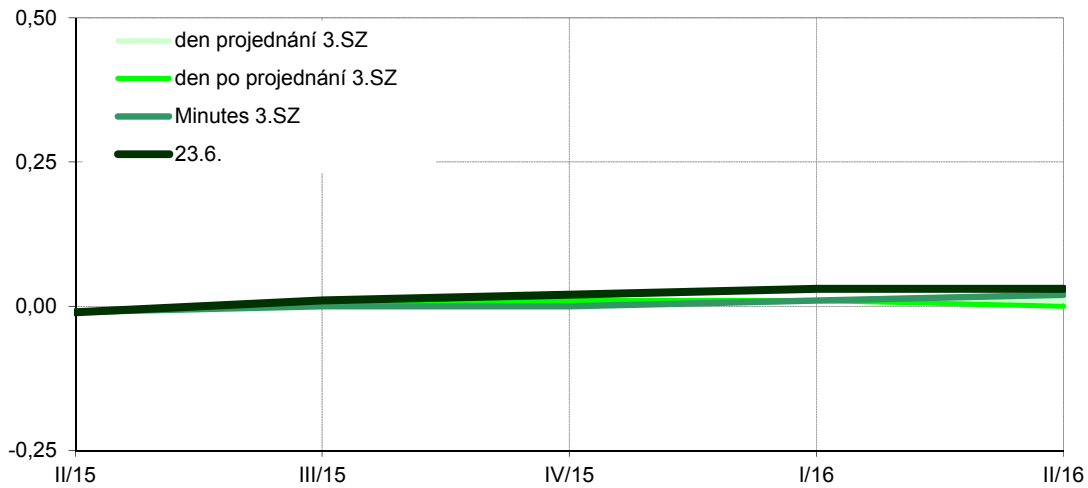
Graf 6: Úroková rozpětí – PRIBOR



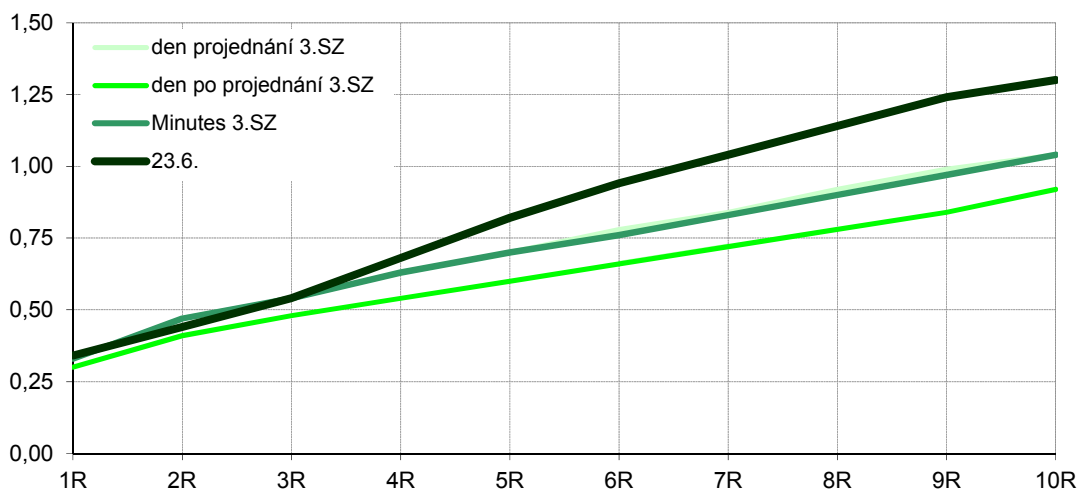
Graf 7: 3M PRIBOR, FRA



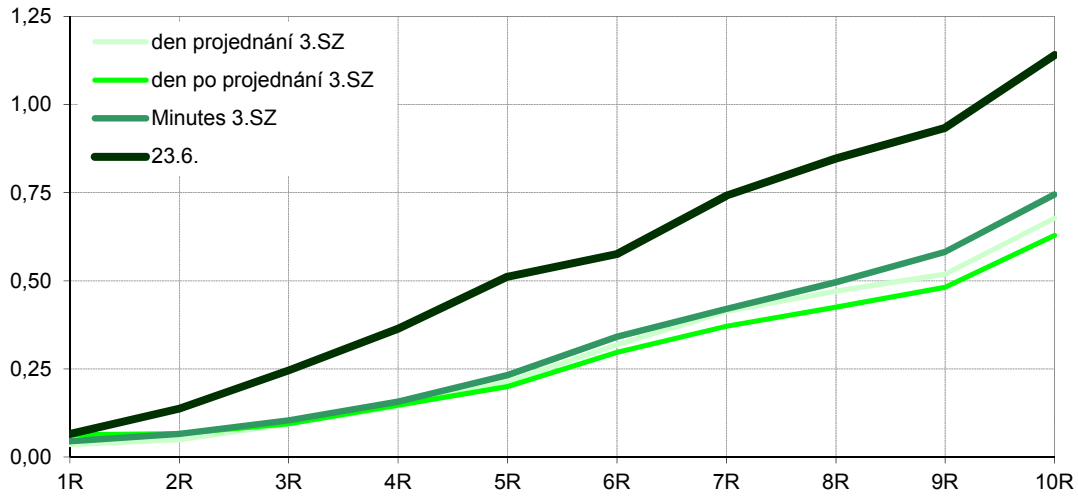
Graf 8: 3M EURIBOR, FRA



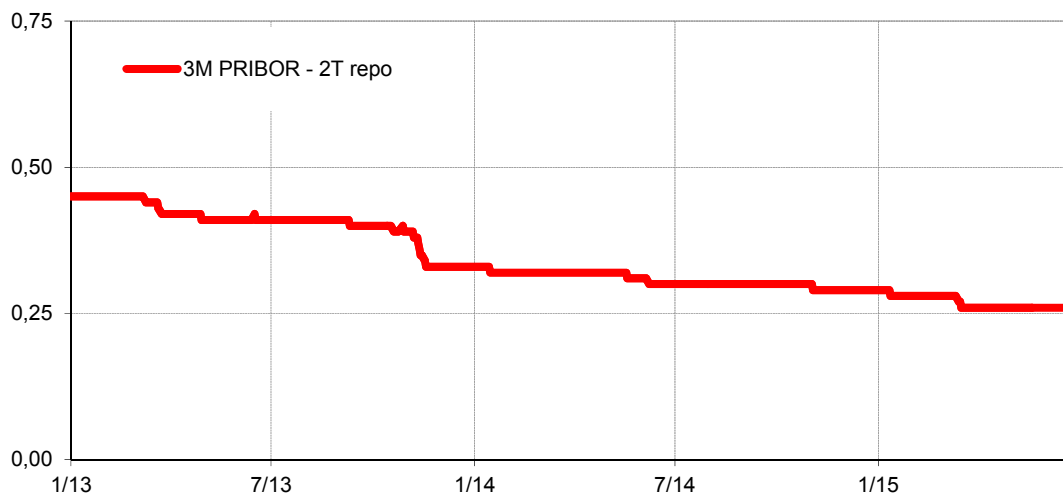
Graf 9: IRS CZK



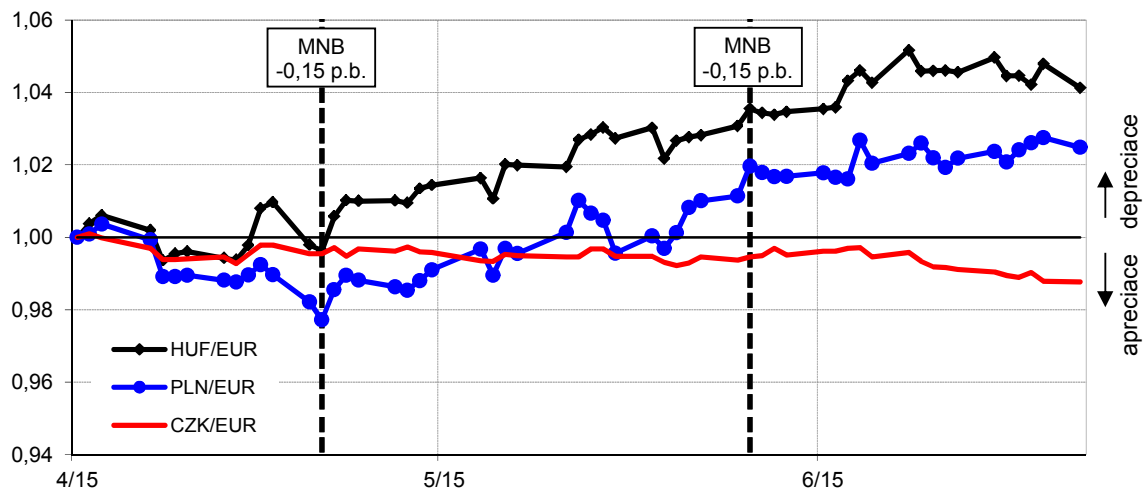
Graf 10: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



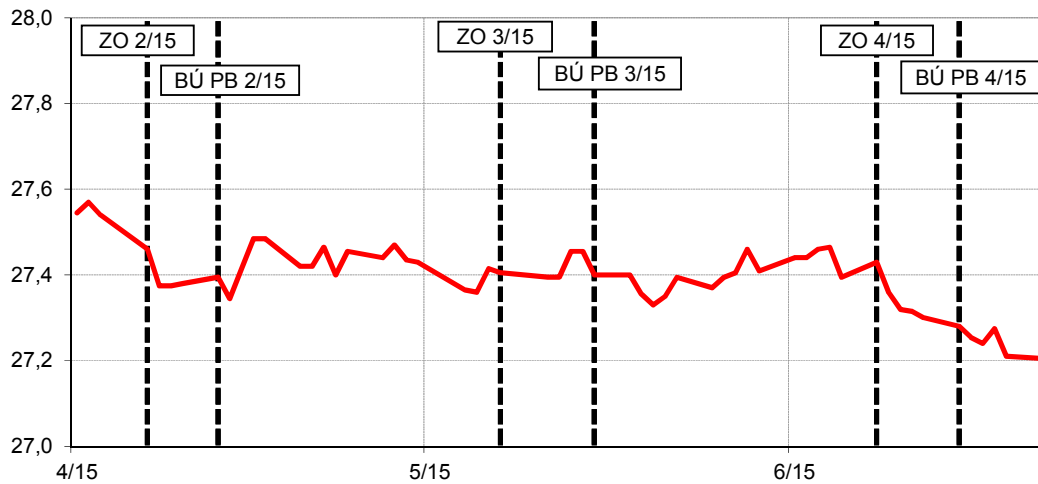
Graf 11: Úrokové rozpětí v ČR



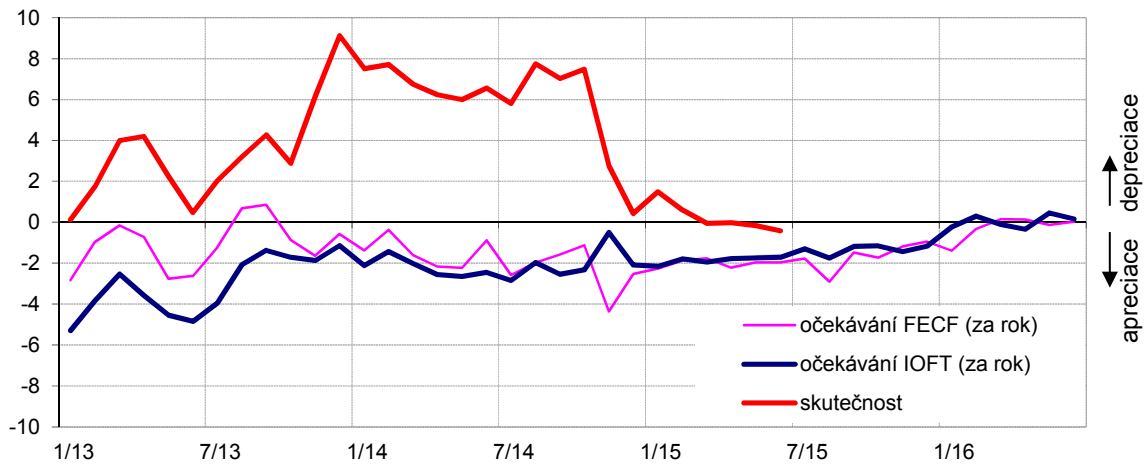
Graf 12: Kurzy středoevropských měn (1.4. = 1,0)



Graf 13: Kurz CZK/EUR

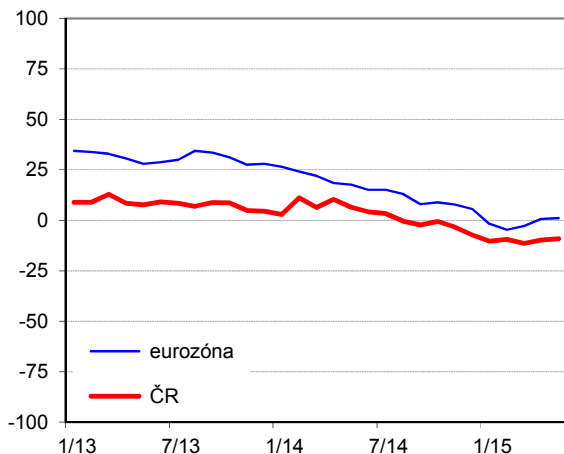


Graf 14: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

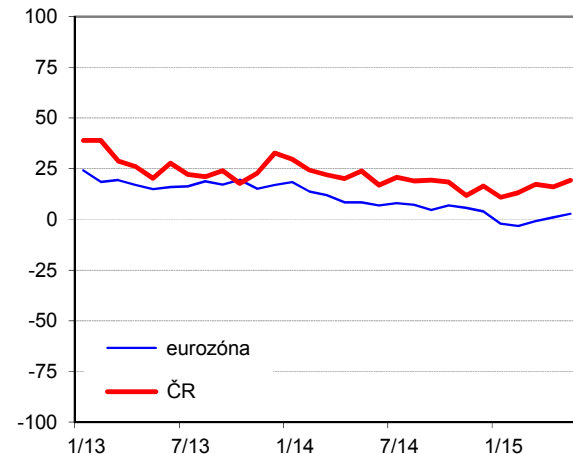


Graf 15: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

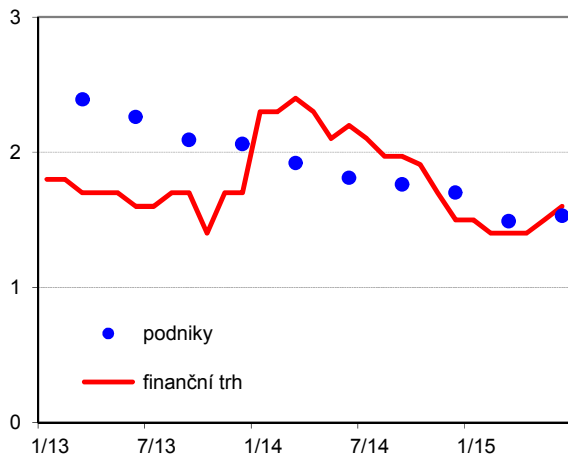


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

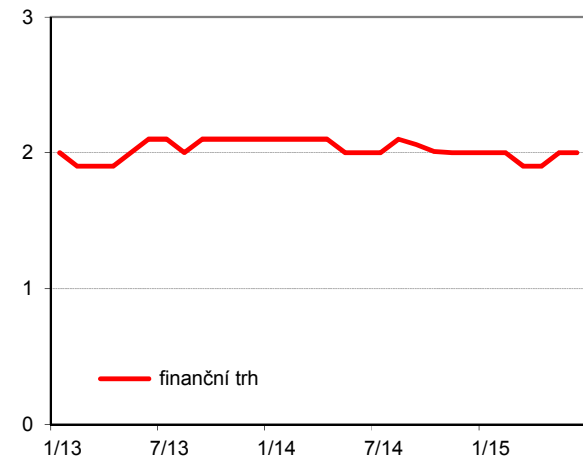


Graf 16: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

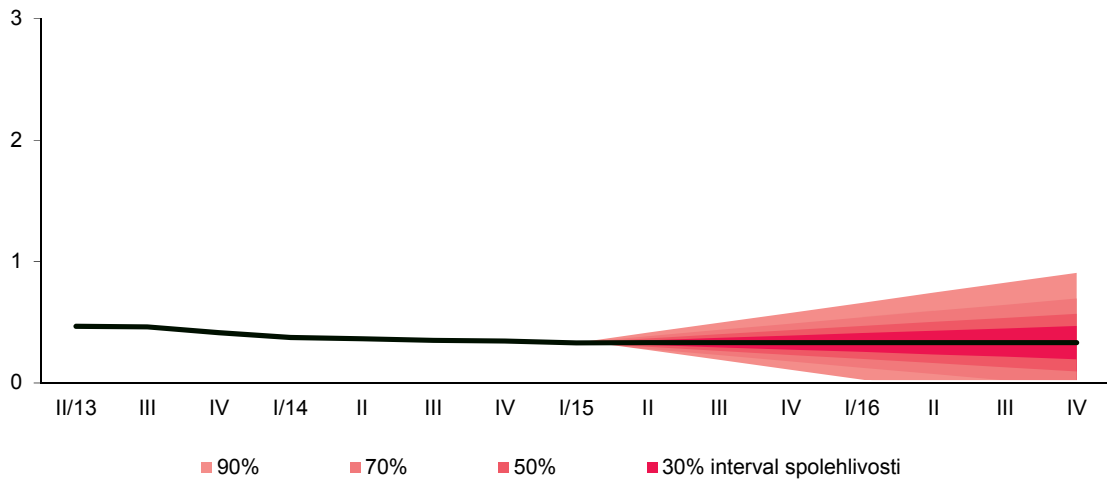
Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



Graf 17: Vějířový graf úrokových sazeb v %



Graf 18: Prognóza měnového kurzu CZK/EUR

