

# Měnověpolitické doporučení pro 5. SZ 2015

Sekce měnová

## 1. Prognóza z 5. SZ 2015

Východiskem pro srpnové měnověpolitické zasedání je *nová makroekonomická prognóza z 5. SZ 2015*. Následující odstavce ve stručnosti shrnují počáteční podmínky, předpoklady a vyznění nové prognózy.

Česká ekonomika počátkem letošního roku rychle rostla, a to s přispěním všech složek domácí poptávky, čistý vývoz přispěl naopak záporně. V meziročním i mezičtvrtletním vyjádření přitom růst HDP začátkem letošního roku oproti předcházejícímu období výrazně zrychlil. Záporná mezera výstupu se tak postupně uzavírá. Celková i měnověpolitická inflace se ve druhém čtvrtletí 2015 meziročně zvýšily, stále se však nacházely výrazně pod cílem ČNB. Ke zvýšení inflace nejvíce přispěly ceny potravin, které se vrátily k meziročnímu růstu. Korigovaná inflace bez pohonných hmot zůstala kladná a stabilní. Regulované ceny pokračovaly v nepatrném meziročním růstu, ceny pohonných hmot zmírnily svůj pokles.

Růst ekonomické aktivity v efektivní eurozóně by měl v roce 2015 podle předpokladu prognózy zrychlit na 1,9 % a i v dalších dvou letech by měl dosahovat cca 2% tempa. Ceny průmyslových výrobců v efektivní eurozóně meziročně výrazně klesají a spotřebitelská inflace se nadále nachází blízko nulových hodnot. Díky uvolněné měnové politice ECB, oslabenému kurzu eura a zrychlení tempa růstu ekonomiky eurozóny by se však výrobní i spotřebitelské ceny měly začít postupně zvyšovat. K tomu přispěje i odeznění vlivu propadu cen ropy. Kvantitativní uvolňování měnové politiky ECB se promítá do výhledu tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR, který se až do konce příštího roku nachází v blízkosti nuly. Po propadu ceny ropy Brent z přelomu loňského a letošního roku se očekává její jen pozvolný nárůst.

Robustní růst české ekonomiky bude pokračovat, přestože ve druhém čtvrtletí 2015 prognóza předpokládá korekci meziročního tempa růstu HDP při lehkém mezičtvrtletním snížení ekonomické aktivity v souvislosti s očekávaným poklesem zásob. Zrychlující zahraniční poptávka, nízké ceny ropy, uvolněné domácí měnové podmínky a zvýšení vládních investic vyústí letos v přírůstek HDP o 3,8 %. V příštím roce se do zpomalení růstu ekonomiky lehce pod 3 % promítne odeznění vlivu mimořádného nárůstu zásob z počátku letošního roku i propadu cen ropy, pokles vládních investic a v menším rozsahu i nedávné posílení kurzu koruny vůči euru. Stejně tempo si ekonomika udrží i v roce 2017. Rostoucí ekonomická aktivita se na trhu práce bude projevovat pokračujícím zvyšováním počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky. To povede k dalšímu poklesu nezaměstnanosti. Dynamika mezd v podnikatelské sféře se zdatně zvýší, mzdy v nepodnikatelské sféře porostou zhruba stabilním tempem.

Podle prognózy celková i měnověpolitická inflace dále vzrostou. Na horizontu měnové politiky, tedy ve druhé polovině příštího roku, se však i přesto budou nacházet pod 2% cílem, kterého dosáhnou až v roce 2017. Celkové nákladové tlaky na růst spotřebitelských cen se budou postupně zvyšovat, když se bude postupně zmírňovat protiinflační působení dovozních cen, které však plně odezní až v polovině roku 2016 v návaznosti na předpokládaný návrat cen energetických komodit i cen průmyslových výrobců v eurozóně k meziročnímu růstu. V

domácí ekonomice se budou náklady dále zvyšovat vlivem zrychlující dynamiky mezd a pokračujícího růstu ekonomické aktivity. To povede k plynulému zvyšování korigované inflace bez pohonných hmot. Ceny potravin dále mírně porostou v souvislosti s vývojem cen zemědělských výrobců. Regulované ceny zůstanou až do konce roku 2016 celkově zhruba stabilní, poté se vrátí k mírnému růstu. Ceny pohonných hmot obnoví svůj meziroční růst počátkem příštího roku v návaznosti na v prognóze předpokládaný vývoj světových cen ropy.

Počátkem roku 2017 dojde dle prognózy k dosažení 2% cíle, jehož udržitelné plnění je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky. Prognóza proto předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016. Po opuštění kurzového závazku je s prognózou v roce 2017 konzistentní nárůst úrokových sazeb. Mírně kladný úrokový diferenciál a obnovená – avšak oproti minulosti výrazně pozvolnější – reálná konvergence české ekonomiky k vyspělým zemím eurozóny povedou k tomu, že kurz koruny k euru začne po opuštění závazku pozvolna posilovat (až na 26,1 CZK/EUR ke konci roku 2017).

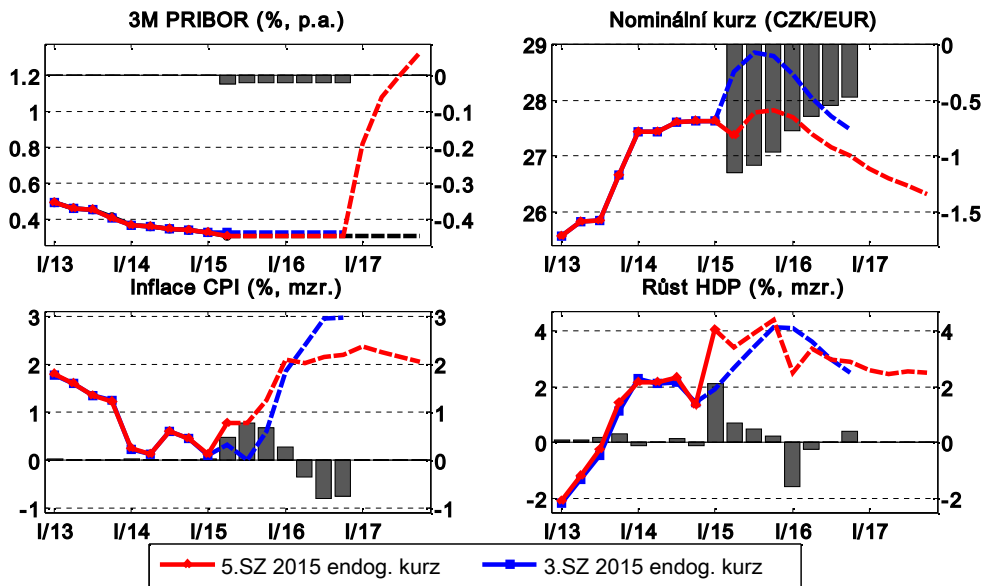
**Sekce měnová hodnotí v 5.SZ 2015 rizika této prognózy jako vyrovnaná; aktuálně se však mírně protiinflačním rizikem stává pokles cen ropy až k úrovni 50 dolarů za barel.**

## 2. Diskuze potřeby dalšího uvolnění měnové politiky

Standardním východiskem úvah o případné změně parametrů kurzového závazku (jeho hladiny a doby jeho využívání) jsou vedle prognózy též dvě obvyklé 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.

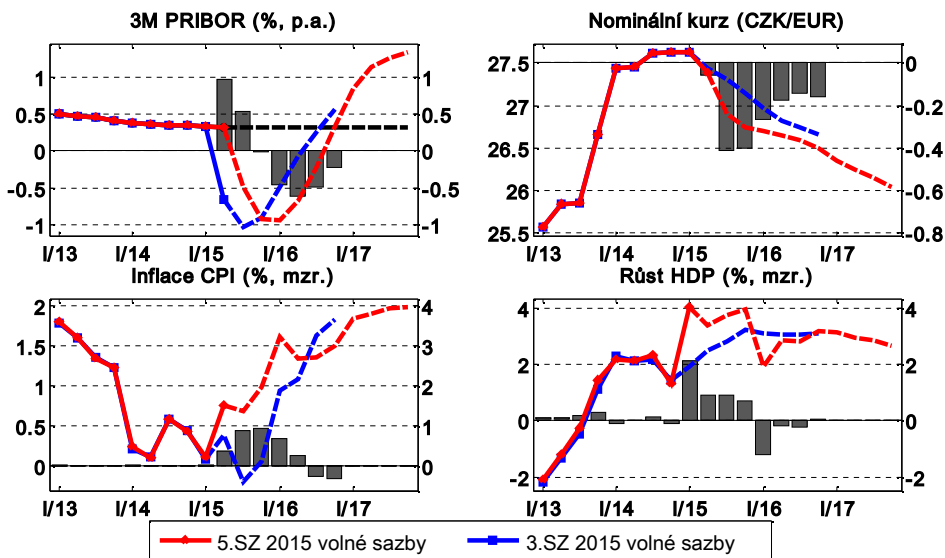
V **simulaci s endogenním kurzem** (viz Graf 1) kulminuje oslabení koruny ve třetím a čtvrtém čtvrtletí letošního roku na hodnotě lehce pod 28 CZK/EUR. Kurz koruny se tak až do konce roku 2016 nachází na podstatně silnější hladině oproti verzi této simulace z minulé prognózy. Inflace je do prvního čtvrtletí 2016 nad trajektorii z minulé verze tohoto scénáře, poté je inflace naopak nižší a nepřestřeluje tak výrazně 2% cíl, neboť jeho rychlé dosažení nevyžaduje – díky více proinflačním počátečním podmínkám – tak razantní oslabení kurzu, které by následně vedlo k dočasnému zřetelnému přestřelení cíle. Simulace tedy naznačuje, že potřeba dalšího uvolnění měnových podmínek prostřednictvím kurzu stále trvá, oproti minulé prognóze se ale významně snížila.

Graf 1: Scénář s endogenním kurzem



**Simulace s volnými sazbami** (viz Graf 2) abstrahuje od existence jejich nulové dolní meze a kurzového závazku na hladině 27 CZK/EUR. Pracuje přitom s obvyklou mírou vyhlazování úrokových sazeb v reakční funkci centrální banky.

Graf 2: Scénář s volnými sazbami

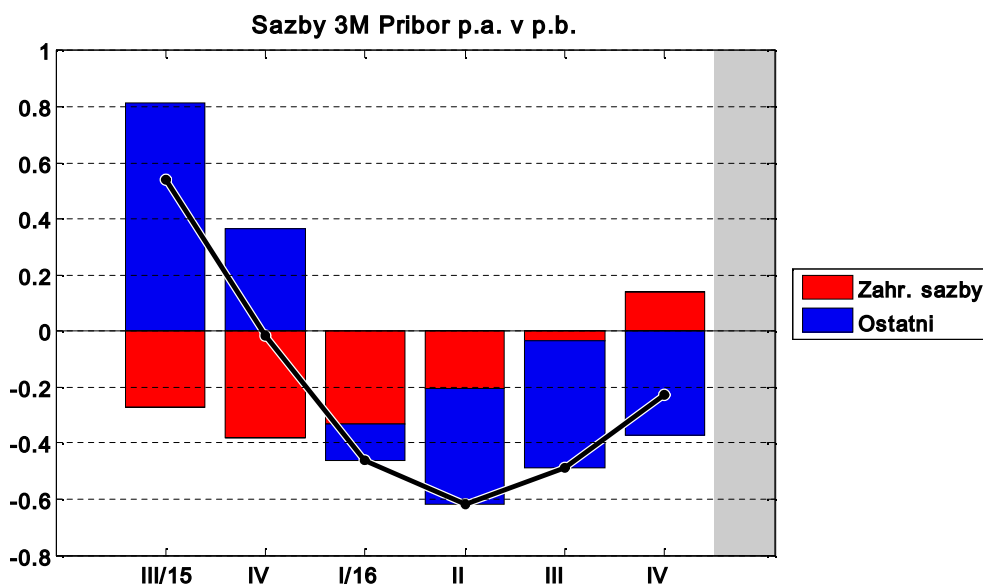


**Simulace naznačuje potřebu uvolnění měnových podmínek v rozsahu hypotetických zhruba pěti snížení repo sazby o standardních 0,25 procentního bodu rozložených do nejbližších dvou kvartálů.** Simulace současně implikuje postupné posilování kurzu koruny na cca 26 CZK/EUR v závěrečném čtvrtletí roku 2017. Tato simulace vede k dosažení 2% cíle v průběhu druhé poloviny roku 2017. Ve srovnání se simulací s volnými sazbami ze 3.SZ se přitom rozsah potřebného hypotetického snížení repo jen nepatrně zmírnil, přičemž kulminace poklesu se posunula o jedno čtvrtletí dále do budoucnosti. Kurz koruny se nachází na silnější hladině oproti verzi této simulace z minulé prognózy. Inflace se až do druhého čtvrtletí 2016 přibližuje k 2% cíli ČNB rychleji, ve druhém pololetí příštího roku je naopak nižší.

**Srovnání simulace s volnými sazbami v této prognóze s její verzí ze 3.SZ je však ovlivněno zavedením tzv. „stínových zahraničních sazeb 3M EURIBOR“ do nové prognózy.** Ty mají lépe než standardní 3M EURIBOR aproximovat nastavení měnových podmínek v eurozóně a z něj plynoucí tlaky na vývoj měnových kurzů poté, co ECB začátkem letošního roku přistoupila k významnému rozšíření svého programu nákupu aktiv. Jeho vliv vyjádřený průběhem těchto stínových sazeb odpovídá dodatečnému uvolnění měnových podmínek zhruba o 1 procentní bod oproti aktuálnímu výhledu skutečných tržních sazeb 3M EURIBOR, který se od 3. SZ sám o sobě významně nezměnil.

Následující graf kvantifikuje vliv zavedení stínových zahraničních sazeb na změnu trajektorie domácích úrokových sazeb ve volné simulaci.<sup>1</sup> **Zohlednění vlivu kvantitativního uvolňování ECB prostřednictvím nižší trajektorie zahraničních sazeb odpovídající stínovým sazbám vede v simulaci ceteris paribus k vyšším tlakům na zhodnocení kurzu koruny vůči euru, které by vedlo k podstřelení inflačního cíle.** To by při neexistenci nulové dolní meze dotlačilo domácí měnovou politiku k nižším úrokovým sazbám, a to v rozsahu až 0,4 p.b. koncem letošního roku (odpovídá velikosti červených sloupečků v Grafu 3). Ostatní nově dostupná data získaná od zpracování minulé prognózy přitom naproti tomu působí v souhrnu opačným směrem a vedla by ve zbytku letošního roku k přehodnocení trajektorie úrokových sazeb ve volné modelové simulaci oproti její minulé verzi v průměru zhruba 0,5 p.b. směrem nahoru, a to zejména vlivem proinflačního vyznění nových informací o vývoji domácí ekonomiky a inflace. V delším výhledu pak ostatní nová data (včetně silnějšího kurzu koruny vůči euru) naopak začínají působit na snížení výhledu sazeb oproti minulé verzi této simulace, přičemž zapracování stínových sazeb působí v tomto směru i nadále, byť v menší intenzitě. Bez vlivu zapracování stínových zahraničních úrokových sazeb by tak pokles domácích sazeb kulminoval na přelomu letošního a příštího roku na úrovni zhruba -0,6 až -0,7 %. V souhrnu lze říci, že – viděno optikou simulace s volnými sazbami – potřeba dalšího uvolnění měnové politiky v nejbližším období tedy i nadále zůstává (obzvláště po přihlédnutí k vlivu zapracování stínových sazeb 3M EURIBOR), ovšem snížila se, podobně jako to naznačuje scénář s endogenním kurzem.

**Graf 3: Rozklad změny úrokových sazeb v simulaci s volnými sazbami oproti 3.SZ**



<sup>1</sup> V samotné prognóze je však efekt změn z tohoto předpokladu zanedbatelný, neboť kurz je fixován na úrovni kurzového závazku, resp. domácí nekonvenční měnová politika (kurzový závazek) je obdobou QE ECB kompenzující její dopady na kurz CZK/EUR.

### 3. Měnověpolitické úvahy

Výše uvedené modelové simulace ukazují, že informace získané od sestavení minulé prognózy implikují menší potřebu dalšího uvolnění měnové politiky oproti 3. SZ. To ovšem současně znamená, že **potřeba udržovat výrazně uvolněné měnové podmínky i nadále přetrvává**, na což ukazuje i výhled inflace v nové prognóze pohybující se na horizontu měnové politiky pod cílem. Navíc je třeba si uvědomit – a veřejně komunikovat – i následující skutečnost. Jakkoli se aktuálně prognózovaný rozsah podstřelení cíle ČNB na horizontu měnové politiky může jevit malý, při předčasném zpřísnění měnových podmínek by se toto podstřelení podstatně zvětšilo. Mimo jiné proto, že by nebylo možno očekávat urychlení mzdového růstu popsané v nové prognóze, které je nezbytným předpokladem pro budoucí hladké opuštění kurzového závazku. Nedokončený průsak oslabeného kurzu do mzdového vývoje a exit v situaci, kdy ECB bude ještě více než rok (ale možná i déle) provádět kvantitativní uvolňování, by vedly k tlaku na skokové posílení koruny, podobně jako v lednu letošního roku ve Švýcarsku.<sup>2</sup> Česká ekonomika by tak měla tendenci opět sklouznout do vývoje dlouhodobě nekonzistentního s plněním 2% cíle.

**Hypotetické** – mediální debatou podsouvané – **dřívější než doposud předpokládané, resp. komunikované, opuštění kurzového závazku** by tak z hlediska plnění mandátu cenové stability (vyjádřené v podobě 2% cíle) **bylo výrazně suboptimální**. Debaty jdoucí ve směru dřívějšího exitu tak vnímá sekce měnová jako odraz prudké změny nálady části analytiků, k níž však nedávají analýzy ČNB fundamentální důvod. Takový exit by byl jednoznačně předčasný a s tím související neadekvátní zpřísnění měnových podmínek by mohlo obnovit hrozbu deflace a následně vést k nutnosti opětovného zahájení používání nekonvenční měnové politiky. ČNB by navíc jednala nekonzistentně se svými dosavadními veřejnými vyhlášeními. Předčasný exit by tak v konečném důsledku těžce a zřejmě nevratně poškodil kredibilitu ČNB.

Z hodnocení současné situace proto jednoznačně vyplývá potřeba zachovat rozvahu a **držet stávající parametry (hladinu, délku) kurzového závazku beze změny**.

Vzhledem ke spekulacím ze strany některých analytiků o exitu ze silnější hladiny než 27 CZK/EUR považujeme současně za vhodné **doplnit komunikaci týkající se našeho závazku v tom smyslu, že posun hladiny kurzového závazku může být – z definice používání kurzu jako dalšího nástroje uvolňování měnových podmínek – jen směrem ke slabšímu kurzu**. Více zdůrazňovat doporučujeme i nepodmíněnost stávající minimální délky platnosti závazku (viz níže).

Při vysvětlování postoje ČNB je důležité **obracet pozornost adresátů komunikace k našemu primárnímu cíli, kterým je plnění inflačního cíle v rámci mandátu péče o cenovou stabilitu**. Přitom je třeba zdůrazňovat, že i přes nárůst inflace v poslední době se tato nachází stále výrazně pod 2% cílem ČNB a co je ještě důležitější, bude se pod ním – i přes její další očekávané zvýšení – pohybovat i na horizontu měnové politiky (tedy ve druhém pololetí roku 2016). **Současně lze připomenout, že posílení kurzu v poslední době je z tohoto pohledu nevídaným protiinflačním faktorem**, který byl zapracován do prognózy s tím, že vývoj kurzu má pochopitelně silný vliv na další vývoj inflace a na plnění cíle ČNB na horizontu měnové politiky.

<sup>2</sup> Ve stejném směru by pravděpodobně působil i „panický“ hedging exportérů po neočekávaném exitu. Naopak očekávaný exit v budoucnosti, tj. od poloviny roku 2016 dále, by měl vést k tomu, že velká část budoucího vývozu bude v té době kurzově zajištěna a na trhu bude chybět reálný tok deviz, který by tlačil na posílení koruny. O to těžší pak také bude uzavírat spekulativní pozice na toto oslabení.

Ekonomický růst, jehož podpora je – není-li to v rozporu s primárním cílem – druhou součástí mandátu ČNB, sice zrychlil, ale **záporná mezera výstupu se teprve postupně uzavírá**. Růst ekonomiky je navíc v letošním roce ovlivněn **několika specifickými pozitivními faktory** (dočerpáváním EU fondů z minulého programového období, pozitivním nabídkovým šokem z propadu cen ropy, nestandardním vývojem zásob), které bezpochyby v dalších letech odezní a ekonomický růst zpomalí. K tomu navíc přispěje i nedávné posílení kurzu koruny vůči euru. **Významné přehřívání ekonomiky, které by volalo po okamžitém zpřísnění měnové politiky, tudíž minimálně do poloviny příštího roku nehrozí.**

**Nutnost zahájit intervence na obranu kurzového závazku přišla jako přirozený a očekávatelný důsledek** pozitivního obratu ve vývoji tuzemské ekonomiky, k němuž uvolnění měnové politiky významně přispělo, i jako důsledek dění ve vnějším prostředí. Při ohlédnutí zpět lze přitom konstatovat, že doposud bylo na obranu kurzového závazku nakoupeno vzhledem k velikosti české ekonomiky, resp. bilance ČNB (až překvapivě) malé množství cizí měny. I když toto množství nejspíše dále poroste, není v žádném případě z hlediska měnověpolitického důvod kurzový závazek opustit či nějak modifikovat. Pro velikost nakoupených devizových rezerv neexistují žádné limity či optimální ukazatele. S naším asymetrickým závazkem je tudíž konzistentní, tak jak bylo doposud komunikováno, připravenost (a současně potenciál) intervenovat proti posilování vlastní měny neomezeně, tedy bez jakýchkoliv časových nebo objemových limitů, automaticky – bez nutnosti dalšího rozhodnutí bankovní rady.

Doporučujeme tedy nedávat najevo ani nejmenší známky znepokojení či nervozity z nastalého vývoje. I proto doporučujeme nespěchat aktivně s verbálními intervencemi v tom duchu, že ČNB je v případě potřeby připravena **snížit měnověpolitické úrokové sazby do záporných hodnot** (čímž by se snížil či zcela odstranil rozdíl mezi tuzemskými a zahraničními tržními úrokovými sazbami a ztížila by se držba spekulativních pozic). To by mohlo být v této fázi vývoje chápáno jako svým způsobem přiznání neochoty k neomezeným intervencím. Nicméně podmínky pro úspěšnou implementaci záporných měnověpolitických úrokových sazeb budou dle informací příslušných sekcí již brzy (k 1. září) připraveny a hrozba použití tohoto nástroje a/nebo jeho samotná aplikace se mohou v budoucnosti ukázat jako užitečné. Proto celkově doporučujeme počkat na pravděpodobný dotaz ohledně záporných úrokových sazeb na tiskové konferenci a na něj reagovat v duchu dosavadní komunikace, tj. že použití tohoto nástroje nemůžeme vyloučit a podnikli jsme již příslušné kroky směřující k jeho způsobilosti pro případ potřeby.

## 4. Vyjádření sekce bankovních obchodů

**Koruna během sledovaného období pokračovala v posilování** vlivem perzistentního prodejního tlaku ze strany spekulantů i z reálné ekonomiky a **na konci sledovaného období posílila na 27,017 CZK/EUR**, nejsilnější úroveň od listopadu 2013. **Ve středu 29.7. koruna vlivem jednorázového nákupního příkazu oslabila nad hranici 27,1 CZK/EUR**. K oslabení koruny přispěly také spekulace, že za tímto oslabením stojí intervence ČNB. Pro další období nečekáme zásadnější oslabení koruny (pokud se nestane něco mimořádného), pravděpodobné je obchodování v pásmu poblíž flooru. S blížícím se exitem čekáme snahu exportérů zajistit se ještě nad hranicí CZK/EUR 27 a aktivitu spekulantů, což povede k dosednutí na floor.

**Na úrovni 27,030 jsme začali v pátek 17. července pasivně nakupovat EUR**. Přestože definice kurzového závazku by nám umožnila začít kupovat i pod hranicí 27 CZK/EUR a tedy

levněji, **tržní okolnosti nás přinutily přistupovat k hranici 27 CZK/EUR jako k přísnému „švýcarskému“ typu flooru.** Pod touto hranicí se v posledním roce a půl koncentrovaly prodejní příkazy na vysoké částky, zejména stoploss příkazy, či prodeje navázané na opční struktury, takže v případě jejich realizace bychom byli nuceni tyto vysoké objemy nakoupit. **Ostatně citlivost trhů i veřejnosti na „magickou“ hodnotu 27 CZK/EUR ilustroval i zájem médií,** která ve větší míře opakovaně informovala o prolomení našeho závazku, přestože k němu došlo jen podle neobchodních indikativních datových zdrojů.

Podle našich informací z trhu se zdá, **trh byl v nejistotě ohledně naší přítomnosti,** v médiích se také na toto téma běžně nespekulovalo, takže se dařilo naši přítomnost skrývat, nicméně s rostoucím agregovaným objemem našich obchodů je to v zásadě nemožné (pomineme-li náš pravidelný reporting, ze kterého bude nakonec i explicitně intervence patrná). To se částečně projevilo přechodně již nyní **pnutím na peněžním trhu,** jak se postupně vypořádávaly naše obchody. Například korunové úrokové sazby implikované z derivátů dosáhly výrazněji záporných hodnot (krátce kolem -1 %) spolu s tím, jak vzrostl přebytek korunové likvidity.

**Zatím nedoporučujeme změnu naší (ne)komunikace, ani slovní intervence.** Vzhledem k pozitivnímu vývoji ekonomiky se prostor pro slovní intervence stejně spíše vytrácí a nějaké hrozby například posunem flooru (krom toho, že jsou nelogické) bude trh chápat jako čistě účelové. **Jediný prostor pro verbální intervence tak poskytuje jen hrozba záporných sazeb.** Přestože se na trhu o nich často mluví, částečně i v reakci na nedávný rozhovor T. Holuba pro HN, **jejich použití by momentálně bylo podle našeho názoru předčasné.** Tento kontroverzní nástroj je chápán jako zbraň poslední záchrany, takže pokud bychom ji použili již nyní, dáváme příliš brzy najevo vyšší míru nevole nakupovat další eura, což **by z pohledů agresivních hráčů na trhu signalizovalo, že bychom mohli rezignovat na obranu našeho závazku.** Je třeba si uvědomit, že aplikace záporných sazeb má při obraně flooru spíše symbolickou roli. Samotná situace na trhu povede k tomu, **že i bez vyhlášení záporných sazeb budou implikované úrokové sazby výrazně v záporných hodnotách.** Takže je v zásadě zbytečné uvalit záporné sazby na celou ekonomiku, když je trh de facto aplikuje cíleně sám na sebe. Jak je zmíněno výše, záporné sazby zavedené centrální bankou mají spíše symbolický vliv, neboť banka asi nebude ochotna je zavést v takové výši, aby to spekulanty skutečně vážně poškozovalo. Taková výše (například více než -1 %) by už měla pravděpodobně mnohem větší negativní efekt na celou ekonomiku, než na samotné spekulanty.

## 5. Dosavadní 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 byla založena na předpokladu stability tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016. Bankovní rada vyhodnotila rizika stávající prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako vyrovnaná. Proinflačním rizikem byla pozitivní data z domácí ekonomiky, naopak protiinflační riziko představovalo posílení kurzu koruny k 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. Pravděpodobnost takového vývoje se však oproti předchozímu měnovému zasedání bankovní rady snížila. Bankovní rada nicméně konstatovala, že i ve světle údajů dostupných od jejího posledního měnového zasedání platí předpoklad, že se inflace na horizontu měnové politiky zespoďu pouze přiblíží ke svému cíli.

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

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

9.7.	M. Singer (MF Dnes)	<p>Bankovní rada řekla, že bude svůj závazek držet minimálně do druhého pololetí 2016. To, že ekonomika teď roste, neznamená, že tomu tak musí být věčně.</p> <p>V tuto chvíli je dobré, aby měnová politika byla uvolněná, aby stimulovala výrobu, aby stimulovala služby, investice. Až se začne ekonomika přehřívát, začnou se její kapacity vyčerpávat – a uvidíme to především na výši mezd, začne se samozřejmě měnová politika měnit.</p> <p>Koukám se na jeden a půl roku dopředu a tam žádné přehřívání typu, že by ekonomika začala růst nad pět procent a že by mzdový růst skákal někde mezi pěti a deseti procenty, nevidím. Loni nás překvapovalo, že mzdy nerostou tak rychle, jak jsme čekali. Teď jsou v porovnání s prognózou mírně vyšší. Ale já stále říkám, že růst není natolik podstatný, abych začal mít obavu, že v ekonomice začnou vznikat vnitřně inflační tlaky. Je dobré, že růst táhnou rovnoměrně všechny složky. Nejsme už ekonomikou, kde se neinvestuje, kde lidé neutrácejí. To je dobře. Navíc roste vývoz, méně se dováží. Jdeme dobrým směrem, ale zdaleka nejsme tam, kde bychom chtěli být.</p>
9.7.	J. Rusnok (Patria Online)	<p>Jasně deklarujeme, že budeme zatím udržovat tu velmi uvolněnou měnovou politiku, kterou ovlivňujeme dvěma klíčovými faktory, tedy technicky nulovými úrokovými sazbami a udržováním kurzu české koruny tak, aby neposiloval pod 27 CZK/EUR. To platí i s tím, že vidíme méně protiinflačních rizik než před čtvrt rokem.</p> <p>Explicitně žádná taková míra (Pozn.: posilování koruny) není. Za druhé se bavíme o nějakém horizontu, možná po druhé polovině roku 2016 a bude poté záležet na makroekonomických výsledcích v té době. V minulosti tady nějaká reálná apreciacie probíhala a dlouhodobě byla plus mínus v korelaci s reálnou konvergencí české ekonomiky. Pokud bychom se teoreticky vrátili k této trajektorii, tak pokud by se reálná konvergence obnovila, tak lze předpokládat, že v nějakém dlouhodobém horizontu by k podobnému vývoji mohlo docházet i v budoucnu. Co je ta konkrétní míra vám neřeknu, ale bude záležet na korelaci k reálné konvergenci.</p> <p>Prognózy ukazují, že by to (Pozn.: návrat k normálnímu režimu řízení MP) v příštím roce mohlo nastat. A pak není důvod zabývat se tím, jak měnit měnovou politiku, pak je to o tom, jak se vrátit do normálního režimu, ve kterém se používá ten nejstandardnější nástroj, kterým jsou úrokové sazby. Já se nechci zbavit té optimistické představy, že to tak bude, že se vrátíme do normálních časů s relativně normálními sazbami, i když připouštím, že vzhledem ke strukturálním změnám světové ekonomiky se zřejmě ta standardní úroveň reálné rovnovážné úrokové sazby pomalu snižuje. Náznaky pro optimismus tu jsou s tím, že pořád vnímáme, že rizika anti inflace a jakési recesní deflační spirály stále existují.</p>
12.7.	J. Rusnok (ČT1)	<p>...budeme držet kurz poblíž hranice 27 CZK/EUR nejméně do poloviny roku 2016.</p> <p>Žádné speciální obavy (z posilování koruny) nemám. Podívejte, koruna je koneckonců jednou z takových těch satelitních měn eura. Čili my jsme navázaní na euro. Nevidím velký důvod pro to, aby to šlo proti sobě.</p> <p>Řekli jsme, že tuto možnost (intervenovat) máme otevřenu a naše odborné útvary mají od nás plnou moc zasáhnout, pokud by situace na trhu krátkodobě byla taková (vyžadující zásah). Čili to bude i bez zasedání bankovní rady, ani o tom nebudeme určitě na začátku vědět. Takže vyloučit to nemohu, stát se to může. Ale neobávám se žádného masivního tlaku v tomto směru.</p>



## 6. Reakce a očekávání finančních trhů

Červnové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno všemi analytiky. Stabilitu základních sazeb ČNB očekávalo všech šestnáct analytiků z dotazníků *IOFT* (15.6.), všech patnáct analytiků podle šetření agentury *Thomson Reuters* (23.6.) i všech devatenáct analytiků oslovených agenturou *Bloomberg* (22.6.). Analytici z průzkumu *IOFT* předpokládali ukončení režimu intervencí v období 3Q16 až 2Q17, analytici z průzkumu *Thomson Reuters* v období 3Q16 až 3Q17.

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR zůstaly stabilní, sklon výnosové křivky sazeb **PRIBOR** je rostoucí. Výhled sazeb **FRA** implikuje v ročním horizontu lehký pokles sazeb 3M PRIBOR. To odpovídá očekávané stabilitě měnověpolitických úrokových sazeb přinejmenším do stejné doby při nevýrazném poklesu prémie na peněžním trhu. Na celém horizontu se tak očekávané tržní sazby pohybují lehce pod trajektorií sazeb předpokládané v nové prognóze ČNB, která je založena na stabilitě prémie na peněžním trhu.

Sazby **IRS** se od posledního zasedání BR snížily po celé délce křivky. Výnosová křivka sazeb IRS zůstává 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 srpnovém zasedání BR ČNB i v ročním horizontu všech čtrnáct analytiků očekává stabilitu základních sazeb ČNB. Ze šetření agentury *Thomson Reuters* vyplývá, že na srpnovém zasedání BR ČNB i v ročním horizontu všech šestnáct analytiků předpokládá stabilitu základních úrokových sazeb ČNB. Očekávání v delším horizontu ukazuje Tabulka 2.

**Tabulka 2: Očekávání analytiků ohledně směru, rozsahu a časování další změny 2T repo sazby a okamžiku ukončení režimu devizových intervencí dle IOFT (15.7.) a Thomson Reuters (31.7.)**

2015		2016				2017			
2H15		1H16		2H16		1H17		2H17	
						↑↑↑↑↑↑↑↑		↑↑	
		○		○○○○○○○					
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 0,20 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 třináct analytiků oslovených agenturou *Bloomberg* (3.8.) očekávalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na srpnovém měnověpolitickém zasedání BR ČNB.

Analytici v rámci šetření *IOFT* a *FECF* očekávají, že kurz v horizontu 1R zůstane přibližně stabilní na úrovních lehce nad hladinou 27 CZK/EUR nebo jen mírně slabší oproti současným hodnotám. Prognóza ČNB předpokládá pro 3Q16 kurz na úrovni 27,1 CZK/EUR. Analytici z průzkumu *IOFT* předpokládají ukončení režimu intervencí v období 3Q16 až 1Q17, blíže viz Tabulka 2. Podle průzkumu agentury *Thomson Reuters* někteří analytici posunuli okamžik předpokládaného ukončení intervenčního režimu směrem k dřívějšímu termínu, aktuálně jej

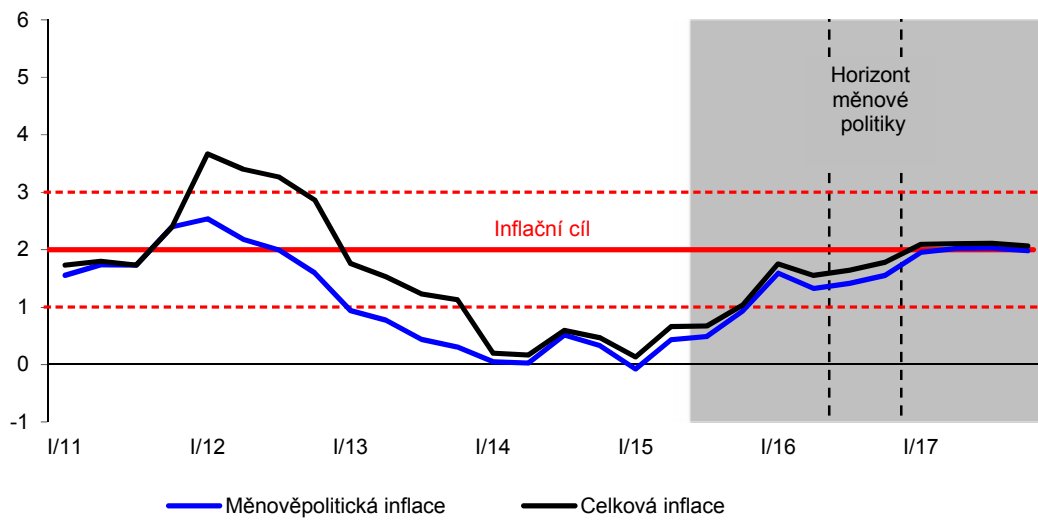
očekávají v období 1H16 až 1Q17. Podle devíti respondentů bude ČNB čelit značnému tlaku na korunu od současnosti do plánovaného ukončení intervenčního režimu. Čtyři analytici předpokládají, že ČNB bude muset zavést další opatření, například záporné sazby či posunutí cílové úrovně koruny. Pouze dva analytici očekávají, že exit z devizových intervencí bude doprovázen bezprostředním zvyšováním úrokových sazeb.

## 7. Měnověpolitické doporučení sekce měnové

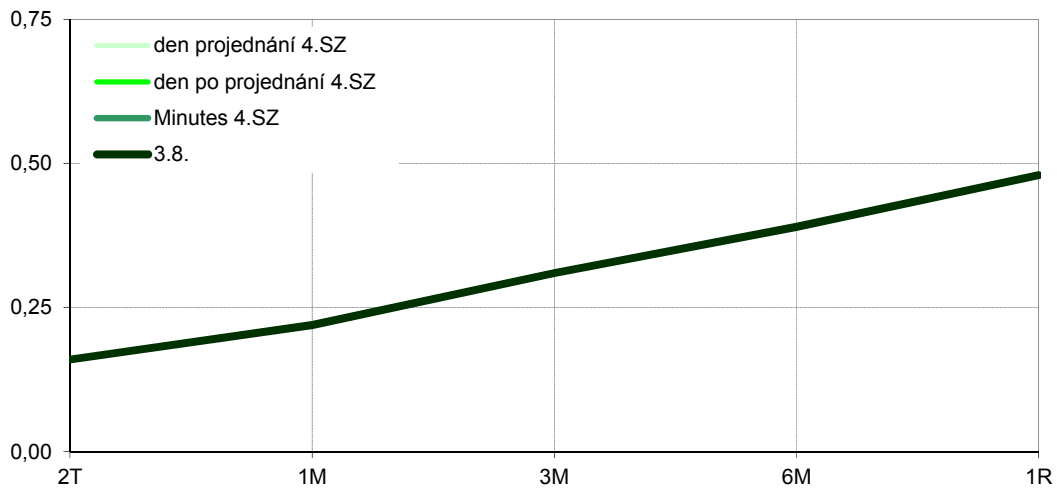
**Sekce měnová doporučuje** na srpnovém měnovém zasedání bankovní rady:

- **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 poblíž hladiny 27 CZK/EUR; opět připomenout, že **ČNB je nadále připravena automaticky, tedy bez nutnosti dalšího rozhodnutí bankovní rady, provádět časově i objemově neomezené intervence** na udržení svého kurzového závazku;
- **konstatovat, že inflace se stále nachází výrazně pod 2% cílem** a že se i přes očekávané zvýšení **bude i na horizontu měnové politiky nadále pohybovat pod cílem ČNB**;
- konstatovat, že **potřeba udržovat výrazně uvolněné měnové podmínky tak i nadále přetrvává**;
- uvést v této souvislosti, že **posílení kurzu v poslední době je z tohoto pohledu nevíтанým protiinflačním faktorem**, který negativně ovlivňuje výhled inflace i v delším období;
- komunikovat, že k **udržitelnému plnění 2% cíle, které je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky, dojde dle prognózy až počátkem roku 2017**;
- zdůraznit, že **ČNB v žádném případě neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém pololetí roku 2016**;
- objasnit, že se tedy **kurz bude na hladině 27 CZK/EUR či slabší pohybovat přinejmenším do poloviny roku 2016**;
- **komunikovat, 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.

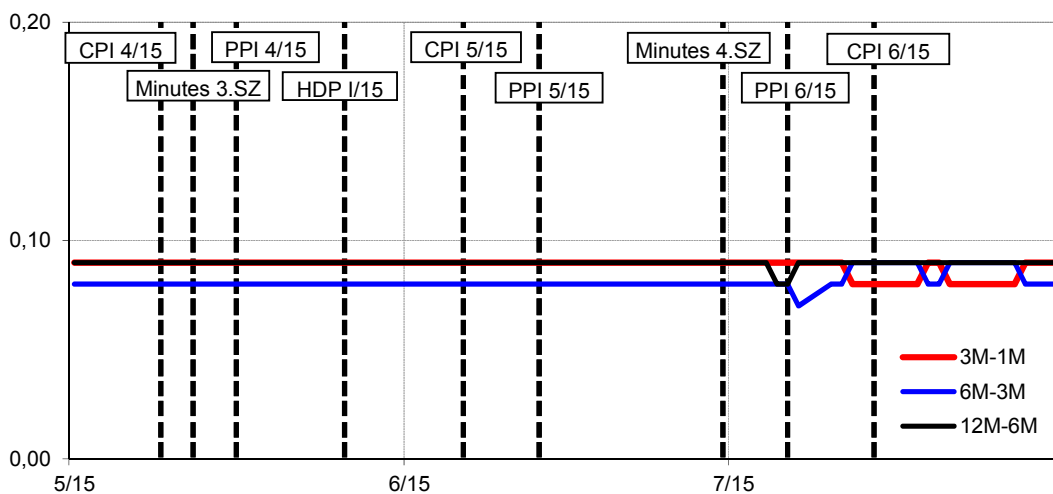
Graf 4: Prognóza inflace z 5.SZ 2015 a cíl ČNB



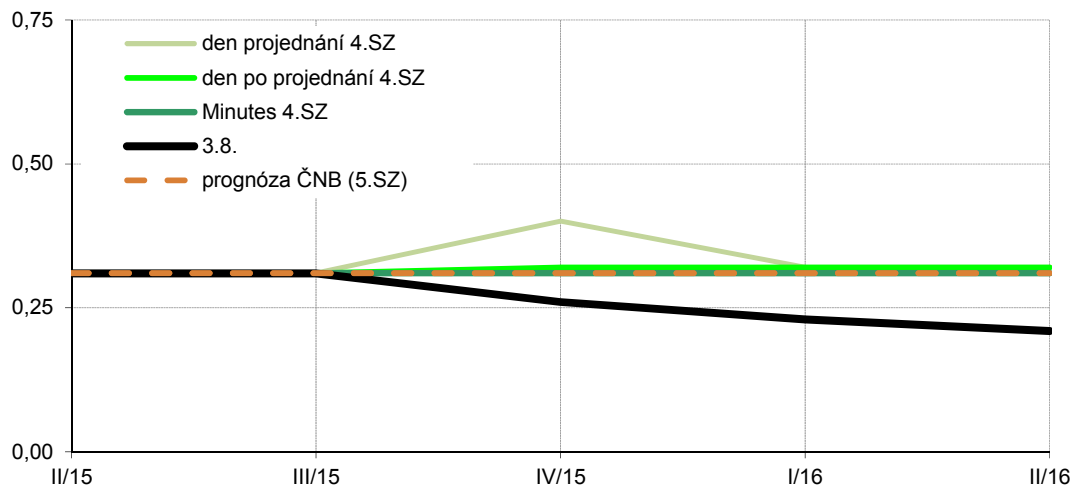
Graf 5: Výnosové křivky PRIBOR



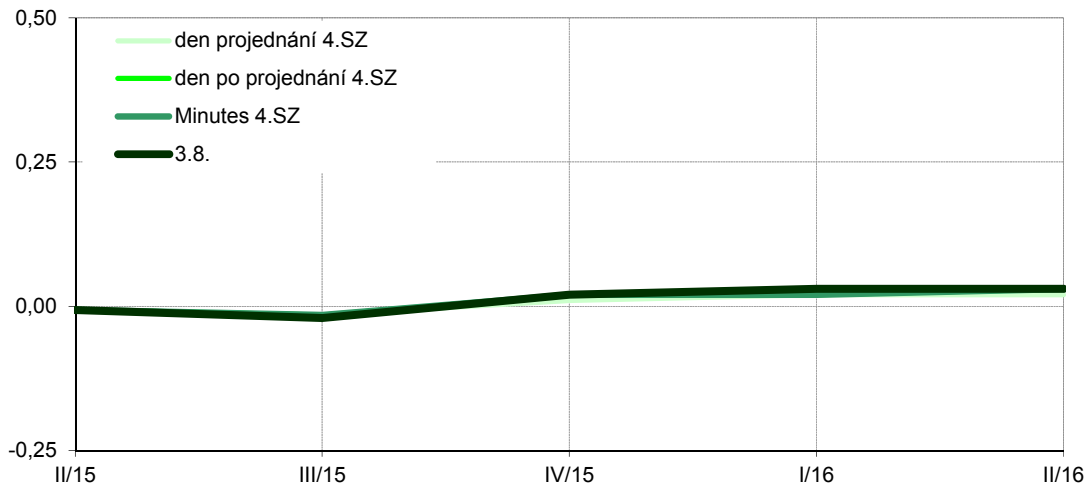
Graf 6: Úroková rozpětí – PRIBOR



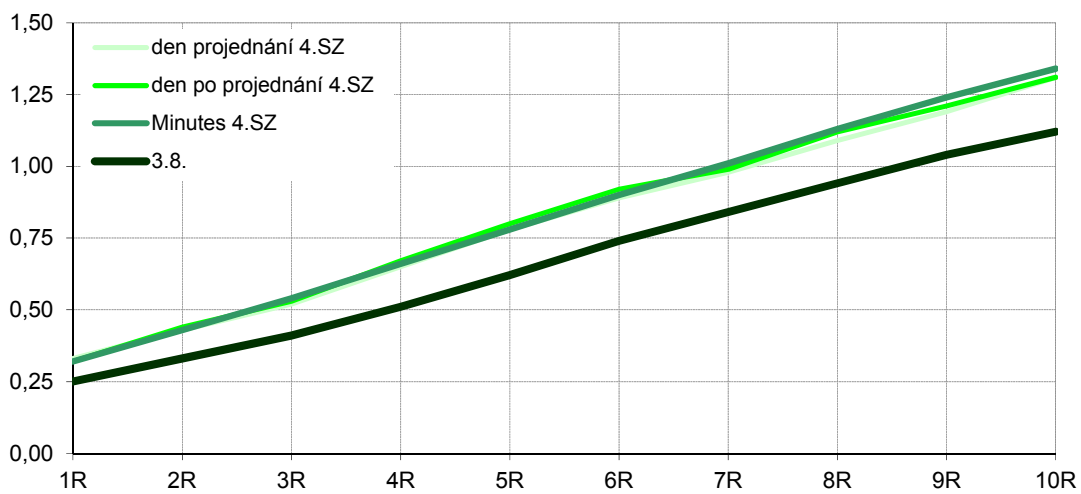
Graf 7: 3M PRIBOR, FRA



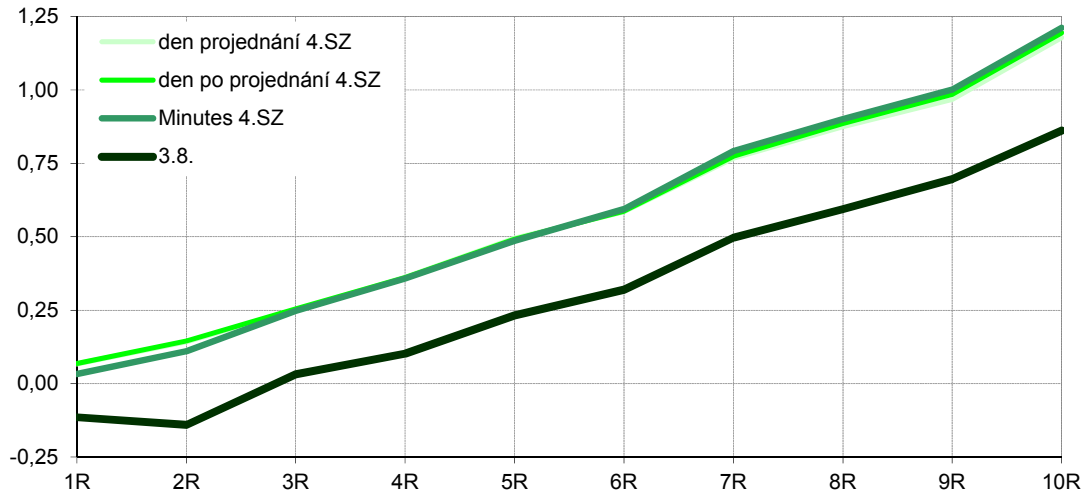
Graf 8: 3M EURIBOR, FRA



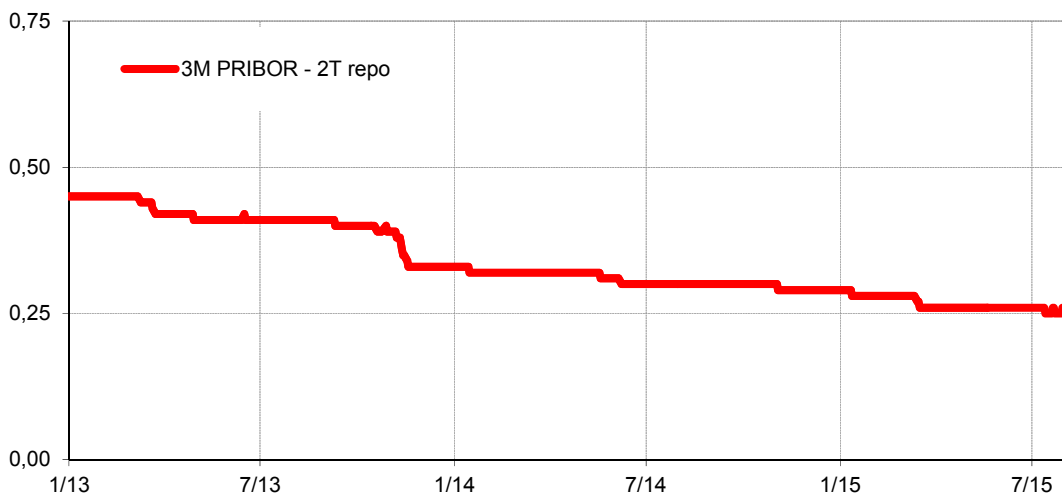
Graf 9: IRS CZK



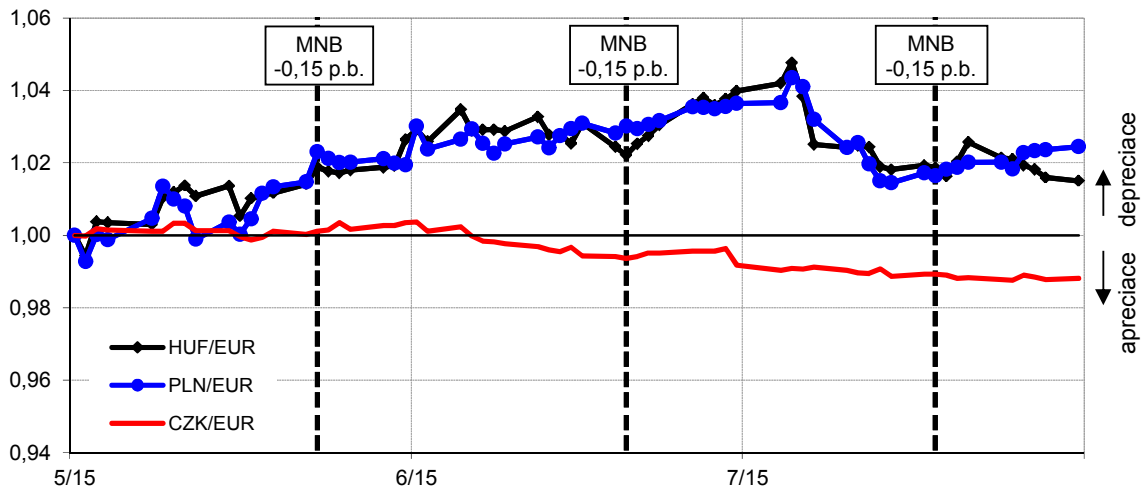
Graf 10: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



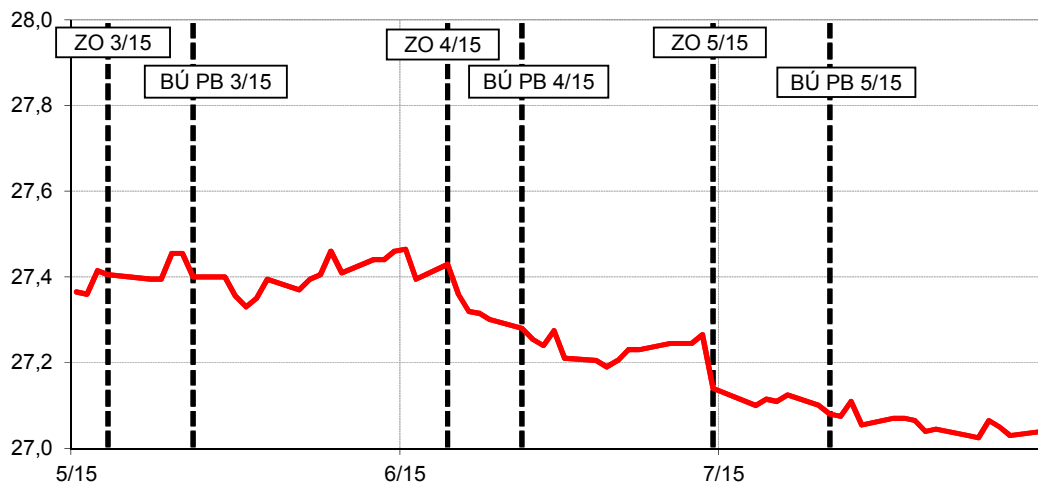
Graf 11: Úrokové rozpětí v ČR



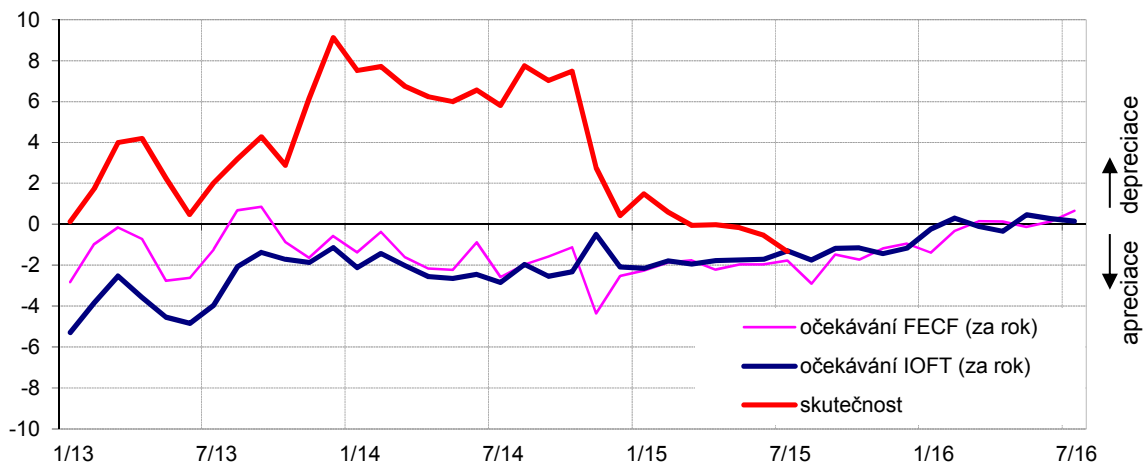
Graf 12: Kurzy středoevropských měn (1.5. = 1,0)



Graf 13: Kurz CZK/EUR

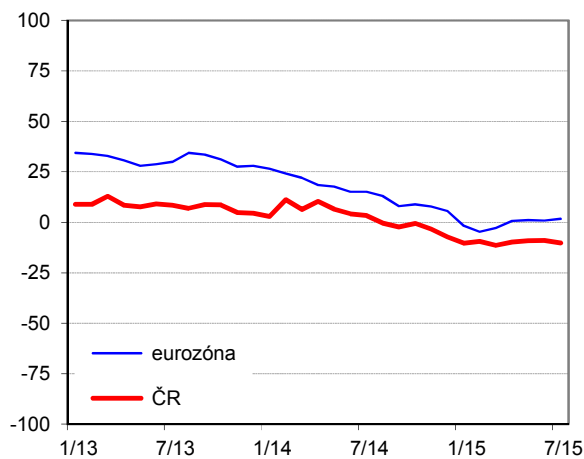


Graf 14: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

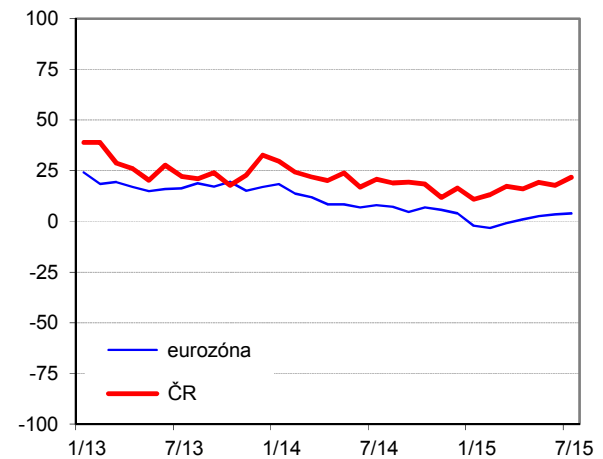


Graf 15: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

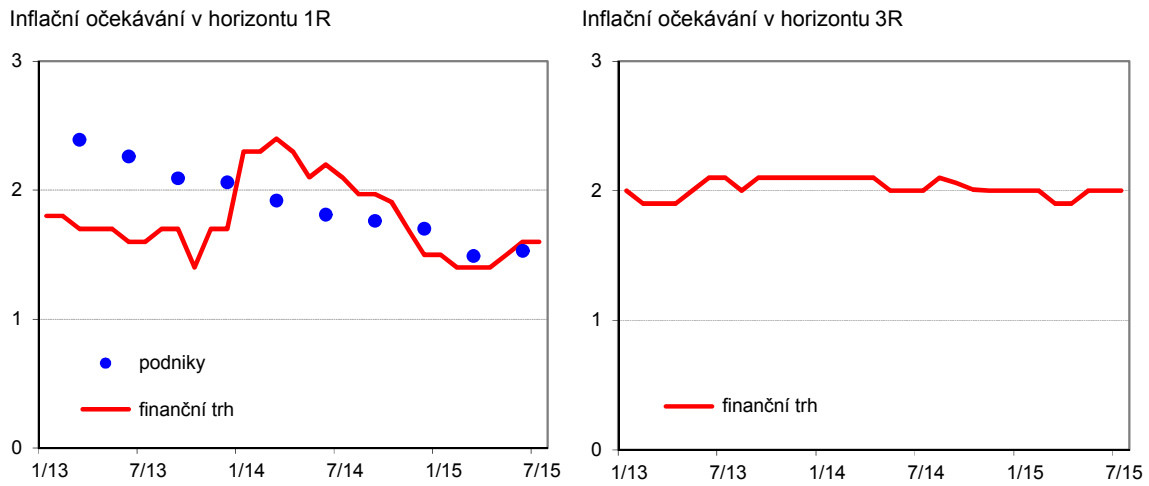
Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců



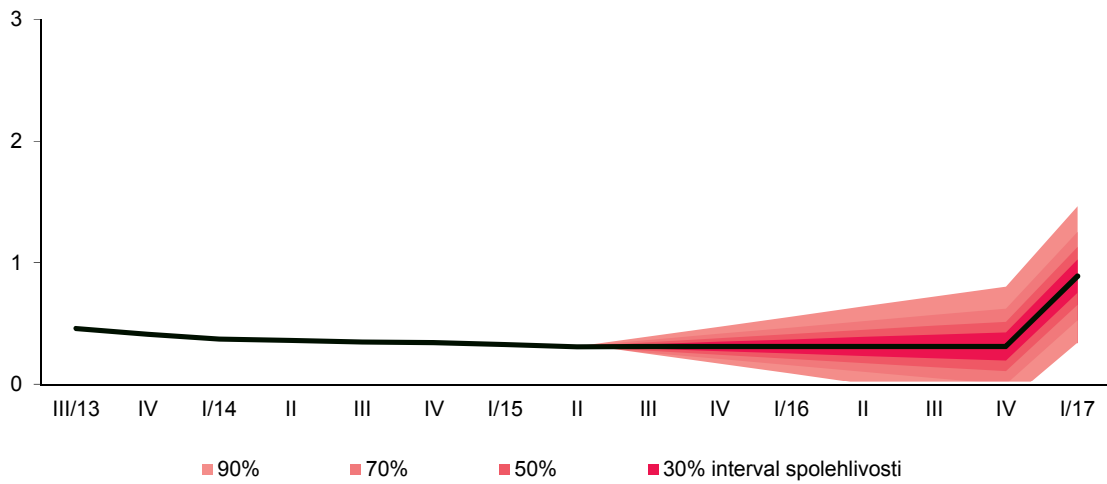
Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících



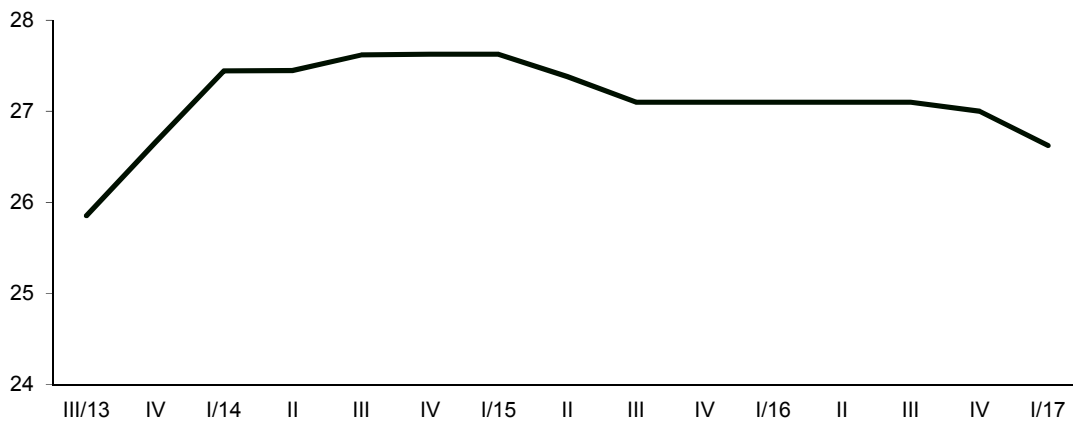
**Graf 16: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %**



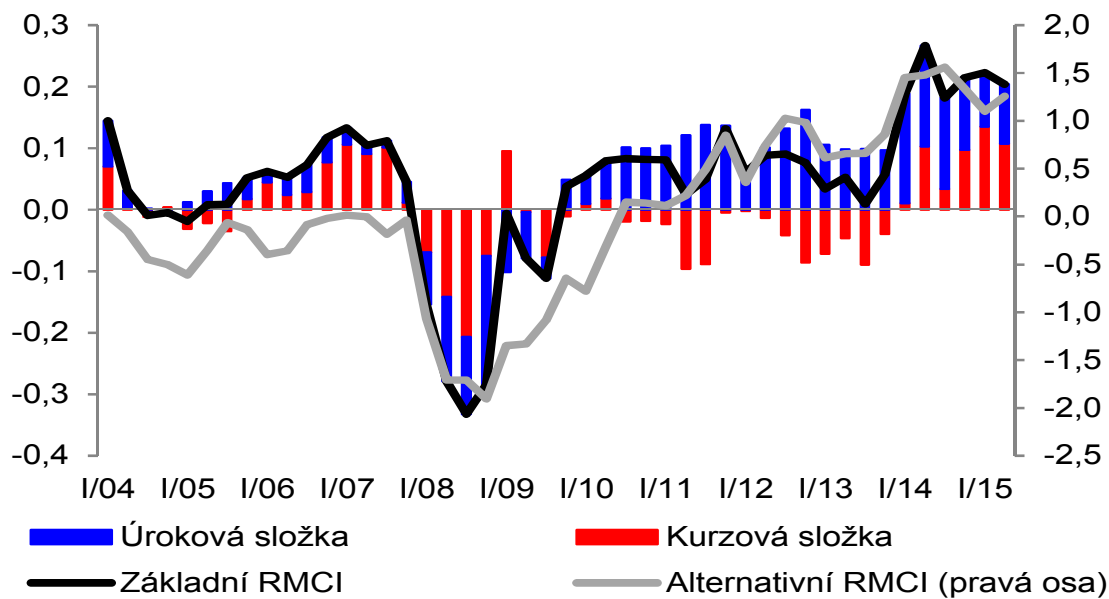
**Graf 17: Vějířový graf úrokových sazeb v %**



**Graf 18: Prognóza měnového kurzu CZK/EUR**



Graf 19: Index reálných měnových podmínek



Poznámka: u základního indexu kladné hodnoty odpovídají uvolněným měnovým podmínkám, u alternativního indexu růst hodnoty odpovídá uvolňování měnových podmínek, a naopak