

# Měnověpolitické doporučení pro 6. SZ 2015

Sekce měnová

## 1. Prognóza z 5. SZ 2015 a její naplňování dle 6. SZ

Východiskem pro zářijové měnověpolitické zasedání zůstává **makroekonomická prognóza z 5. SZ 2015**. Následující odstavce ve stručnosti rekapituluji počáteční podmínky, předpoklady a hlavní kontury této prognózy.

Česká ekonomika v prvním pololetí letošního roku dále zrychlila svůj růst. Robustní a z pohledu složek poptávky vyvážený růst ekonomiky se projevuje pokračujícím výrazným zlepšováním situace na trhu práce. Celková i měnověpolitická inflace v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí 2015 zpomalovaly svůj meziroční růst, a nacházejí se tak nadále výrazně pod cílem ČNB, resp. pod dolní hranou jeho tolerančního pásma.

Růst ekonomické aktivity v efektivní eurozóně by měl v roce 2015 podle předpokladu stávající 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 hospodářského růstu eurozóny by se však výrobní i spotřebitelské ceny měly začít postupně zvyšovat. K tomu přispěje i stávající prognózou předpokládané odeznění vlivu propadu cen ropy z přelomu loňského a letošního roku. 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 předpokládá stávající prognóza její jen pozvolný nárůst.

Robustní růst české ekonomiky bude dle stávající prognózy pokračovat. 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 stávající prognózy celková i měnověpolitická inflace koncem letošního a začátkem příštího roku vzrostou. Přesto se však budou i ve druhé polovině příštího roku 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 stávající prognózu předpokládaný vývoj světových cen ropy.

Stávající prognóza předpokládá stabilitu měnověpolitických úrokových sazeb na technicky nulové hladině a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016. Po předpokládaném 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 předpokládaném opuštění závazku začátkem roku 2017 pozvolna posilovat (až na 26,1 CZK/EUR ke konci roku 2017).

Sekce měnová hodnotí v 6. SZ 2015 **bilanci rizik stávající prognózy pro nejbližších několik čtvrtletí jako protiinflační a na horizontu měnové politiky jako zhruba vyrovnanou.**

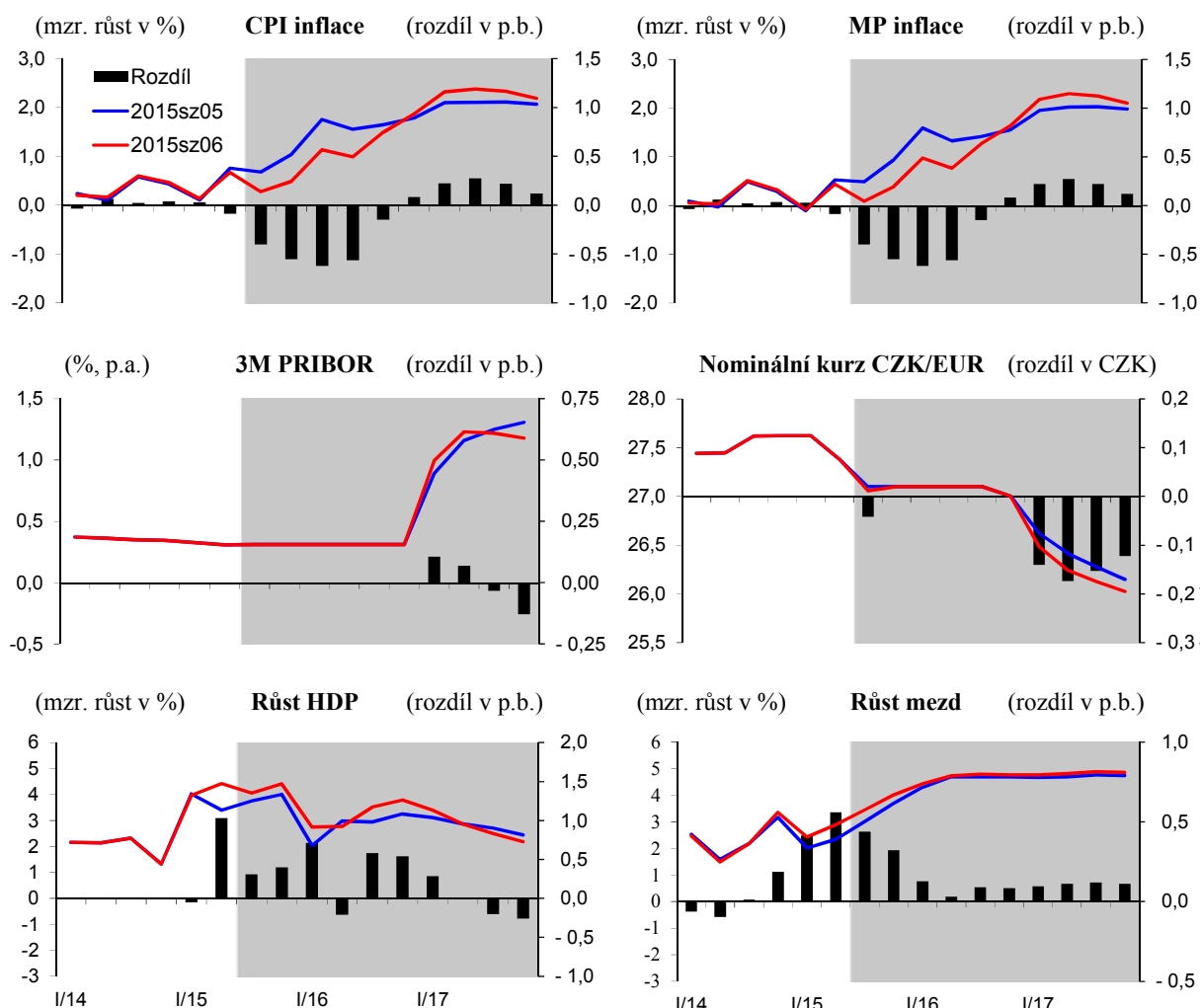
V dalších částech měnověpolitického doporučení je popsán aktualizovaný scénář prognózy, resp. jsou zmíněna další rizika a nejistoty plynoucí z dosavadního vývoje, jak je identifikovala 6. SZ. Poté jsou prezentovány scénáře týkající se hodnocení potřeby případného dalšího uvolnění měnové politiky a další měnověpolitické úvahy. 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 scénář prognózy a jeho další rizika a nejistoty dle 6. SZ

Níže uvedená simulace (viz Graf 1 na následující straně) zachovává předpoklad z 5. SZ o stabilitě tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni při současném používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016; po opuštění kurzového závazku je s prognózou v roce 2017 konzistentní nárůst úrokových sazeb. **Celková i měnověpolitická inflace se vlivem zřetelně nižší pozorované inflace a nižšího výhledu regulovaných cen v aktualizovaném scénáři prognózy posouvají na svém kratším konci směrem dolů, a to v rozsahu 0,4 až 0,6 procentního bodu.** Tento posun je přitom zmírňován o něco silnějšími proinflačními tlaky z domácí ekonomiky pramenícími zejména z vyššího než očekávaného růstu mezd. **Na horizontu měnové politiky (přelom let 2016 a 2017) a zejména za ním jsou celková i měnověpolitická inflace naopak oproti prognóze lehce vyšší,** což je dáno jak vyšším výhledem regulovaných cen pro uvedené období, tak i rychlejším růstem tržních cen v důsledku výraznějších inflačních tlaků z domácí ekonomiky. Inflaci v tomto období bude naopak částečně tlumit o něco výraznější nominální apreciacie měnového kurzu po předpokládaném opuštění závazku ČNB začátkem roku 2017 daná zejména výhledem nižších úrokových sazeb v eurozóně, který odráží očekávání dlouhodoběji uvolněné měnové politiky ECB. **Celková a měnověpolitická inflace tak na přelomu let 2016 a 2017 dosáhnou inflačního cíle a poté se budou pohybovat mírně nad ním.**

Nad rámec nových informací zachycených v simulaci existují další **rizika jdoucí protiinflačním směrem.** Jde zejména o průsak nedávného poklesu cen energetických a potravinářských komodit do spotřebitelských cen a riziko dalšího snížení cen uvedených komodit. To částečně souvisí i s nejistotou týkající se zvolnění ekonomického růstu v Číně, které by kromě vlivu na nižší světové ceny komodit mohlo nepříznivě ovlivnit ekonomickou aktivitu u našich hlavních obchodních partnerů.

Graf 1: Srovnání aktualizovaného scénáře prognózy (6. SZ) s prognózou z 5. SZ 2015



V souhrnu lze konstatovat, že jsou pozorovány **významné odchylky od prognózy** a další rizika mířící jak v protiinflačním, tak proinflačním směru. Protiinflační informace přitom mají převážně nákladový charakter (potraviny, ceny energií) a dominují na kratším konci prognózy, zatímco proinflační vliv robustnějšího růstu domácí ekonomiky a mezd se bude projevovat pozvolněji. Ve výsledku je tak **bilance rizik prognózy z 5. SZ pro nejbližších několik čtvrtletí protiinflační a na horizontu měnové politiky pak zhruba vyrovnaná**.

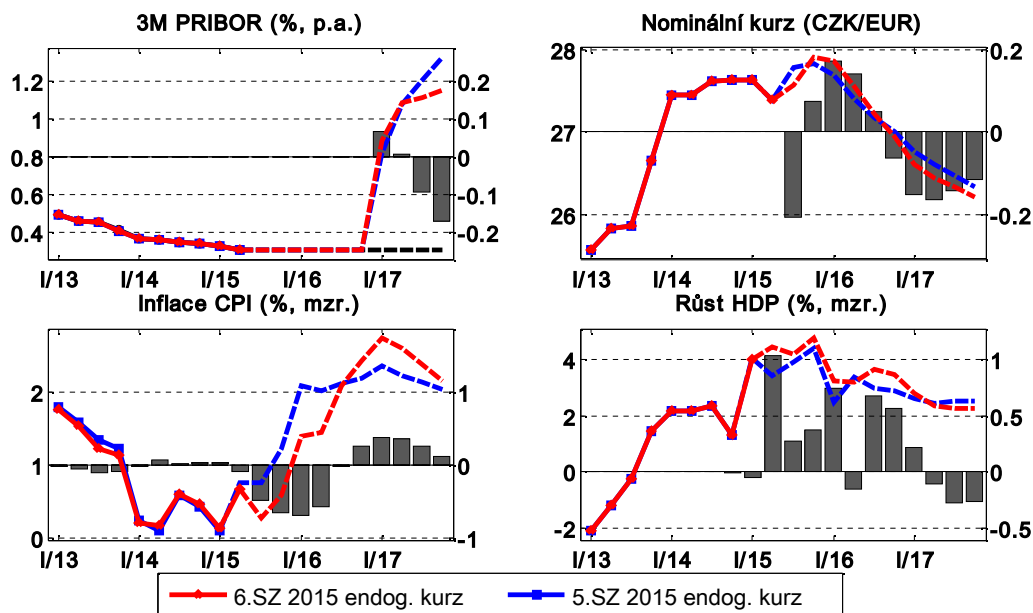
### 3. Hodnocení potřeby dalšího uvolnění měnové politiky

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 oslabování kurzu v závěru letošního roku na hladině

27,9 CZK/EUR.<sup>1</sup> Následně kurz mírně posiluje k hladině 26,2 CZK/EUR na konci roku 2017.<sup>2</sup> Aktualizovaná simulace tak naznačuje potřebu uvolnění měnových podmínek prostřednictvím oslabení kurzu zhruba ve stejném rozsahu, jako tomu bylo v 5. SZ. Inflace se v tomto scénáři pohybuje nejprve několik čtvrtletí pod verzí této simulace z 5. SZ, na horizontu měnové politiky (přelom let 2016 a 2017) naopak nad ní.

Graf 2: Scénář s endogenním kurzem



Aktualizovaná **simulace s volnými sazbami** (viz Graf 3) 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 přibližně šesti snížení repo sazby o standardních 0,25 procentního bodu.<sup>3</sup> To je zhruba o jeden „cut“ více, než tomu bylo v simulaci pro 5. SZ.<sup>4</sup> Důvodem je zejména nižší výhled úrokových sazeb v eurozóně. Ten současně na celém horizontu prognózy implikuje lehce silnější trajektorii kurzu, takže potřeba uvolnění celkových měnových podmínek je v simulaci s volnými sazbami zhruba stejná jako v 5. SZ. Tato simulace vede k dosažení 2% cíle ve druhé polovině roku 2017, přičemž inflace se zpočátku pohybuje výrazněji pod cílem než v simulaci pro 5. SZ, od konce příštího roku jsou trajektorie téměř shodné.

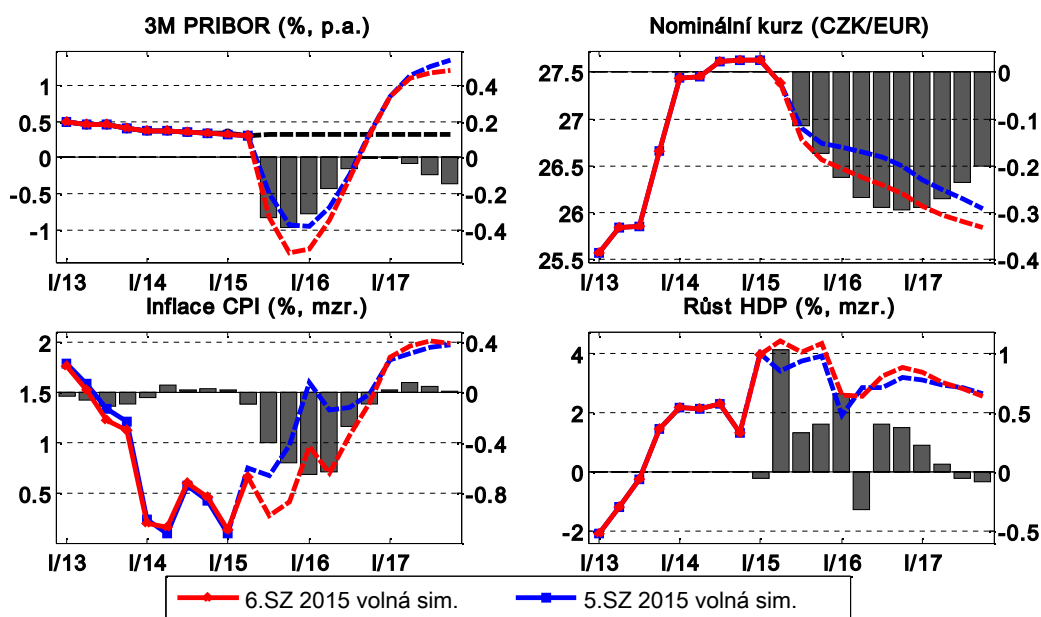
<sup>1</sup> Simulace implikuje začátek dalšího oslabování endogenního kurzu již ve stávajícím čtvrtletí, tedy ve 3Q2015. V realitě však kurz v tomto čtvrtletí naopak posílil k hladině kurzového závazku.

<sup>2</sup> Pokud v modifikaci této simulace vyjdeme z posíleného kurzu v průběhu třetího čtvrtletí k hladině 27,1 EUR/CZK, má kurz v nejbližších čtvrtletích tendenci oslabit jen nevýznamně, přičemž pak začne postupně posilovat až na 26 CZK/EUR na konci roku 2017.

<sup>3</sup> Konkrétně scénář implikuje hodnotu 3M PRIBORU ve výši -1,4 % ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku.

<sup>4</sup> Pokud i v aktualizaci simulace s volnými sazbami vyjdeme z pozorované dosavadní průměrné úrovně sazeb i kurzu (27,1 CZK/EUR) ve třetím letošním čtvrtletí, pak potřeba dalšího uvolnění měnových podmínek dosahuje hypotetických cca pěti snížení repo sazby s kulminací na přelomu letošního a příštího roku. To je zcela ve shodě s verzí této simulace v 5. SZ.

Graf 3: Scénář s volnými sazbami



#### 4. Další měnověpolitické úvahy

Výše uvedené modelové simulace ukazují, že informace získané od sestavení stávající prognózy implikují **zhruba stejnou potřebu dalšího uvolnění měnové politiky**, jako tomu bylo v 5. SZ. Tato potřeba není dle sekce měnové natolik výrazná, aby v režimu používání kurzu jako nástroje měnové politiky vedla k návrhu na změnu parametrů kurzového závazku. Na druhou stranu čas na zpřísnění měnových podmínek pochopitelně také ještě ani zdaleka nenazrál. Předčasnost úvah o exitu je aktuálně ještě zjevnější než při projednání 5. SZ, a to nejen s ohledem na protiinflační bilanci rizik prognózy na nejbližších několik čtvrtletí, ale i při výhledu dlouhodoběji uvolněné měnové politiky ve světě. Zahájit exit v situaci, kdy průsak oslabeného kurzu do mzdového vývoje je nadále nedokončený a ECB bude ještě více než rok – ale zřejmě i déle – provádět kvantitativní uvolňování, by vedly k tlaku na skokové posílení koruny. Česká ekonomika by tak měla tendenci opět sklouznout do vývoje dlouhodobě nekonzistentního s plněním 2% cíle, a to tím spíše, že aktuálně se inflace opět přiblížila nulové hranici. Z hodnocení současné situace proto vyplývá potřeba **držet minimálně stávající parametry (hladinu, délku) kurzového závazku**.

Při vysvětlování postoje ČNB je důležité i nadále **obracet pozornost adresátů komunikace k našemu primárnímu cíli, kterým je plnění inflačního cíle v rámci mandátu péče o cenovou stabilitu**. Přitom je třeba upozorňovat, že inflace se v posledních měsících snižovala a její rizika pro nejbližších několik čtvrtletí se koncentrují na protiinflační straně. Inflace se tak bude i nadále pohybovat výrazně pod 2% cílem ČNB a bude se pod ním – i přes její očekávané zvýšení – nacházet i po většinu příštího roku. **Nadále platí, že počínaje začátkem roku 2017 by se inflace měla stabilizovat na cíli, což by mělo umožnit opustit kurzový závazek** a následně zpřísnovat měnové podmínky zvyšováním úrokových sazeb.

Ekonomický růst, jehož podpora je – není-li to v rozporu s primárním cílem – druhou součástí mandátu ČNB, zrychluje. Růst ekonomiky je však v letošním roce ovlivněn **několika specifickými pozitivními faktory** (dočerpáváním EU fondů z minulého programového období, pozitivním nabídkovým šokem z propadu cen ropy), které bezpochyby v dalších letech odezní a ekonomický růst zvolní. **Významné přehřívání ekonomiky**, které by volalo

po okamžitém zpřísnění měnové politiky, tudíž **minimálně do poloviny příštího roku nehrozí**, a totéž se týká i vzniku případných bublin na finančním trhu.

I když v posledních měsících a týdnech pozorujeme nárůst devizových rezerv nakoupených na obranu kurzového závazku, není v žádném případě z hlediska měnověpolitického důvod kurzový závazek opustit či nějak modifikovat. Je třeba proto i **nadále komunikovat připravenost (a současně potenciál) intervenovat proti posilování vlastní měny neomezeně**, tedy bez jakýchkoliv časových nebo objemových limitů, automaticky – bez nutnosti dalšího rozhodnutí bankovní rady.

**Momentálně nedoporučujeme zavedení záporných měnověpolitických sazeb ani jejich aktivní komunikaci v Prohlášení BR.** Ve stávající situaci již záporné úrokové sazby v některých segmentech finančního trhu existují, a zdražují tak spekulace na prolomení našeho kurzového závazku. Vzhledem k nedokonalostem finančního trhu (kreditní limity apod.) navíc nefunguje volná arbitráž, která by tyto tržní sazby rychle navracela k měnověpolitickým sazbách ČNB. Signalizační efekt snížení sazeb ČNB do záporu si tak lze ponechat „v zásobě“ na dobu, kdy bude více potřeba (navíc aktuálně by mohl tento signalizační efekt být i kontraproduktivní, pokud by byl vnímán jako známka naší malé tolerance vůči dalšímu zvyšování objemu bilance centrální banky). V případě **dotazu ohledně záporných úrokových sazeb na tiskové konferenci** lze nicméně zopakovat naši dosavadní komunikaci, že jsme je nikdy nevyloučili, a zároveň dodat, že ve vztahu k bankám jsme si již vytvořili pro případ potřeby technické předpoklady k zavedení záporných sazeb. Pokud o tématu záporných sazeb bude debata na jednání BR, lze podle názoru sekce měnové dát v podobném duchu transparentní zmínku i do veřejného záznamu.

## 5. Vyjádření sekce bankovních obchodů

**Koruna ve sledovaném období setrvala díky našim intervencím poblíž úrovně 27 CZK za euro.** Výjimkou byl tzv. čínský týden v poslední dekádě srpna, kdy vlivem přechodně vysoké averze k riziku výrazněji oslabily všechny emerging markets a koruna krátce atakovala hranici 27,15 CZK/EUR. K této hranici se znovu krátce přiblížila na počátku druhé dekády září, když výraznější distorze derivátového trhu odstartovala přivírání části dlouhých CZK pozic. **Dokud nebude výrazněji prolomena (technická či spíše psychologická) hranice 27,15 CZK/EUR, bude se kurz i nadále držet spíše poblíž kurzového závazku v daném pásmu.**

Zatímco v červenci a na počátku srpna pramenil zájem o nákup CZK spíše z reálné ekonomiky a od „real money“ klientů, kteří například zajišťovali své cizoměnové expozice proti kurzovému riziku, v dalším období se přidal také spekulativní kapitál, a proto objem intervencí postupně výrazněji narůstal. **Spekulanti sázejí na to, že vzhledem k dobrému stavu ekonomiky již existence kurzového závazku není nutná, a proto nemá smysl jej nadále držet.** Tento názor byl posílen výroky prezidenta Zemana a dalších ústavních činitelů, které jen připomněly politickou opozici proti flooru. **Existenci kurzového závazku vidí spekulanti již jen v řádu týdnů a očekávají, že po „násilném“ opuštění flooru dojde k posílení koruny zhruba o 20-30 % (18,9-21,6 EUR/CZK).** V tomto kontextu se často naše situace dává do spojitosti se Švýcarskem, což se potvrdilo i po názaku možného zvýšení objemu QE na tiskové konferenci ECB na počátku září (kvůli tehdy očekávanému zahájení QE ze strany ECB de facto Švýcarsko svůj floor začátkem letošního roku zrušilo). Ve stejném směru působil fakt, že Kazachstán neudržel v druhé polovině srpna navázání domácí měny na USD, což vedlo k okamžitému oslabení kazašského tenge o cca 30 % a v těchto dnech je již o

téměř 50 % slabší. **Spekulantům se tak potvrzuje jimi očekávaný vzorec, že pád uměle udržovaného kurzového režimu (v případě koruny navíc pouze dočasného) znamená skokovou změnu kurzu o cca 30 % (i švýcarský frank okamžitě po zrušení flooru posílil o více než 30 %).**

**Tuto vlnu spekulací aktuálně zastavila výrazná distorze derivátového trhu.** Implikované korunové úrokové sazby dosáhly na přelomu prvního a druhého zářijového týdne úrovní i kolem minus 4 %. Vzhledem k tomu, že výše zmíněné spekulace se provádí prostřednictvím tzv. outright forwardů, případně se rolují prostřednictvím swapů, **prudký nárůst jejich ceny značně prodražuje zřízení nebo případně udržování dlouhé korunové pozice. V tomto kontextu se naplnily naše úvahy z měnověpolitického doporučení k 5. situační zprávě a i nadále doporučujeme neměnit dosavadní způsob obrany flooru i komunikace.** Verbální intervence trhu těžko odradí od spekulace, naopak náš stoický klid trhu postupně znejistí a sázky na předčasné opuštění flooru by měly ustávat. **V posledních dnech se již objevila první doporučení na sázky na oslabení CZK** a podle zpráv z trhu se již nakupovaly opce na nákup EUR se strike price na výrazněji slabších hodnotách kurzu.

**Zatím doporučujeme komunikačně nevyužívat zárodky možných protiinflačních rizik** stávající prognózy pramenící z vývoje v globální ekonomice. Naše komunikace by byla brána jako účelová, takže hrozba posunem flooru by nepadla nyní na úrodnou půdu. **Jsme toho názoru, že větší šanci na úspěch by tato komunikace protiinflačních rizik mohla mít až v době, kdy se začne naplňovat aktuální dovish rétorika ECB.** Pokud bude ECB nucena dále uvolnit měnovou politiku, zejména kvůli rizikům zpomalení globální ekonomiky, bude působit více uvěřitelně, že i ČNB reálně uvažuje o tomto kroku. To by v našem případě, jak předpokládáme, znamenalo posun flooru na slabší úroveň kurzu, spíše než aplikaci záporných sazeb. **Je třeba si uvědomit, že případné další uvolnění měnové politiky ECB bude minimálně krátkodobě zřejmě vyvíjet tlak na floor,** takže alespoň využijeme naplno potenciál naší komunikace v době, kdy to bude mít větší smysl i z pohledu trhů a může nám pomoci zabránit naší větší budoucí intervenční aktivitě.

## 6. Dosavadní komunikace ČNB

Na *tiskové konferenci* po **srpnovém měnověpolitickém zasedání** guvernér ČNB M. Singer představil *Prohlášení bankovní rady*. Nová 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. V roce 2017 je s prognózou konzistentní nárůst úrokových sazeb při mírném posilování kurzu koruny. Počátkem roku 2017 dojde k dosažení 2% inflačního cíle, jehož udržitelné plnění je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky. Tento návrat by přitom neměl vést k posílení kurzu na úroveň před zahájením intervencí ČNB, protože v mezidobí dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin.

Bankovní rada vyhodnotila *rizika nové prognózy* na horizontu měnové politiky jako zhruba vyrovnaná; mírné protiinflační riziko může plynout z poklesu cen ropy. Bankovní rada v této situaci zdůraznila, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém pololetí roku 2016. Kurz koruny se tedy bude pohybovat na hladině 27 CZK/EUR nebo slabší přinejmenším do poloviny roku 2016. Potřeba udržovat výrazně uvolněné měnové podmínky i nadále přetrvává. Posílení kurzu v poslední době je tak z tohoto pohledu nepříznivým faktorem zpříšňujícím měnové podmínky a tedy oddalujícím dosažení inflačního cíle.

Během srpna a září se několik členů BR vyjádřilo k měnové politice ČNB, resp. k jejímu budoucímu nastavení (viz Tabulka 1). Jejich vyjádření potvrzovala komunikační vyznění srpnového měnověpolitického zasedání včetně závazku neukončit používání kurzu dříve než ve druhém pololetí 2016 s tím, že nelze vyloučit i pozdější opuštění kurzového závazku.

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

17.8.	J. Rusnok (FIMMDA – PDAI 16th Annual Conference 2015. Prague)	Consistent with the forecast is an increase in interest rates in 2017. The forecast assumes the exchange rate to be used as a monetary policy instrument until the end of 2016. The Board has emphasised that the CNB would not discontinue the use of the exchange rate as a monetary policy instrument before 2016 H2.
18.8.	M. Singer (Czech Free Press)	To je určitě možný scénář (odpověď na otázku, zda ČNB uvažuje v případě potřeby o prodloužení intervencí ČNB do kurzu koruny i za horizont roku 2016; pozn. SM).
24.8.	M. Singer (čnBlog)	Není ale ani žádný důvod ji (myšleno poptávku; pozn. SM) a s ní související pracovní místa a příjmy předávat do zahraničí občas nám „doporučovaným“ ukončením využívání kurzu pro změkčení měnové politiky.
2.9.	V. Tomšík (čnBlog)	Zcela mylné jsou i úvahy o tom, že čím později centrální banka svůj kurzový závazek v prostředí rostoucí ekonomiky opustí, tím bude automaticky větší následné skokové posílení kurzu koruny. Prognóza proto předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky až do konce roku 2016...Navíc s ohledem na nedávné snížení očekávaného růstu Číny a jiných rozvíjejících se zemí a s tím spojený pokles cen ropy i dalších komodit jsou rizika této prognózy vychýlena spíše v protiinflačním směru. To znamená, že nutnost udržovat uvolněnou měnovou politiku může přetrvávat i déle, než naznačuje prognóza. Kurz koruny se bude v souladu s ujištěním bankovní rady ČNB pohybovat na hladině 27 korun za euro nebo slabší přinejmenším do poloviny roku 2016. Znovu veřejně opakují, že tento závazek je na rozdíl od tržního zajištění pro podniky zdarma.
4.9.	M. Singer (Lidové noviny)	Dokud se nezvedají ceny, svědčí to o tom, že ekonomika není nijak přepálená. A není tu tedy důvod ke změně měnové politiky. Nedovedu si představit, co by mohlo vést k tomu, že bychom mohli exit posunout na dřívější datum...Je tu vcelku slušná míra jistoty, že se vývoj cen nezmění natolik, aby to vedlo k debatě, jestli naše měnová politika není příliš uvolněná. Uvidíme, jak se bude vyvíjet svět (odpověď na otázku, zda přichází v úvahu další protažení kurzového závazku, třeba až do roku 2017; pozn. SM). V okamžiku, kdy se jiné země odpoutají od fakticky nulových úroků a zvýší úrokové sazby, povede to k tomu, že naše měnová politika bude uvolněnější. Ačkoliv se nezmění, bude fakticky uvolněnější. Po nějaké době bude potřeba tuhle mezeru stáhnout. Nemohu teď ale říct, kdy přesně to bude. Jsem si jistý, že centrální banka nebude chtít zažít takové posílení koruny, které by znamenalo, že bude znovu nutné přemýšlet o nějakém dalším nekonvenčním opatření (odpověď na otázku, zda nadále platí, že ČNB bude i po opuštění kurzového závazku intervenovat, když bude považovat posilování koruny za přílišné; pozn. SM). Hlavně chci ale říct, že v případě přehnaného nakupování korun se nakonec můžeme všichni divit, jakým směrem se bude kurz koruny vyvíjet. Nejsme Švýcarsko, kde všichni úplně v pohodě drží švýcarské franky. Až budeme odcházet od naší současné měnové politiky, nic nebude stejné jako dnes. Naopak je skoro jisté, že v řadě velkých ekonomik budou pozitivní úrokové sazby. A údajně o našem zahraničním obchodě budou ukazovat, že ekonomika přestává kapacitně stačit. To znamená, že produkce eur v naší ekonomice bude výrazně nižší ... platí tu následující paradox: čím víc lidí teď uvěří, že koruna může jenom posilovat, a bude na to spekulovat, tím pravděpodobnější je, že se to nestane. Nevylučujeme to (zavedení negativních úrokových sazeb; pozn. SM), ale negativní úrokové sazby pro nás nikdy nebyly prvotním nástrojem měnové politiky...Z představy negativních sazeb stále nejsme nijak nadšení. Hlavně proto, že jejich potenciál není neomezený.
6.9.	M. Singer (ČT1, OVM)	Bankovní rada je toho názoru, že odchod (z režimu kurzového závazku) hrozí nejdřív v druhém půlce příštího roku. ... předpovědi odborného aparátu předpokládají, že politika využívání kurzu bude opuštěna až někdy na konci příštího roku nebo v roce přespříštím, tak svým způsobem to, co se teď děje, vytváří trošku uvolněnější měnovou politiku, která právě naopak vede k tomu, že můžeme s větší mírou jistoty říkat, že se nezdá, že by to období využívání kurzu mělo být posunuto dále.



		Ale současně se nezdá, že by mělo jeho ukončení přijít dříve než ve druhé půlce.
9.9.	M. Singer (Kulatý stůl, Pardubice)	...kurzový závazek určitě neopustíme do druhého pololetí příštího roku. To si troufám říci s velkou jistotou.
10.9.	M. Singer (čnBlog)	Měnová politika centrálních bank, opět včetně měnové politiky ČNB, tak musí zůstat uvolněná. Vyloučit lze v podstatě s jistotou potřebu jejího brzkého přitvzení, ne tak už potřebu jejího dalšího uvolnění.  Obecněji se tedy budeme ve světě centrálních bank využívajících aktivně své rozvahy a nízkých (či nulových a záporných) sazeb nacházet déle, než jsme se asi donedávna domnívali.
10.9.	M. Singer (prezentace na semináři „International Days of Statistics and Economics“)	The risks to the forecast are viewed as being on the downside (growth deceleration in China). Commitment will not be discontinued before 2016 H2; later exit cannot be ruled out if inflation remains markedly lower than expected. Despite the ongoing economic recovery, the need for significantly easy monetary policy remains.
15.9.	L. Lizal (Bloomberg)	For me, the question might not be whether to keep the current policy longer, but whether we will also need to take some kind of measure to loosen it further. If we are in a situation when the outside environment is disinflationary and the impulses are in a negative direction, then I think the policy will have to be looser than it is now.
16.9.	J. Rusnok (Hospodářské noviny)	Nikdy jsme nevylučovali, že můžeme intervenční režim opustit později. My jsme vždy říkali „minimálně“ či „nejméně“.  My se nemůžeme řídit pocity velevážených ústavních činitelů, při vši účtě. Analýzu situace si můžeme udělat sami a myslím, že pro to máme nejlepší možnosti v této zemi. My se skutečně řídíme dobrem české ekonomiky a primárně cenovou a finanční stabilitou v této zemi. Prostě nedozrál čas na zpříšňování měnových podmínek.  V tuto chvíli je v tomto směru tlak výrazně nižší, než byl ještě před nějakým půlrokem. Za sebe bych řekl, že záporné sazby nelze vyloučit a v naší situaci by mohly mít jistý smysl, zejména v situaci, kdy je kolem nás velmi uvolněná měnová politika. Takže to je nástroj, kterého se nezbavujeme a určitě se o něm bude debatovat i na dalších měnových zasedáních bankovní rady. Teoreticky nelze vyloučit ani kurz, ale v tuto chvíli to není na pořadu dne.

## 7. Reakce a očekávání finančních trhů

**Srpnové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno všemi analytiky.** Stabilitu základních sazeb ČNB očekávalo všech čtrnáct analytiků z dotazníků *IOFT* (15.7.), všech šestnáct analytiků podle šetření agentury *Thomson Reuters* (31.7.) i všech třináct analytiků oslovených agenturou *Bloomberg* (3.8.). Analytici z průzkumu *IOFT* předpokládali ukončení režimu intervencí v období 3Q16 až 1Q17, analytici z průzkumu *Thomson Reuters* v období 1H16 až 1Q17.

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR zůstaly stabilní, sklon výnosové křivky sazeb **PRIBOR** je rostoucí. Výhled sazeb **FRA** implikuje v ročním horizontu jen lehký pokles sazeb 3M PRIBOR, tj. aktuálně do třetího čtvrtletí příštího roku. To odpovídá očekávané neměnnosti měnověpolitických úrokových sazeb přinejmenším po stejnou dobu při lehkém poklesu prémie na peněžním trhu. V celém horizontu se tak tržní výhled pohybuje jen slabě pod trajektorii úrokových sazeb ze stávající prognózy ČNB, která je založena na stabilitě prémie na peněžním trhu.

Sazby **IRS** se od posledního zasedání BR mírně snížily po celé délce křivky. Výnosová křivka sazeb IRS zůstává rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,3 p.b., spread 10R-1R činí 0,8 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků *IOFT* (14.9.) vyplývá, že na zářijovém zasedání BR ČNB i v ročním horizontu všech patnáct analytiků očekává stabilitu základních sazeb ČNB. Ze šetření agentury *Thomson Reuters* vyplývá, že na zářijovém zasedání BR ČNB i v ročním horizontu všech čtrnáct 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 (14.9.) a Thomson Reuters (22.9.)**

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* (21.9.) očekávalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na zářijovém měnověpolitickém zasedání BR ČNB.

Analytici v rámci šetření *IOFT* a *FECEP* v průměru očekávají, že kurz v horizontu 1R posílí mírně pod hladinu 27 CZK/EUR. 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 pozdějšímu termínu, aktuálně jej očekávají v období 2H16 až 1H17 (podle dvou z nich na zářijovém měnovém jednání ČNB posune exit na začátek roku 2017). Žádný analytik nepředpokládá, že ČNB zavede další opatření, například záporné sazby či posun cílové úrovně koruny. Rovněž nikdo neočekává, že exit z devizových intervencí bude doprovázen bezprostředním zvyšováním úrokových sazeb. Někteří analytici uvedli odhadovanou výši devizových rezerv ČNB po opuštění intervenčního režimu; jejich odhady se pohybují v rozmezí 62 – 105 mld. EUR (ke konci srpna jejich výše dosahovala 55,1 mld. EUR).

## 8. Měnověpolitické doporučení sekce měnové

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

- ponechat měnověpolitické úrokové sazby beze změny;
- 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;
- uvést, že rizika stávající prognózy míří pro nejbližších několik čtvrtletí v protiinflačním směru zejména v důsledku nižších cen potravin, pohonných hmot a regulovaných energií, což se odráží i ve výhledu dlouhodoběji uvolněné měnové politiky ve světě. V delším výhledu

včetně horizontu měnové politiky jsou uvedena protiinflační rizika vyvažována oproti prognóze příznivějšími údaji z domácí ekonomiky, tj. rychlejším růstem HDP a mezd.

- konstatovat, že inflace se tak bude i nadále pohybovat výrazně pod 2% cílem ČNB a bude se pod ním – i přes její očekávané zvýšení – pohybovat i po většinu příštího roku;

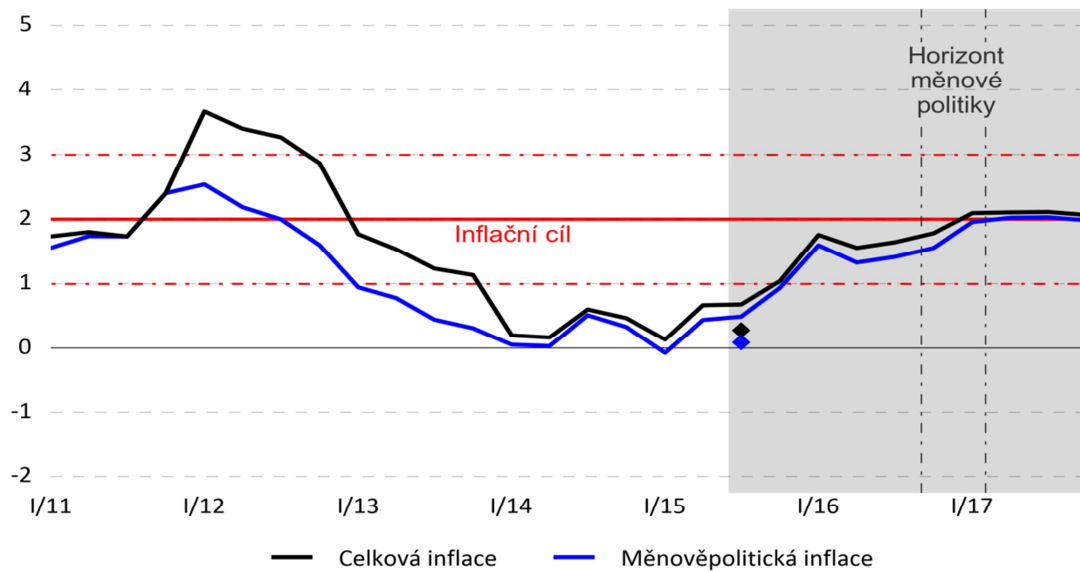
- potvrdit současně, že k **udržitelnému plnění 2% cíle, které je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky, dojde dle stávající prognózy počátkem roku 2017;**

- konstatovat, že **potřeba udržovat výrazně uvolněné měnové podmínky tak i nadále přetrvává;**

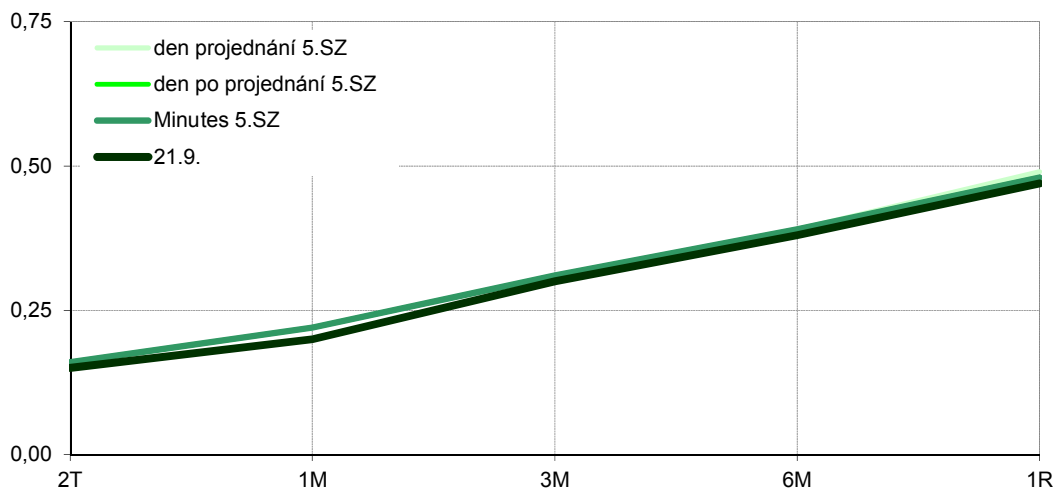
- zopakovat, že **ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém pololetí roku 2016, a že kurz se proto bude na hladině 27 CZK/EUR či slabší pohybovat přinejmenším do poloviny roku 2016** (s tím, že v navazující komunikaci je vhodné nadále klást důraz na slova „dříve než“ znamenající, že exit může přijít i později než ve druhém pololetí 2016, pokud se bude naplňovat stávající prognóza nebo budou dokonce sílit její protiinflační rizika);

- **komunikovat, že návrat do standardního režimu měnové politiky nebude na horizontu prognózy znamenat posílení kurzu na mírně nadhodnocenou úroveň před vstupem do intervenčního režimu** mimo jiné proto, že v mezidobí dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin.

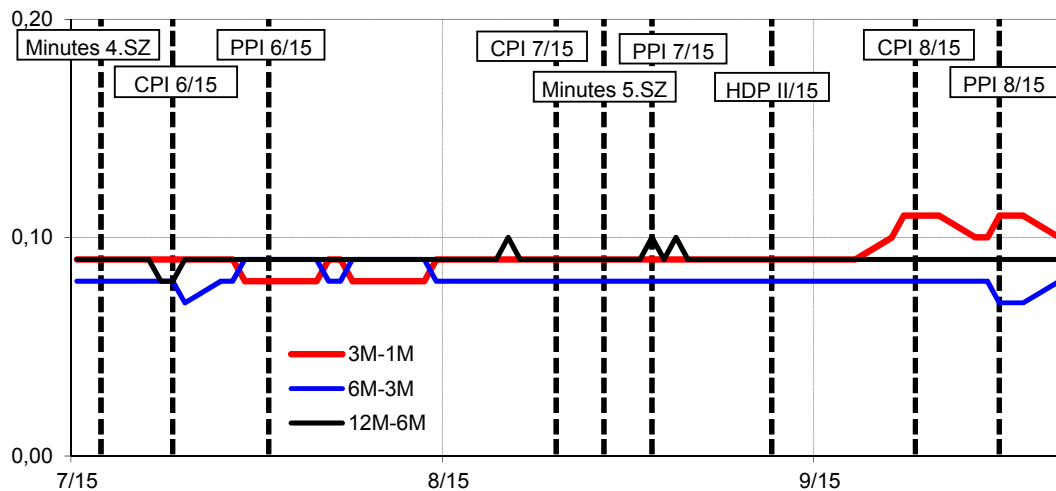
Graf 4: Prognóza inflace z 5. SZ 2015 a cíl ČNB



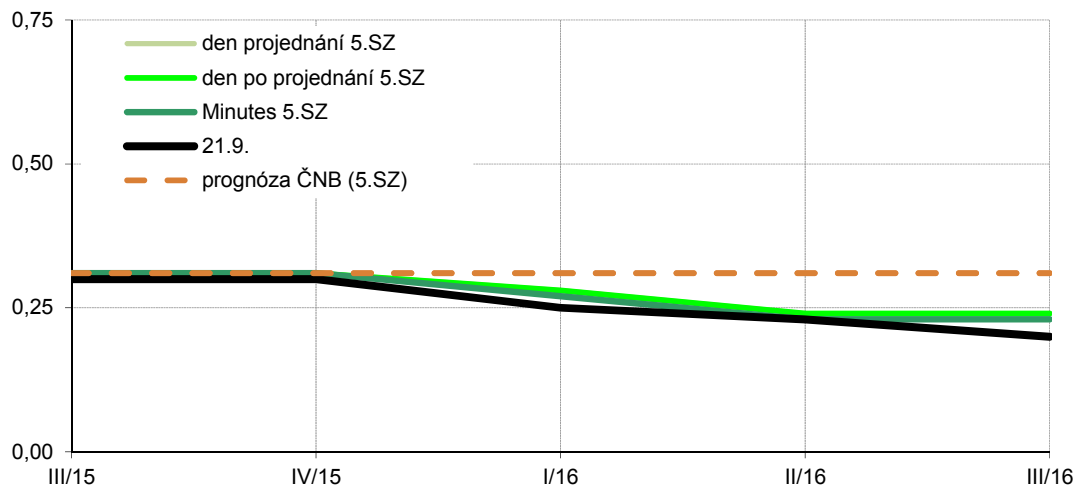
Graf 5: Výnosové křivky PRIBOR



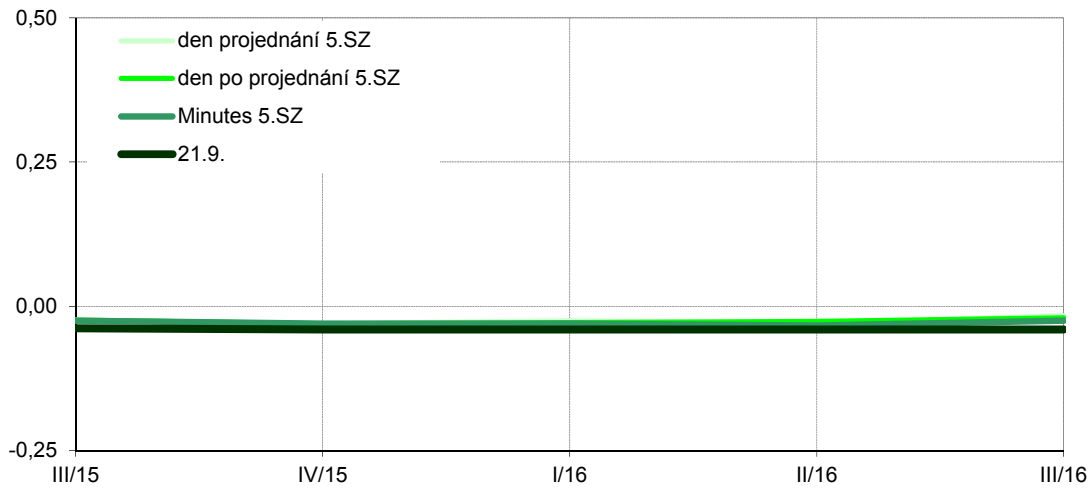
Graf 6: Úroková rozpětí – PRIBOR



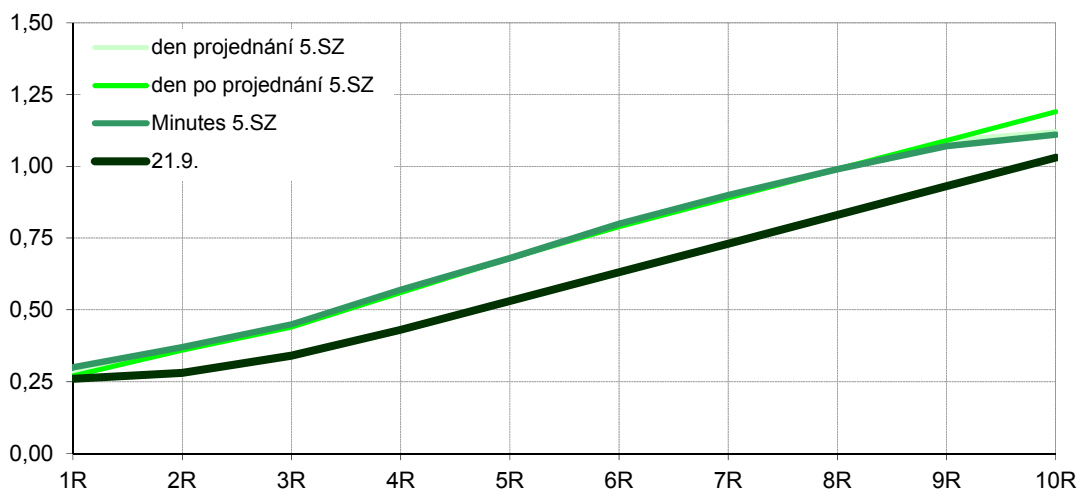
Graf 7: 3M PRIBOR, FRA



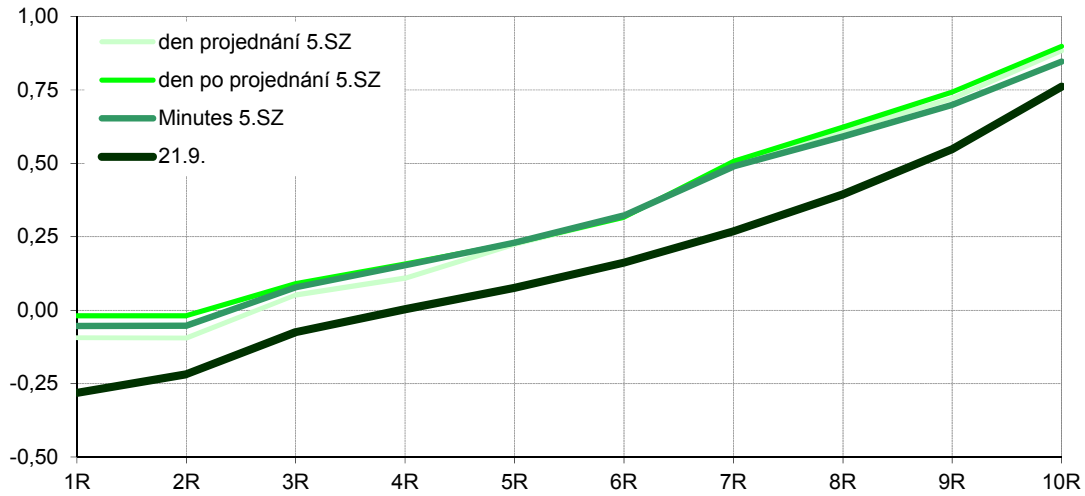
Graf 8: 3M EURIBOR, FRA



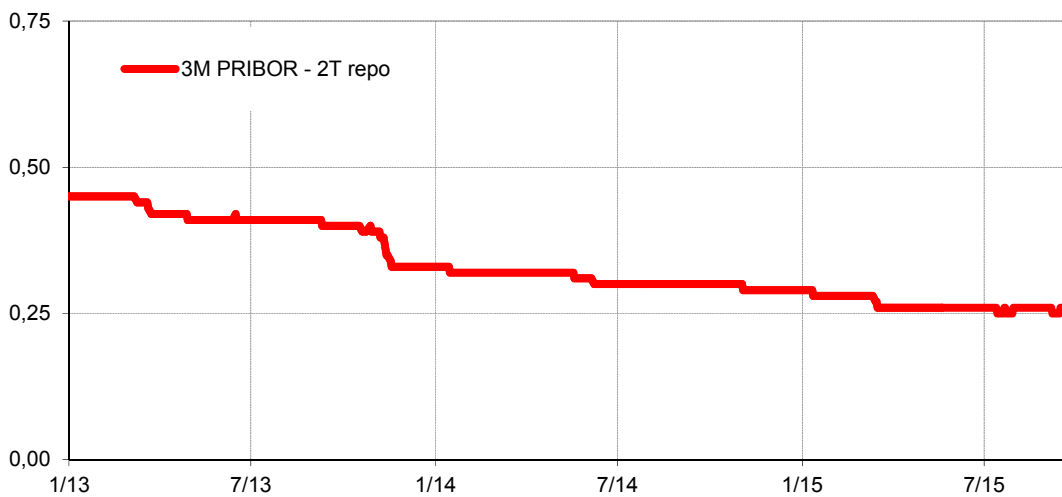
Graf 9: IRS CZK



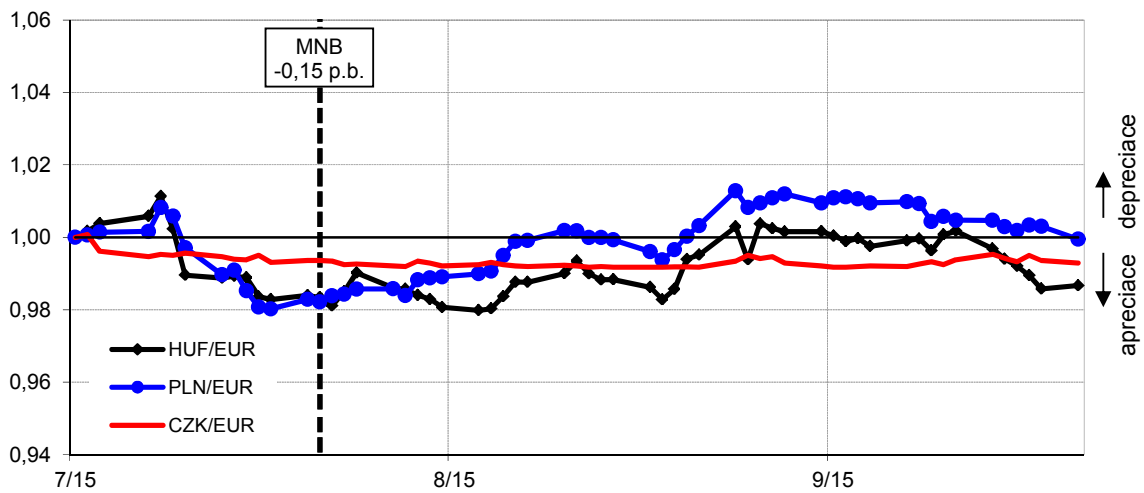
Graf 10: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



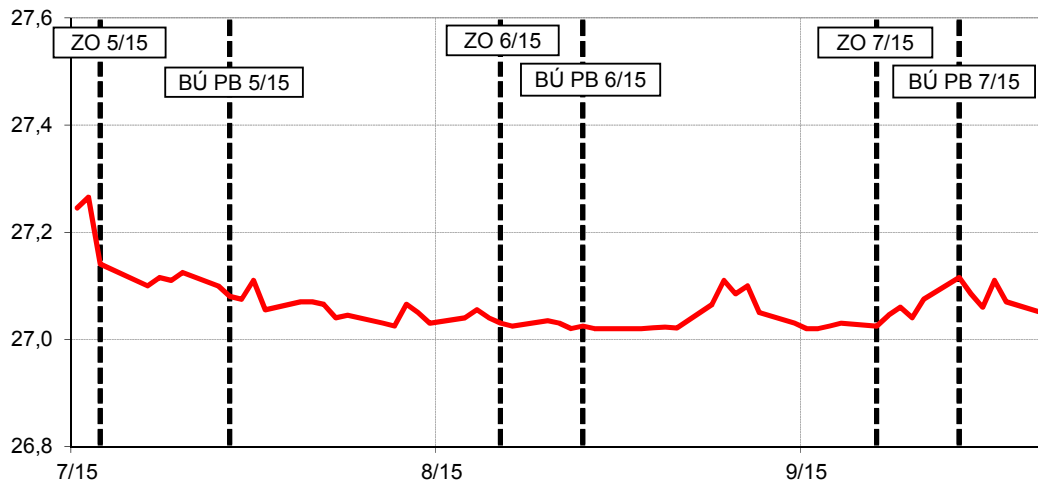
Graf 11: Úrokové rozpětí v ČR



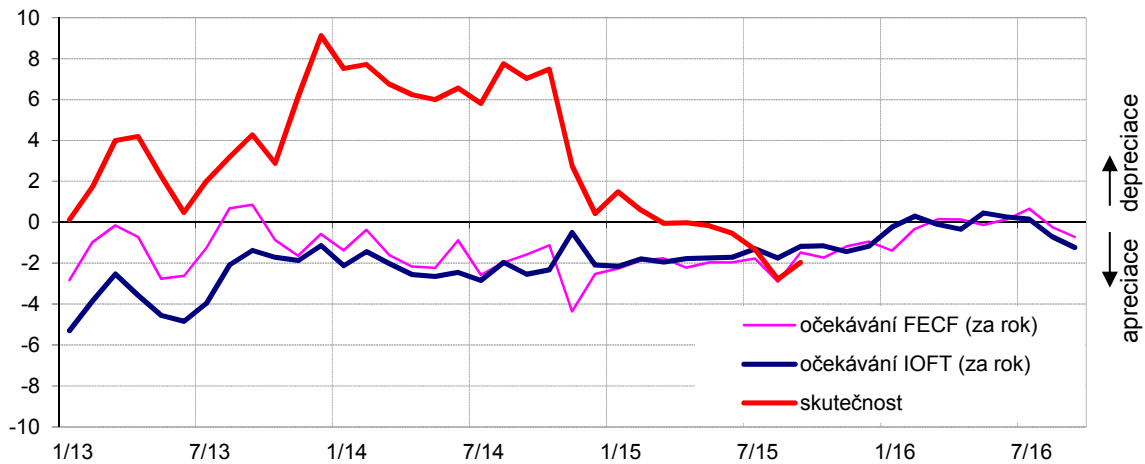
Graf 12: Kurzy středoevropských měn (1.7. = 1,0)



Graf 13: Kurz CZK/EUR

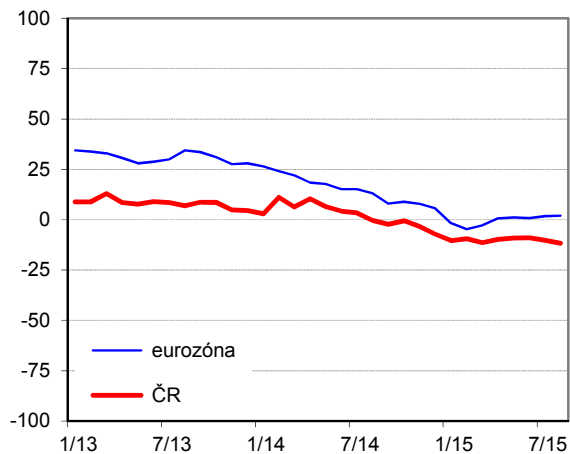


Graf 14: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

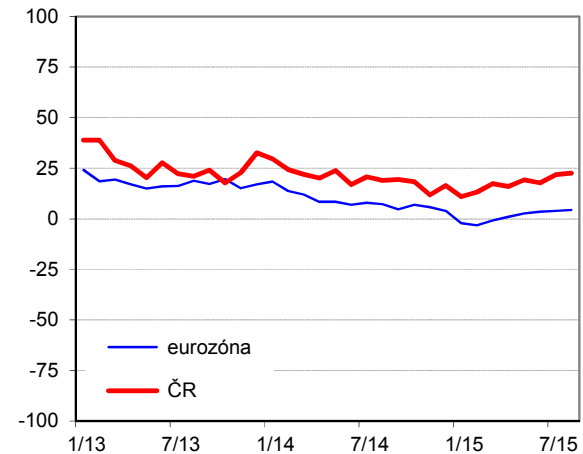


Graf 15: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

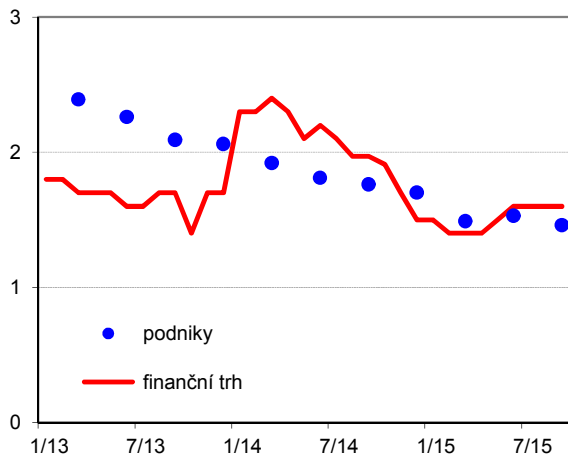


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

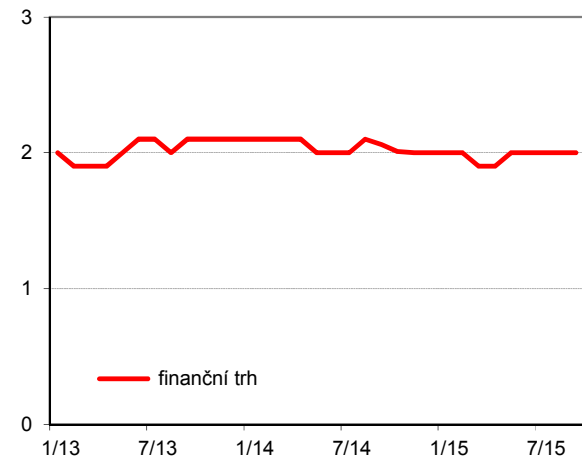


Graf 16: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

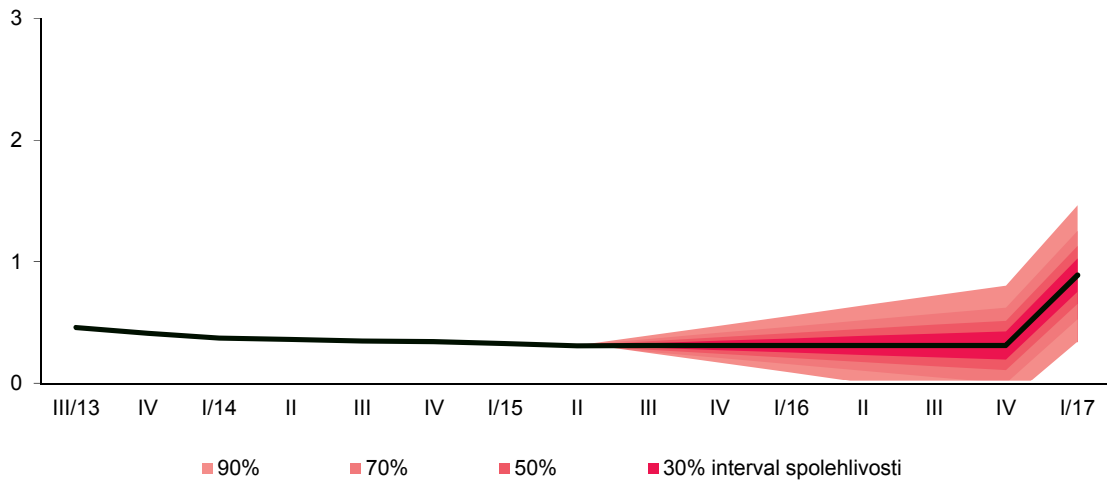
Inflační očekávání v horizontu 1R



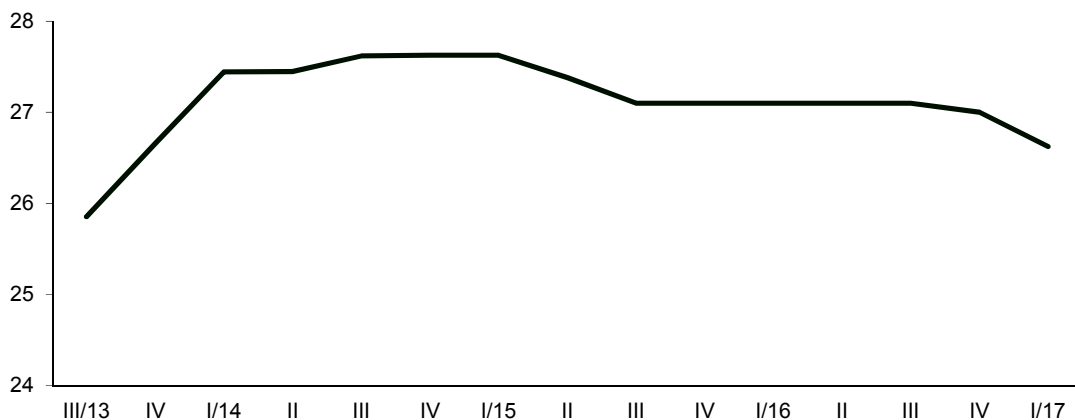
Inflační očekávání v horizontu 3R



Graf 17: Vějířový graf úrokových sazeb v %

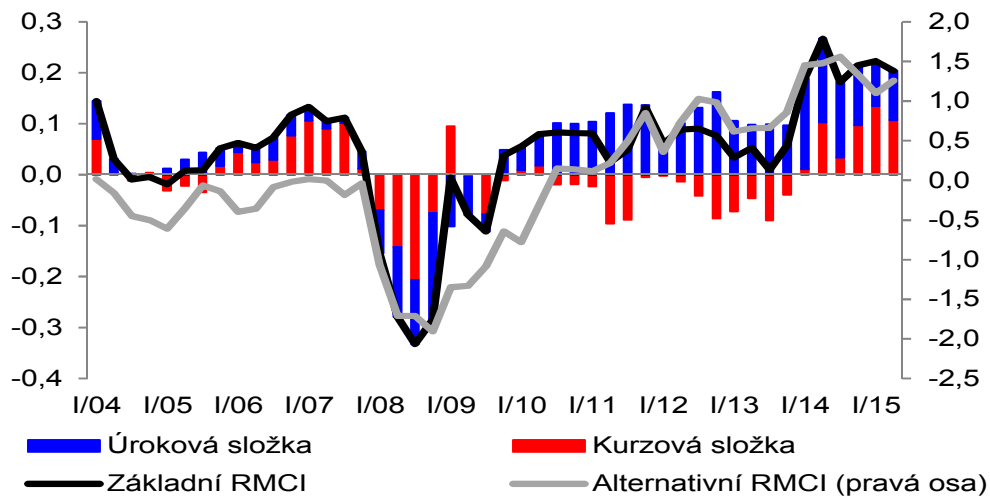


Graf 18: Prognóza měnového kurzu CZK/EUR





Graf 19: Index reálných měnových podmínek



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