

Měnověpolitické doporučení pro 1. SZ 2016

Sekce měnová

1. Prognóza z 1. SZ 2016

Východiskem pro únorové měnověpolitické zasedání je *nová makroekonomická prognóza z 1. SZ 2016*. Následující odstavce ve stručnosti shrnují počáteční podmínky, předpoklady a vyznění nové prognózy.

Česká ekonomika ve druhé polovině roku 2015 pokračovala v rychlém růstu. Růst byl podporován uvolněnými měnovými podmínkami, výrazným zvýšením vládních investic, růstem zahraniční poptávky a nízkými cenami ropy. Celková i měnověpolitická inflace se v závěru roku snížily k nule, a nadále se tak nacházely výrazně pod cílem ČNB. Snížení inflace bylo výsledkem zastavení meziročního růstu cen potravin a prohloubení poklesu cen pohonných hmot. Korigovaná inflace bez pohonných hmot se naopak lehce zvýšila, když vliv zrychlujícího růstu domácí ekonomiky a mezd převážil nad pokračujícím výrazným poklesem zahraničních cen výrobců.

Růst ekonomické aktivity v efektivní eurozóně se na celém horizontu prognózy bude pohybovat okolo 2 %. Výrazný pokles cen energetických komodit se odráží ve výhledu i v nejbližším období nadále utlumeného vývoje cen zahraničních průmyslových výrobců, které se k meziročnímu růstu vrátí až v závěru letošního roku. Spotřebitelská inflace se z velmi nízkých hodnot bude postupně zvyšovat, ani do konce roku 2017 však nedosáhne 2 %. Na utlumený cenový vývoj reagovala ECB dalším uvolněním měnové politiky, které se promítá do tržního výhledu úrokových sazeb 3M EURIBOR; ty se až do konce roku 2017 nacházejí v záporných hodnotách. Kurz eura vůči americkému dolaru by měl v letošním roce dále lehce oslabit. U ceny ropy Brent se po dalším snížení z přelomu let 2015/2016 předpokládá její jen pozvolný nárůst.

Dosud vysoký meziroční růst českého HDP letos dle prognózy zpomalí na 2,7 %, a to vlivem dočasného snížení hrubé tvorby kapitálu, do něhož se promítne především propad vládních investic v důsledku pozvolného náběhu čerpání prostředků z evropských fondů v novém programovém období. Ekonomiku naopak podporují nadále uvolněné měnové podmínky i pozitivní nabídkový efekt nízkých cen ropy. V příštím roce dynamika HDP zrychlí na 3 % s kladnými příspěvky všech složek domácí poptávky. Příznivý vývoj ekonomiky se projeví dalším zlepšováním situace na trhu práce. Celková zaměstnanost se bude i nadále zvyšovat, i když zpomalujícím tempem. Zaznamenán bude další pokles míry nezaměstnanosti, ačkoli i jeho tempo se zmírní. Růst mezd v podnikatelské sféře letos zrychlí a předstihne mzdovou dynamiku v nepodnikatelské sféře.

Celková i měnověpolitická inflace se podle prognózy budou zvyšovat a na horizontu měnové politiky (v první polovině roku 2017) dosáhnou 2% cíle; poté se budou pohybovat lehce nad ním. Domácí ekonomika bude prostřednictvím zrychlujících mezd a zvyšujících se cen kapitálu nadále přispívat k růstu nákladů a návazně i spotřebitelských cen. Zároveň bude postupně odeznívat aktuálně výrazně protiinflační působení dovozních cen plynoucích z propadu výrobních cen v eurozóně i světových cen komodit. Korigovaná inflace bez pohonných hmot se tak do konce letošního roku zvýší na 1,7 % a v roce 2017 se přiblíží 2%

úrovni. V letošním roce se obnoví i růst cen potravin. Regulované ceny a ceny pohonných hmot se k růstu vrátí až v roce 2017.

Na počátku roku 2017 dojde podle prognózy k dosažení 2% cíle ČNB, 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 konzistentní nárůst úrokových sazeb a posílení kurzu koruny (až na 25,7 CZK/EUR ke konci roku 2017). Do posílení kurzu se promítne kladný úrokový diferenciál, minimálně do března 2017 pokračující kvantitativní uvolňování ECB a obnovená (i když oproti předkrizovému období výrazně pozvolnější) reálná konvergence české ekonomiky k vyspělým zemím eurozóny.

V průběhu zpracování prognózy bylo identifikováno několik nejistot. Část z nich je spojena se zahraničním vývojem a jeho dopady do české ekonomiky. Mezi ně patří zejména nejistota ohledně dalšího vývoje cen ropy a s tím souvisejícího výhledu cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně, což je kvantifikováno citlivostním scénářem (viz část 3 tohoto MPD). V rámci domácí ekonomiky panuje nejistota ohledně vývoje a efektů vládních investic při přechodu na nové programové období EU fondů.

Celkově hodnotila sekce měnová rizika nové prognózy při tvorbě 1.SZ 2016 jako mírně protiinflační kvůli v té době nižším cenám ropy oproti předpokladům prognózy. S ohledem na poslední vývoj, kdy se cena ropy dostala zpět do blízkosti předpokládaných hodnot, však její výhled představuje sice významný, avšak symetrický zdroj nejistoty. **Aktuálně je tak bilance rizik hodnocena jako zhruba vyrovnaná.**

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 již tradiční simulace: scénář s volnými sazbami, který signalizuje rozsah potřebného uvolnění měnových podmínek při použití tradičního nástroje (tedy skrze hypotetické snížení úrokových sazeb), a scénář s endogenním kurzem, který ukazuje rozsah potřebného uvolnění měnových podmínek prostřednictvím měnového kurzu. Součástí této kapitoly MPD je též scénář s variantním časovým umístěním předpokládaného ukončení kurzového závazku.

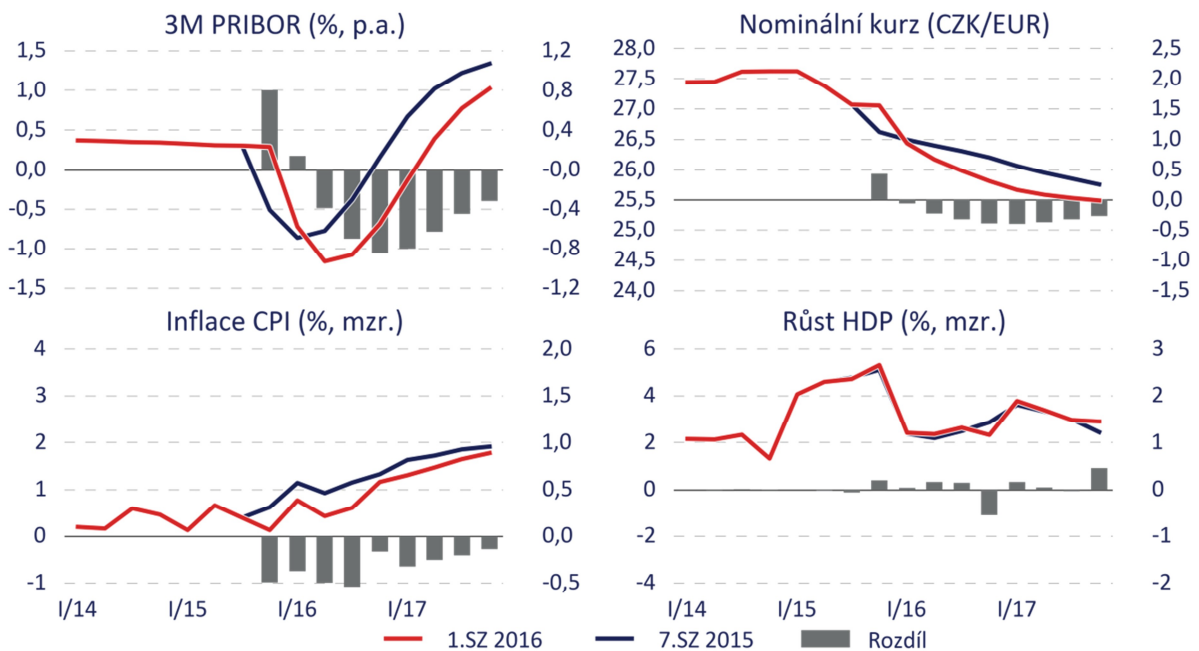
Simulace s volnými úrokovými sazbami (viz Graf 1) abstrahuje od existence jejich nulové dolní meze i kurzového závazku na hladině 27 CZK/EUR. Simulace naznačuje, že rozsah potřebného hypotetického snížení repo sazby se oproti minulé verzi této simulace zvýšil. Aktuálně tato potřeba činí přibližně šest snížení repo sazby o standardních 0,25 procentního bodu¹, když současně došlo k posunu kulminace poklesu sazeb o jedno čtvrtletí dále do budoucnosti (do 2Q 2016). I ve zbytku prognostického horizontu je trajektorie volných úrokových sazeb níže, než v simulaci pro 7. SZ. Potřeba více záporných sazeb je dána zejména nižším výhledem stínových zahraničních sazeb² a také aktuálně nízkou domácí inflací. Kurz je zároveň v této simulaci silnější oproti 7.SZ. Inflace je na celém horizontu

¹ Konkrétně scénář implikuje hodnotu sazeb 3M PRIBOR ve výši -1,2 % ve druhém čtvrtletí 2016.

² Stínové zahraniční sazby jsou modelovou aproximací dopadu politiky kvantitativního uvolňování ze strany ECB prostřednictvím (hluboce) záporné hypotetické sazby 3M EURIBOR. Nižší výhled stínových sazeb oproti minulé prognóze odráží – vedle samotného pozorovaného snížení výhledu sazby 3M EURIBOR – zejména prodloužení programu nákupu aktiv ze strany ECB do března 2017.

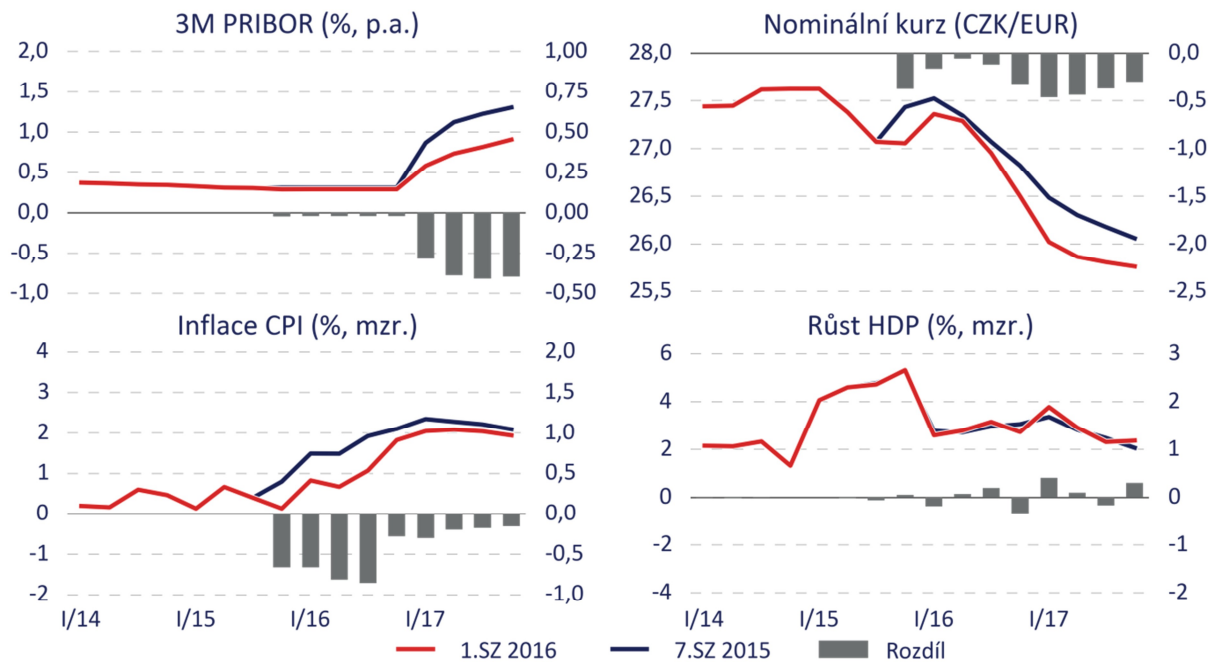
prognózy nižší oproti minulé verzi této simulace, přibližuje se tedy k 2% cíli ČNB pomaleji a podstřeluje ho na horizontu měnové politiky o něco více, než tomu bylo minule.

Graf 1: Scénář s volnými úrokovými sazbami



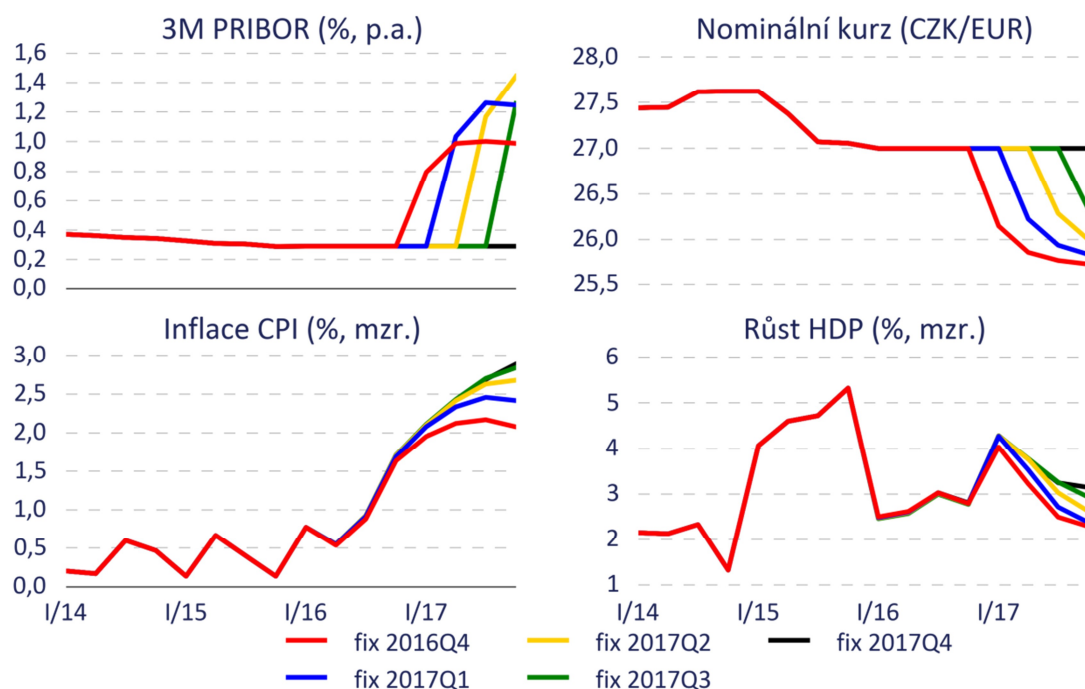
V **simulaci s endogenním kurzem** (viz Graf 2) kulminuje jeho oslabování již v aktuálním čtvrtletí, a to na hladině cca 27,40 CZK/EUR, poté kurz koruny mírně posiluje na úroveň přibližně 25,80 CZK/EUR na konci roku 2017. Kurz se tedy až do konce roku 2017 nachází na silnější hladině oproti verzi této simulace z minulé prognózy, což je dominantně dáno přehodnocením výhledu zahraničních (stínových) sazeb směrem dolů. Simulace tak naznačuje menší dodatečné uvolnění měnových podmínek prostřednictvím dalšího oslabení kurzu, než tomu bylo v 7. SZ 2015, a naopak větší uvolnění v jejich úrokové složce, když jsou v roce 2017 domácí úrokové sazby níže, než tomu bylo v minulé verzi této simulace. Na nižší hladině se v aktuálním scénáři pohybuje také inflace. Zprvu je její odchylka směrem dolů relativně výrazná, následně se však rychle zmenšuje. Po většinu roku 2017 se tak inflace nachází poblíž 2% cíle.

Graf 2: Scénář s endogenním kurzem



Simulace s variantním časovým umístěním exitu (viz Graf 3) ukazuje, že opuštění kurzového závazku v souladu s předpokladem nové prognózy, tj. počátkem roku 2017 (červená čára – kurz fixován do 4Q16) zajišťuje plnění 2% inflačního cíle na horizontu měnové politiky (první polovina příštího roku) a ve zbytku roku 2017, byť jen těsně. Postupné prodlužování předpokládané doby používání kurzu za horizont konce letošního roku vede ke stále robustnějšímu nadstřelování inflačního cíle při rychlejším ekonomickém růstu a ke strmějšímu nárůstu úrokových sazeb v roce 2017. Reakce kurzu po exitu odpovídá vývoji inflace a úrokových sazeb v příslušné variantě simulace, přičemž v závěru roku 2017 se očekávaná hodnota kurzu nachází v rozpětí 25,70 CZK/EUR (kurz fixován do 4Q16) až 26,40 CZK/EUR (fix do 3Q17). Optikou těchto simulací je tedy opuštění kurzového závazku počátkem roku 2017 nejbližší možný termín, jeho pozdější realizace by však vedla k vytvoření příhodnějších podmínek pro exit.

Graf 3: Scénář s variantním časovým umístěním předpokládaného konce kurzového závazku



3. Rizika a nejistoty prognózy

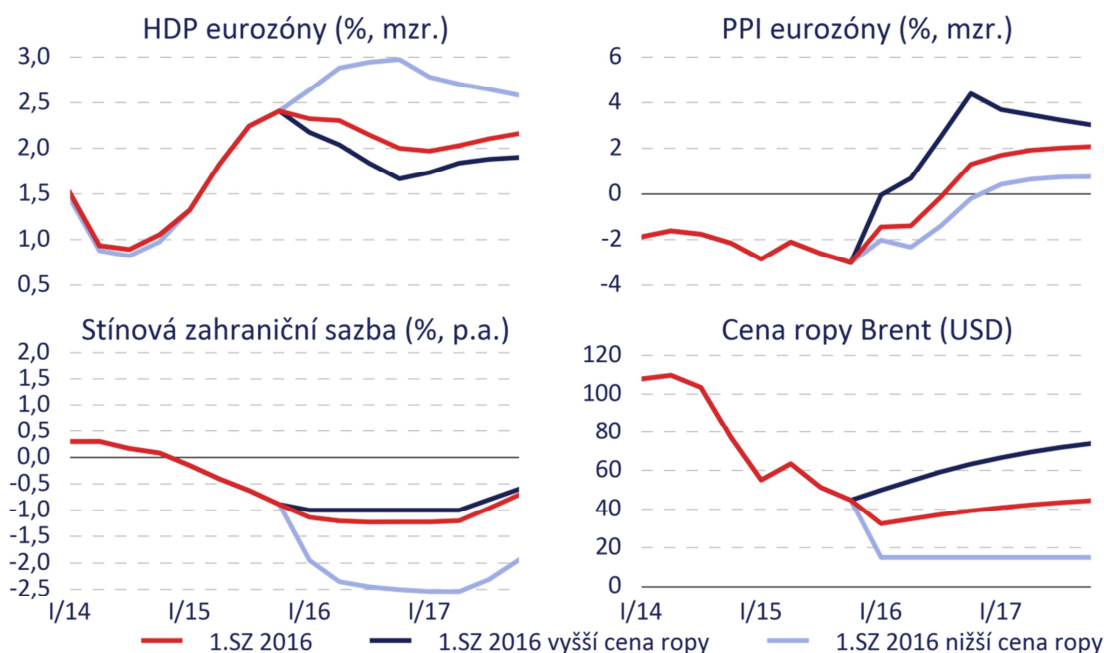
Významná část nejistot identifikovaných v průběhu zpracování prognózy je spojena se zahraničním vývojem a jeho možnými následnými dopady do české ekonomiky.

Nejistota ohledně budoucího vývoje cen ropy a obavy, že cena této komodity stále ještě nenašla své dno a bude dál klesat, vyústily ve zpracování citlivostního scénáře. Jeho dolní varianta kvantifikuje důsledky hypotetického (globálními nabídkovými faktory taženého) propadu ceny ropy Brent na úroveň 15 USD/barel na celém horizontu prognózy. Horní varianta citlivostního scénáře na celém horizontu prognózy symetricky zachovává stejnou výši absolutní odchylky ceny ropy od základního scénáře jako dolní varianta, jen s opačným (tj. kladným) znaménkem. Výchozí cena ropy je v této variantě citlivostního scénáře na úrovni 49 USD/barel a postupně roste až k 74 USD/barel ke konci roku 2017.

V **dolní variantě citlivostního scénáře** snižuje pozitivní nabídkový šok v podobě poklesu cen ropy dynamiku zahraničních cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně o zhruba 1,5 procentního bodu oproti základnímu scénáři. Tempo růstu ekonomické aktivity se zvyšuje v průměru o 0,6 procentního bodu. Výrazné uvolnění měnové politiky ECB prostřednictvím jejích nekonvenčních nástrojů reaguje na utlumený cenový vývoj a odráží se ve výrazně snížených stínových úrokových sazbách (viz Graf 4 – světle modrá čára).

V **horní variantě citlivostního scénáře** je dynamika zahraničních cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně vyšší o necelé 2 procentní body oproti základnímu scénáři. Tempo růstu ekonomické aktivity se naopak ve srovnání s ním mírně snižuje. ECB dle předpokladů tohoto scénáře dodržuje svůj veřejně deklarovaný závazek ohledně kvantitativního uvolňování minimálně do konce března 2017, proto nedochází k výraznému přehodnocení tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR ani stínových zahraničních sazeb. To vede k vyššímu průsaku ropného šoku do výrobních cen a naopak menšímu průsaku do ekonomické aktivity v zahraničí oproti dolní variantě citlivostního scénáře (viz Graf 4 – tmavě modrá čára).

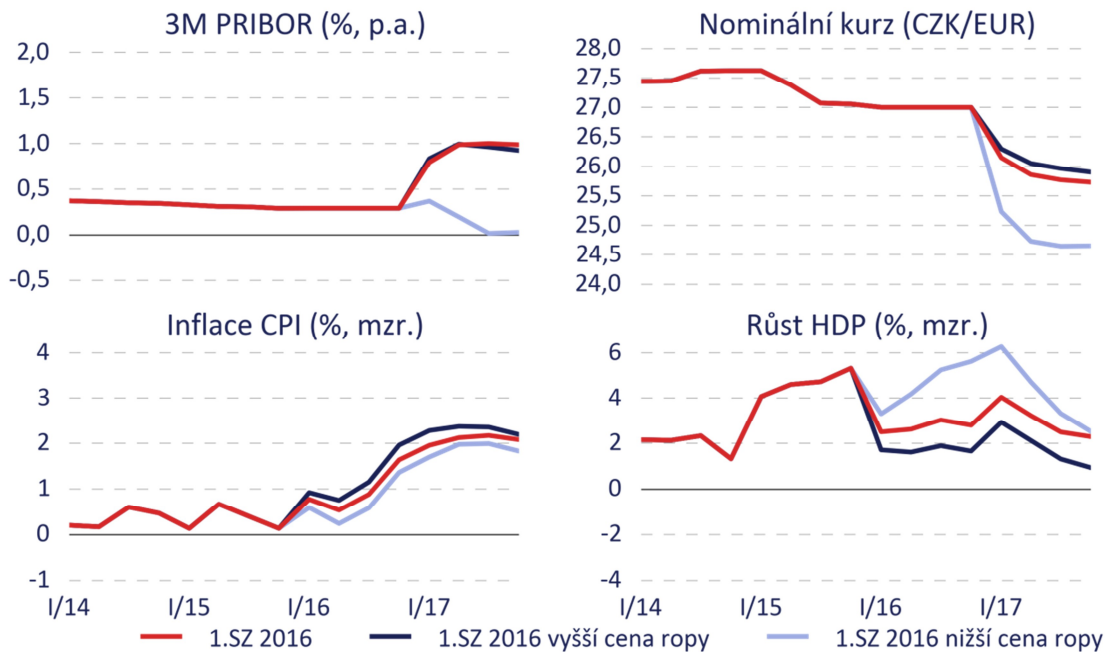
Graf 4: Citlivostní scénář cen ropy – dopady do zahraničních veličin



V domácí ekonomice se v dolní variantě scénáře nižší cena ropy promítá do výrazněji klesajících dovozních a regulovaných cen, a tedy i do – oproti základnímu scénáři prognózy – nižší celkové domácí inflace. Inflace tak zůstává na celém horizontu prognózy pod 2% cílem (viz Graf 5 – světle modrá čára), a to i přes výrazně vyšší reálnou aktivitu a nominální mzdy, které jsou tažené vyšší zahraniční i domácí poptávkou a příznivými nabídkovými efekty nižších cen ropy. Hrubý domácí produkt roste rychleji díky vyšší spotřebě domácností, investicím i čistému vývozu. Silnější kurz koruny oproti základnímu scénáři v roce 2017 je podpořen nižšími úrokovými sazbami v zahraničí a vyšším přebytkem běžného účtu platební bilance vlivem zrychlující zahraniční poptávky a příznivějších směnných relací. Protiinflační tlaky z dovozních cen a uvolněnější měnová politika v zahraničí mají vliv i na nižší výhled domácích úrokových sazeb v příštím roce, které po předpokládaném exitu z kurzového závazku na začátku roku 2017 nerostou jako v základním scénáři, ale naopak klesají.

Reakce domácí ekonomiky na vyšší cenu ropy v horní variantě scénáře (Graf 5 – tmavě modrá čára) je v zásadě opačná ve srovnání s dolní variantou citlivostního scénáře, rozsahem je však méně výrazná, a to kvůli zmíněné nesymetrické reakci ECB, resp. zahraničních veličin. Vyšší a výrazněji narůstající cena ropy se promítá do vyšší domácí celkové inflace oproti základnímu scénáři v rozsahu maximálně 0,3 procentního bodu; inflace tak na horizontu měnové politiky dosahuje 2,4 %. Vyšší inflační tlaky z dovozních a regulovaných cen jsou tlumeny nižším růstem domácí ekonomické aktivity a mezd. Ve srovnání se základním scénářem měnový kurz po opuštění kurzového závazku počátkem roku 2017 posiluje o něco pomaleji a domácí úrokové sazby se téměř nemění, a to v důsledku zmíněné minimální reakce zahraničních sazeb.

Graf 5: Citlivostní scénář cen ropy – dopady na domácí ekonomiku



Realizace dolní varianty citlivostního scénáře cen ropy by tedy implikovala pozdější návrat do standardního měnověpolitického režimu ve srovnání se základním scénářem, a to navzdory skutečnosti, že by ekonomika rostla zřetelně vyšším tempem. Na druhou stranu však ani (nepravděpodobné) naplnění horní varianty citlivostního scénáře ve svých důsledcích nevede k potřebě dřívějšího opuštění kurzového závazku než na počátku roku 2017, jak to předpokládá základní scénář prognózy.

Obě varianty citlivostního scénáře vývoje cen ropy tedy indikují možnost opuštění kurzového závazku nejdříve v souladu se základním scénářem nové prognózy, tj. v 1. čtvrtletí roku 2017, resp. v dolní variantě později.

4. Další měnověpolitické úvahy

Dle (základního scénáře) nové prognózy by se v průběhu roku 2017 měla inflace stabilizovat lehce nad cílem, tedy na hodnotách konzistentních s plněním mandátu cenové stability. Oproti minulé prognóze se výhled inflace pro nejbližších několik čtvrtletí výrazně snižuje, na horizontu měnové politiky – tedy v první polovině roku 2017 – je pak jeho přehodnocení směrem dolů méně zřetelné.

Bilance rizik nové prognózy je s ohledem na poslední vývoj, kdy se cena ropy dostala zpět do blízkosti předpokládaných hodnot, hodnocena jako zhruba vyrovnaná. Výhled cen ropy tak představuje sice významný, avšak symetrický zdroj nejistoty (viz předchozí část MPD). Vyznění všech zpracovaných scénářů a simulací (viz části 2 a 3 MPD) přitom vede sekci měnovou k přesvědčení, že lze již prakticky vyloučit možnost, že bude potřeba provést exit dříve, než ho předpokládá prognóza (začátek roku 2017). V žádném ze zpracovaných scénářů se totiž neobjevuje indikace, že by podmínky pro smysluplný a úspěšný exit mohly být splněny dříve než začátkem roku 2017.

Do úvah o načasování našeho exitu vstupuje – vedle dalších domácích a zahraničních relevantních faktorů – také výhled měnové politiky v eurozóně. Vyjádření ECB z poloviny

ledna, že možná přistoupí k dalšímu uvolnění své měnové politiky již na svém březnovém zasedání, ukazuje na to, že ECB – stejně jako ČNB – registruje globální protiinflační vlivy a zvažuje jejich možné ekonomické důsledky a měnověpolitické implikace. To posiluje přesvědčení sekce měnové, že potřeba ukončit kurzový závazek ČNB ještě v letošním roce je velmi nepravděpodobná.

Výše uvedené úvahy vedou sekci měnovou k doporučení, aby posun termínu exitu reflektovala ve své komunikaci rovněž bankovní rada. **Sekce proto doporučuje upravit očekávanou délku platnosti kurzového závazku, a to explicitním vyloučením možnosti, že by k jeho ukončení mohlo dojít ve druhé polovině roku 2016 – viz konkrétní komunikační doporučení v části 8 tohoto MPD. V letošním roce by tak po této úpravě exit již definitivně nepřicházel v úvahu.**

Prodloužení platnosti kurzového závazku by – vedle posílení konzistence s jeho předpokládaným ukončením v prognóze – mohlo **zmírnit aktuálně poměrně silný tlak na nárůst devizových rezerv**. Explicitní prodloužení minimální délky platnosti závazku (v podobě „hard commitmentu“) by totiž dle názoru sekce měnové i sekce bankovních obchodů snížilo motivaci a potřeby klientů z reálné ekonomiky zajišťovat proti posílení kurzu svá devizová inkasa, která obdrží ve druhé polovině letošního roku. Někteří z nich se totiž opouštění závazku a návazně posílení kurzu ve druhé polovině letošního roku – s poukazem na dosavadní znění „hard commitment“ části závazku ČNB a názory analytiků – stále obávají. Tyto obavy by se daly výše navrženou úpravou komunikace rozptýlit.

Současně doporučujeme i nadále formovat očekávání ekonomických agentů a finančních trhů ohledně ukončení kurzového závazku ze strany ČNB komunikací v „pravděpodobnostním módu“ započatou již v závěru loňského roku. **Aktuálně přitom vidí sekce měnová jako pravděpodobné ukončení závazku v první polovině roku 2017.**

Současně doporučujeme i nadále **tlumit očekávání trhů a ekonomických agentů, že po exitu dojde k prudkému posílení koruny**. Vedle již používaného argumentu o průsaku kurzu do inflace a dalších nominálních veličin navrhuje do naší komunikace explicitně a oficiálně zařadit i další argumenty. Těmi jsou teze, že posílení kurzu koruny po exitu může být tlumeno masivním zajištěním kurzového rizika ze strany vývozců ještě před opuštěním kurzového závazku ČNB, uzavíráním korunových pozic finančních investorů a případnými intervencemi ČNB ke zmírnění kurzových výkyvů po ukončení jejího závazku (viz část 8 MPD).

Vzhledem k nárůstu devizových rezerv nakoupených na obranu kurzového závazku je třeba **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.

Nadále nedoporučujeme zavedení záporných měnověpolitických sazeb na tomto zasedání bankovní rady. Níže uvedené vyjádření SBO nicméně naznačuje, že spontánní tržní vývoj přestává odpracovávat záporné úrokové sazby místo ČNB, když se jeho účastníkům daří ve vzrůstající míře obcházet předchozí bariéry arbitráže vůči měnověpolitickým facilitám centrální banky. Při vysoké míře stability kurzu koruny vůči euru v posledních mnoha měsících vybízí tato situace k provádění „carry trades“ s malou vnímanou mírou rizika. K jejich atraktivitě navíc přispívá i prosincové snížení depozitní úrokové sazby ECB hlouběji do záporu, přičemž tento faktor se může dále zvýraznit po

zasedání ECB v letošním březnu. Skutečnost, že uvedený vývoj ČNB pozorně sleduje, proto doporučujeme odrazit i ve vnější komunikaci.

5. Vyjádření sekce bankovních obchodů

Koruna se většinu prosince ani ledna výrazněji neodpoutala od flooru, což odpovídá naší téměř každodenní aktivitě na trhu. Během prosince jsme nakoupili 1,54 mld. EUR a v lednu dalších 2,154 mld., celkem od loňského léta nakoupeno 11,152 mld. EUR. Stále platí, že spekulativní kapitál není příliš zastoupen, zájem o nákup CZK pramení zejména od real money klientů, resp. korporátů. Zatímco real money klienti (zejména v lednu) snižují expozici na riziková aktiva a zvyšují podíl těch bezpečných, u korporátů se jedná spíše o rezignaci při čekání na nějaké výraznější oslabení.

Korporátní klienti stále nemají velký zájem o dlouhodobé zajištění, takže konvertují spíše aktuální cizoměnová flow. Tomu nahrává i stále ještě přetrvávající distorze na derivátovém trhu, byť se situace pomalu normalizuje. Zatímco ještě počátkem prosince byla například cena ročního zajištění kolem 30 haléřů, aktuálně se již blíží 10 haléřům. Na krátkém konci swapové křivky dominoval cenotvorbě na konci prosince efekt konce roku, tentokrát výrazně zesílen snahou bank o redukci základny (kterou jsou kryté pohledávky z vkladů) pro výpočet příspěvků do rezolučního fondu, takže např. poslední den roku byla implikovaná korunová sazba na O/N splatnost cca -45 %. Tento vliv ale hned na počátku roku vyprchal a i krátký konec se začal rychleji normalizovat, takže například u 3M splatnosti je momentálně „prémie“ zhruba 1 haléř (při spotu 27,02 vychází forward na tuto splatnost 27,03), přitom v prosinci byla tato cena přes 10 haléřů (tj. forward 26,92 při spotu 27,02), tedy dražší než je aktuální cena ročního zajištění.

K této normalizaci swapové křivky přispělo několik faktorů. Jednak před koncem roku došlo částečně k zavírání dlouhých korunových pozic vybudovaných během léta (podkladové pozice byly také uzavřeny prostřednictvím derivátů). Pomáhalo také to, že řada zahraničních subjektů využila distorze na trhu k výhodným úložkám eur, což se projevilo i zvýšeným zájmem o domácí krátkodobé cenné papíry, jejichž výnos během té doby klesal. Rovněž se objevili zahraniční investoři, kteří si zřídili robustní kreditní linky na domácí banky, a pak mohli jen udělat devizový swap, tj. prodej eur na spotu a jejich nákup proti koruně v budoucnu, s tím, že díky velké kreditní lince nemuseli nakoupené koruny investovat a mohli je nechat na účtu. Posledním důležitým faktorem pro normalizaci swapového trhu byl fakt, že si řada subjektů dojednala vzájemně úvěrové linky tak, aby jim to umožnilo obcházet distortovaný derivátový trh. Typicky tak domácí subjekty získaly přístup k EUR, která si nemusely nadále půjčovat přes swapy a zároveň zahraniční subjekty mají lepší zprostředkovaný přístup do facility ČNB, takže nemají takový problém s umístěním nakoupených CZK.

Pokud se bude derivátový trh dále normalizovat, může se během 1. pololetí část klientů již začít zajišťovat na delší dobu. Pokud navíc i další pokusy o oslabení koruny na spotu budou končit kolem 27,06, rezignují i jiní klienti na další čekání na slabší kurz, na němž by se zajistili, a budou se zajišťovat hned, jak to pro ně bude výhodné s ohledem na aktuální cenu zajištění odrážející stav swapové křivky. Část bank přitom exportérům doporučuje, aby se zajistili již v prvním pololetí, protože stále vidí možnost ukončení kurzového závazku v polovině roku, kdy zároveň končí také mandát dvou členů bankovní rady, z čehož pro ně pramení větší míra nejistoty. To podporuje také fakt, že čím déle budou klienti se zajištěním čekat, tím větší distorze na derivátovém trhu může být a zajištění se pak může značně

prodrazit. Samy banky přitom přiznávají, že pokud dojde k explicitnímu odkladu exitu z kurzového závazku někam do roku 2017, mnoho klientů své zajištění odloží. Jiné banky vnímají riziko poloviny roku také, nicméně přikládají vyšší váhu naší „pravděpodobnostní“ komunikaci a klientům doporučují spíše počkat se zajišťováním na druhou polovinu roku a sledovat naši další komunikaci k časování exitu.

6. Dosavadní komunikace ČNB

Na *tiskové konferenci* po **prosincovém 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. V roce 2017 byl s prognózou konzistentní nárůst úrokových sazeb při pozvolném posilování kurzu koruny. Podle prognózy se inflace měla zvýšit a na horizontu měnové politiky dosáhnout 2% cíle, v roce 2017 se měla pohybovat mírně nad ním. K udržitelnému plnění cíle, které je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky, tak dle prognózy mělo dojít od počátku roku 2017.

Bankovní rada vyhodnotila *rizika minulé prognózy* na horizontu měnové politiky jako zhruba vyrovnaná, když protiinflační rizika pramenící z pozorované meziroční stagnace domácích cen potravin a z nadále deflačního zahraničního cenového vývoje včetně dalšího poklesu ceny ropy byla pro rok 2016 kompenzována rychlejším růstem domácích mezd a pravděpodobným nenaplněním prognózovaného poklesu regulovaných cen. Potřeba udržovat výrazně uvolněné měnové podmínky i nadále přetrvávala. Předchozí opakovaná konstatování bankovní rady, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhé polovině roku 2016, zůstala v platnosti. Bankovní rada zároveň opět konstatovala, že pravděpodobný termín ukončení kurzového závazku se nachází okolo konce roku 2016.

Během ledna se několik členů BR vyjádřilo k měnové politice ČNB, resp. k jejímu budoucímu nastavení (viz Tabulka 1). Jejich vyjádření potvrzovala vyznění prosincového měnověpolitického zasedání, že pravděpodobný termín ukončení kurzového závazku se nachází okolo konce roku 2016 s tím, že nelze vyloučit i jeho pozdější opuštění.

Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů bankovní rady v médiích

7.1.	J. Rusnok (Ekonom)	Za mě, a to zdůrazňuji, vidím potřebu jistého přestřelování inflačního cíle a pak si myslím, že budou vhodné podmínky pro odchod z intervenčního režimu... My vždycky cílíme na běžící terč, tedy na prognózu na rok až rok a půl dopředu. A v případě této prognózy máte vždycky nějakou nejistotu. Abych měl jistotu, že budu střílet do cíle, budu proto radši, když mi měřidlo bude ukazovat, že střílím trošku nad cíl. Protože v ekonomice jsou, obzvlášť v dnešní době, rizika inflace spíše směrem dolů než nahoru. Tím samozřejmě vznikne i nějaký polštář pro případ, že koruna po opuštění závazku posílí. Ale jinak se usmívám představám o dramatickém posílení koruny ihned po tomto kroku.
15.1.	J. Rusnok (Lidové noviny)	To bych určitě nevyloučil (Pozn.: odpověď na otázku, zda je možné, že by se kurzový závazek fázoval, postupně posouval na nižší hodnoty). Dovedu si skutečně představit i variantu, že by se ten závazek nějakým způsobem stupňovitě opouštěl... V tuto chvíli žádnou takovou preferenci nemám, ale okolnosti nás můžou přivést k různým úvahám (Pozn.: odpověď na otázku, zda by uvedenou variantu preferoval)... Bereme samozřejmě vážně slib, že to (Pozn.: opuštění kurzového závazku) nebude dříve než v polovině tohoto roku. Ale přicházející data zejména o inflaci nás spíše přesvědčují o tom, že to budeme muset udělat ještě o něco později... Bylo by dobré, kdybychom se přinejmenším blížili dvouprocentnímu cíli. Pokud bychom byli na nějaké úrovni hluboce pod tímto cílem, byl by nesmysl zpřísnovat měnovou politiku. Protože pak bychom se mohli propadat ještě hlouběji pod cíl, a dokonce se

		vrátit právě k hrozbě deflace... Ne, to si představit nedovedu (<u>Pozn.</u> : odpověď na otázku, zda by ČNB z nějakého důvodu zvyšovala úrokové sazby dříve, než by opouštěla kurzový závazek). To vůbec nedává smysl. Kurzový závazek je alternativou ke snižování úrokových sazeb a má smysl ve chvíli, kdy už jsou sazby na nule a z nějakého důvodu nechcete jít do záporných sazeb.
22.1.	V. Tomšík (Bankovníctví)	Podle stávající prognózy se bude inflace postupně zvyšovat a na horizontu měnové politiky, tedy na přelomu let 2016 a 2017, dosáhne dvouprocentního cíle, který v roce 2017 mírně překročí. K udržitelnému plnění cíle, které je podmínkou pro návrat do předchozího režimu používajícího úrokové sazby, tak dojde od počátku roku 2017.

7. Reakce a očekávání finančních trhů

Prosincové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno všemi analytiky. Stabilitu základních sazeb ČNB očekávalo všech patnáct analytiků z dotazníků *IOFT* (13.11.), všech čtrnáct analytiků podle šetření agentury *Thomson Reuters* (15.12.) i všech třináct analytiků oslovených agenturou *Bloomberg* (14.12.). Analytici z průzkumu *IOFT* předpokládali ukončení režimu intervencí v období 3Q16 až 1Q17, analytici z průzkumu *Thomson Reuters* v období 3Q16 až 2Q17.

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR zůstaly stabilní, sklon výnosové křivky sazeb **PRIBOR** je rostoucí. Výhled sazeb **FRA** implikuje v ročním horizontu nevýrazný pokles sazeb 3M PRIBOR. To odpovídá očekávané neměnnosti měnověpolitických úrokových sazeb přinejmenším po stejnou dobu při zanedbatelném poklesu prémie na peněžním trhu. V celém horizontu se tak tržní výhled pohybuje nepatrně pod trajektorií úrokových sazeb z nové 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 0,1 p.b., spread 10R-1R činí 0,5 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků *IOFT* (15.1.) vyplývá, že na únorovém zasedání BR ČNB i v ročním horizontu všech patnáct analytiků očekává stabilitu základních sazeb ČNB. Ze šetření agentury *Thomson Reuters* vyplývá, že na únorovém 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 (15.1.) a Thomson Reuters (2.2.)

2016				2017				2018			
1H16		2H16		1H17		2H17		1H18		2H18	
		○	○	○	○	↑↑↑	○	↑↑↑↑↑			
1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
		●	●	●●●●●	↑ ●●●●●	↑↑↑↑↑	↑↑	↑			
				○○○○○	○	○	●				

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 0,50 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 šestnáct analytiků oslovených agenturou *Bloomberg* (1.2.) očekávalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na únorovém měnověpolitickém zasedání BR ČNB.

Analytici v rámci šetření *IOFT* a *FECF* v průměru očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí lehce pod hladinu 27 CZK/EUR. Prognóza ČNB předpokládá pro 1Q17 (po opuštění kurzového závazku) kurz na úrovni 26,1 CZK/EUR. Analytici z průzkumu *IOFT* předpokládají ukončení režimu intervencí v období 3Q16 až 4Q17, analytici z průzkumu agentury Thomson Reuters v období 2H16 až 2H17, blíže viz Tabulka 2. S výjimkou jednoho analytika nikdo nepředpokládal, že ČNB zavede další opatření, například záporné sazby či posun cílové úrovně koruny. Žádný analytik neočekával, že exit z devizových intervencí bude doprovázen bezprostředním zvyšováním úrokových sazeb. Většina respondentů si myslela, že ČNB neukončí intervenční režim dříve, než ECB ukončí svůj program nákupu aktiv. Někteří analytici uvedli odhadovanou výši devizových rezerv ČNB po opuštění intervenčního režimu; jejich odhady se pohybovaly v rozmezí 63 – 100 mld. EUR (ke konci prosince jejich výše dosahovala 59,5 mld. EUR).

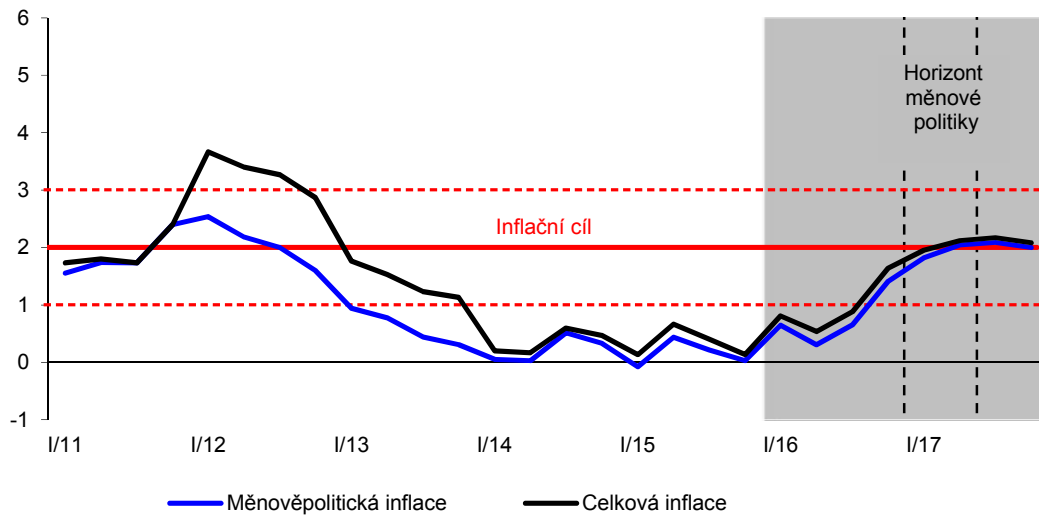
8. Měnověpolitické doporučení sekce měnové

Sekce měnová doporučuje na únorovém měnovém zasedání bankovní rady:

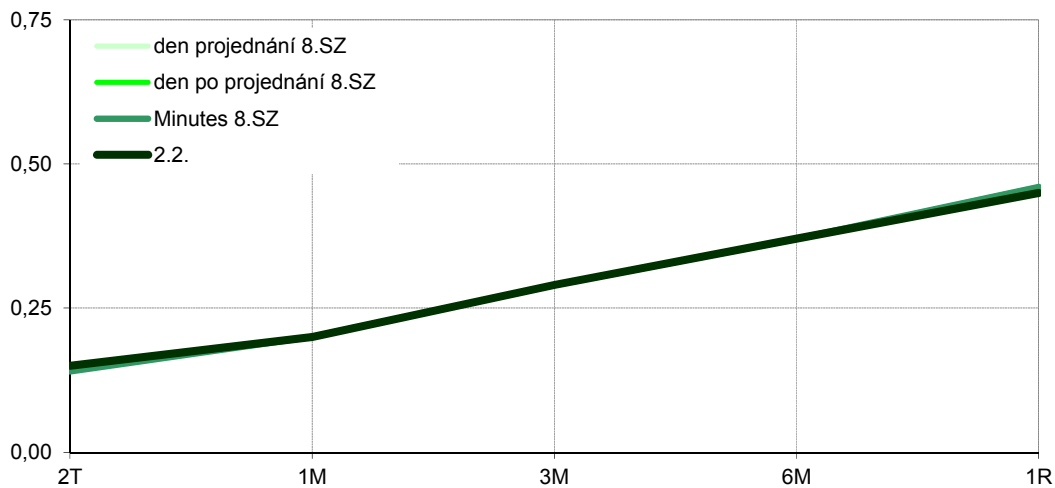
- **ponechat měnověpolitické úrokové sazby beze změny, naznačit však oživení diskuse** o možnosti zavedení **záporných úrokových sazeb** s ohledem na vývoj měnové politiky v zahraničí i na domácích finančních trzích, který ČNB pozorně sleduje;
- **potvrdit závazek ČNB v případě potřeby intervenovat** 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 podle nové prognózy se celková i měnověpolitická inflace zvýší a **na horizontu měnové politiky (první pololetí 2017) dosáhnou 2% cíle**, jehož udržitelné plnění je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky;
- konstatovat, že oproti minulé prognóze se výhled inflace pro nejbližších několik čtvrtletí výrazně snižuje, na horizontu měnové politiky – tedy v první polovině roku 2017 – je pak její snížení méně zřetelné;
- vyhodnotit **bilanci rizik nové prognózy jako vyrovnanou** s tím, že významným obousměrným zdrojem nejistoty je vývoj ceny ropy, která je v posledním období velmi kolísavá;
- zopakovat tak, že **potřeba udržovat měnové podmínky uvolněné přinejmenším v dosavadním rozsahu přetrvává**, přičemž s ohledem na vyznění nové prognózy lze již zcela vyloučit možnost, že bude potřeba provést exit dříve, než ho předpokládá prognóza (začátkem roku 2017);
- nově proto komunikovat (pokud možno jako konsensus bankovní rady), že ČNB **neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v roce 2017**;

- dodat, že aktuálně přitom **bankovní rada vidí jako pravděpodobné ukončení závazku v první polovině roku 2017;**
- komunikovat, že ukončení závazku nepovede ke skokovému posílení kurzu na mírně nadhodnocenou úroveň před zahájením intervencí ČNB mimo jiné proto, že v mezidobí dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin;
- a nově explicitně připojit vyjádření, že **posílení kurzu koruny po opuštění závazku bude navíc tlumeno masivním zajištěním kurzového rizika ze strany vývozců během trvání závazku, stejně jako uzavíráním korunových pozic finančních investorů a případnými intervencemi ČNB ke zmírnění kurzových výkyvů po ukončení závazku.**

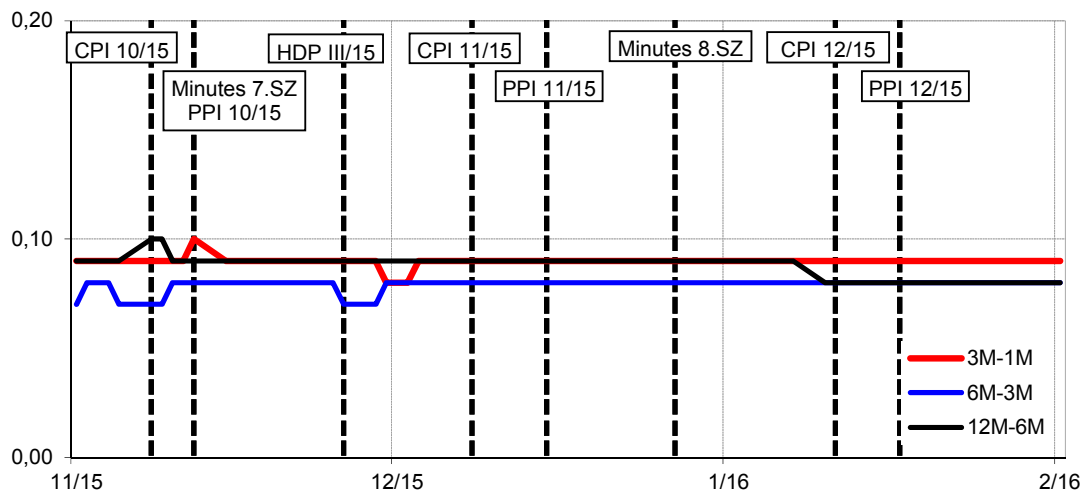
Graf 6: Prognóza inflace z 1. SZ 2016 a cíl ČNB



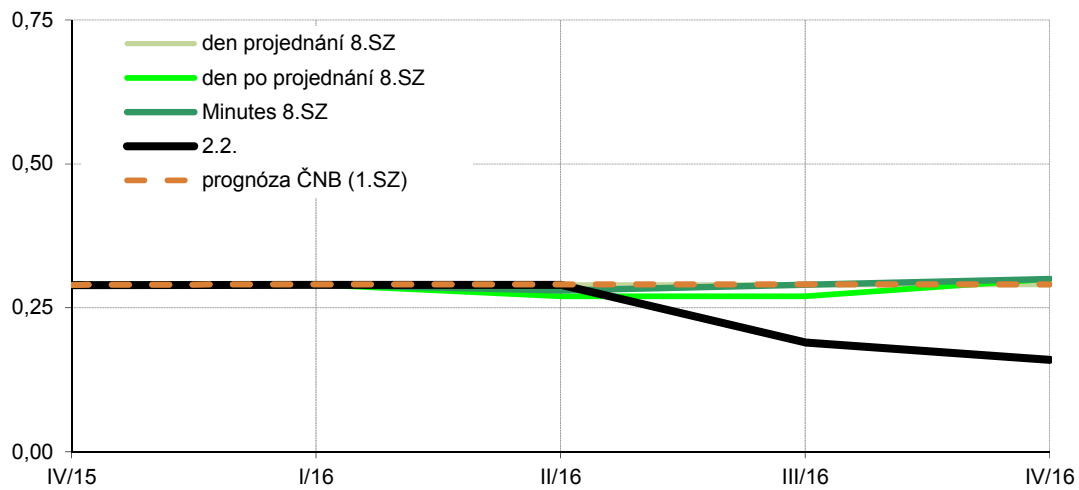
Graf 7: Výnosové křivky PRIBOR



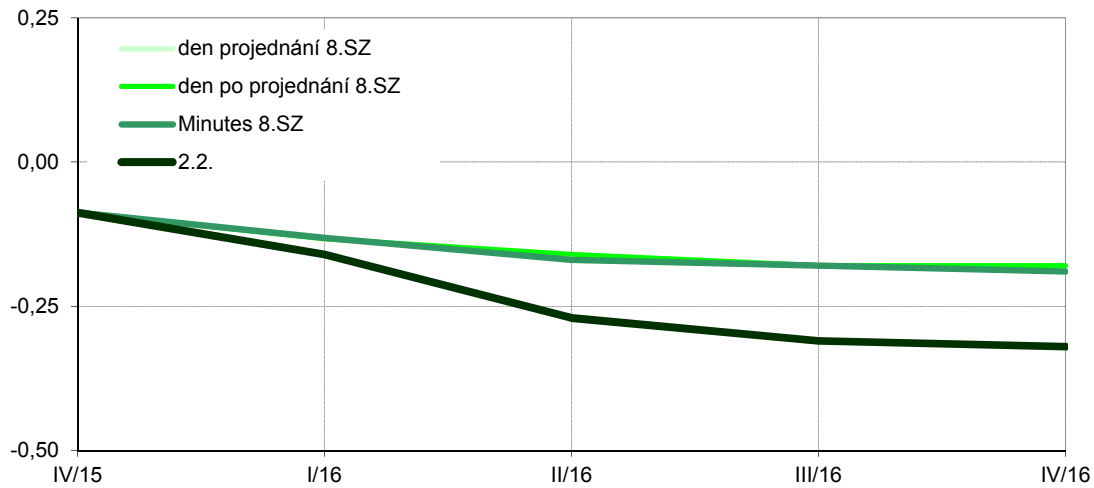
Graf 8: Úroková rozpětí – PRIBOR



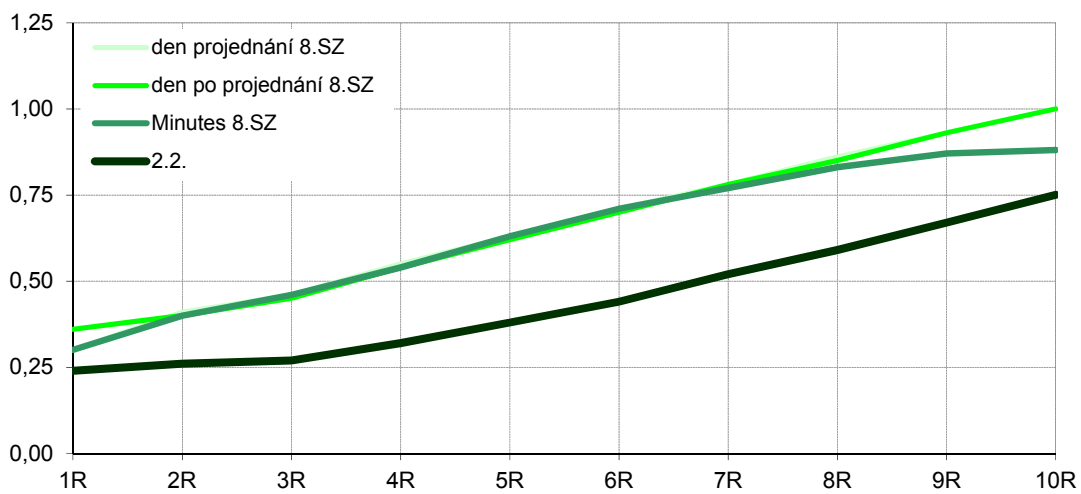
Graf 9: 3M PRIBOR, FRA



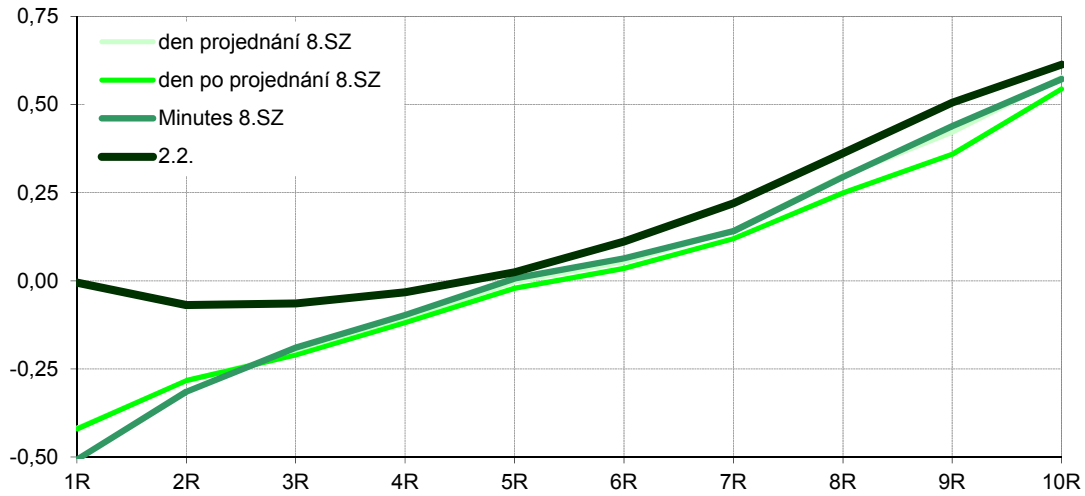
Graf 10: 3M EURIBOR, FRA



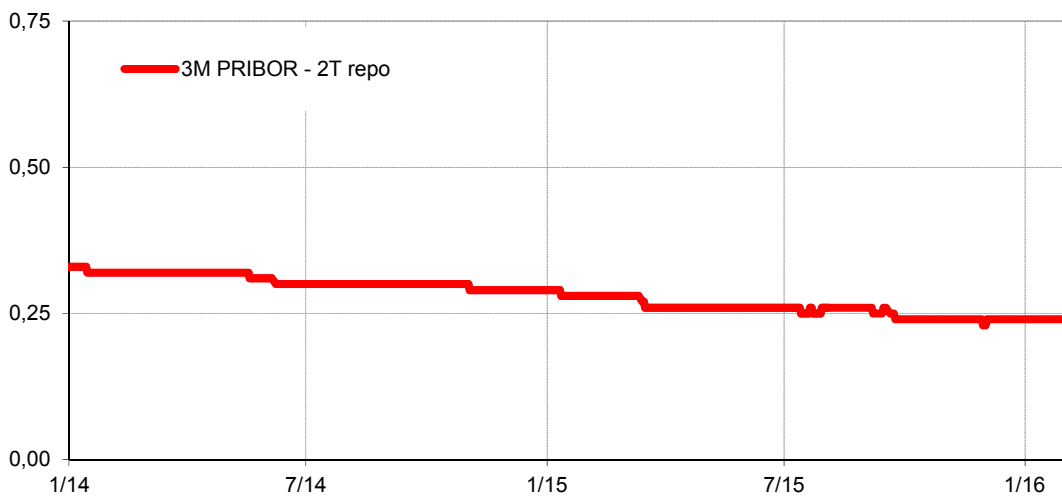
Graf 11: IRS CZK



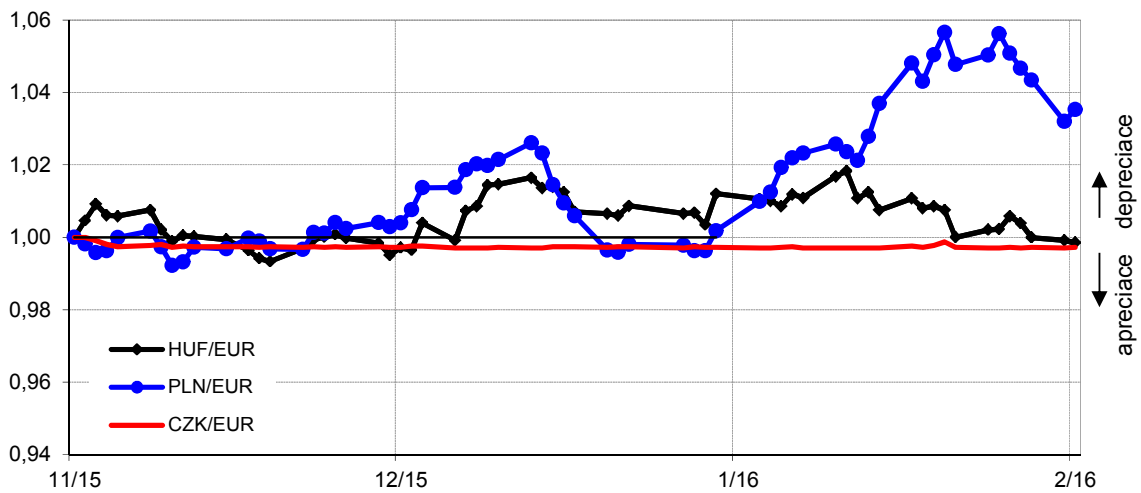
Graf 12: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



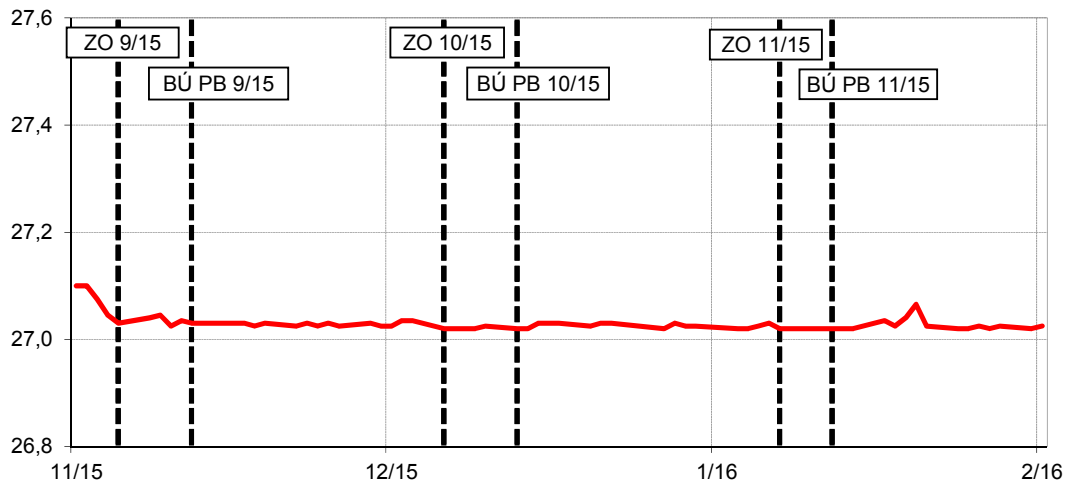
Graf 13: Úrokové rozpětí v ČR



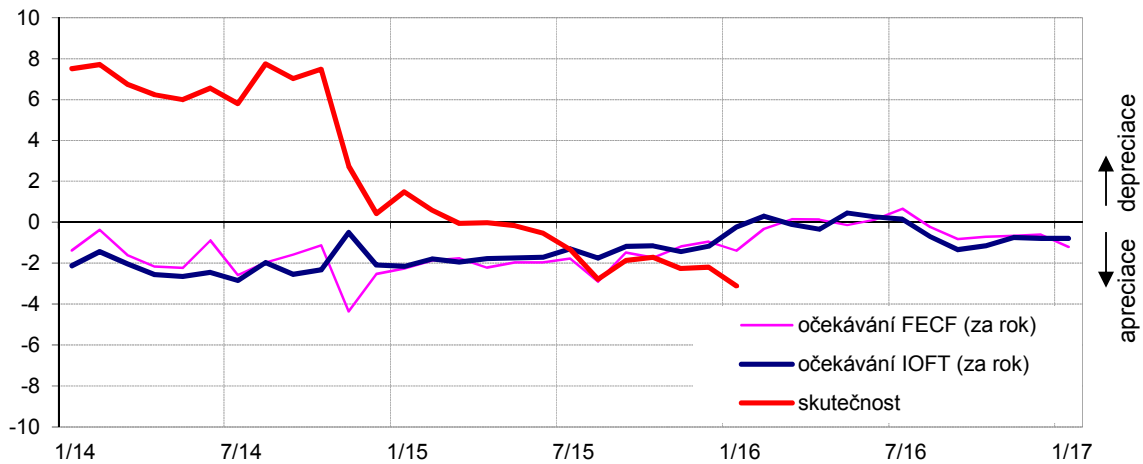
Graf 14: Kurzy středoevropských měn (1.11. = 1,0)



Graf 15: Kurz CZK/EUR

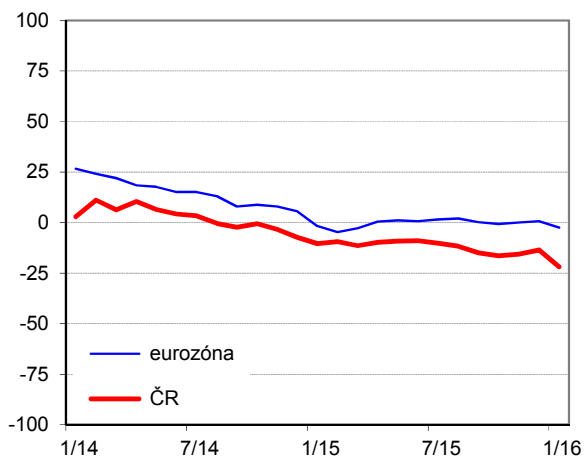


Graf 16: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

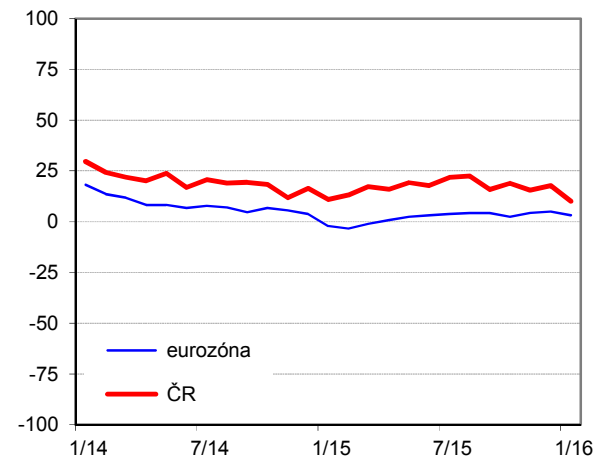


Graf 17: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

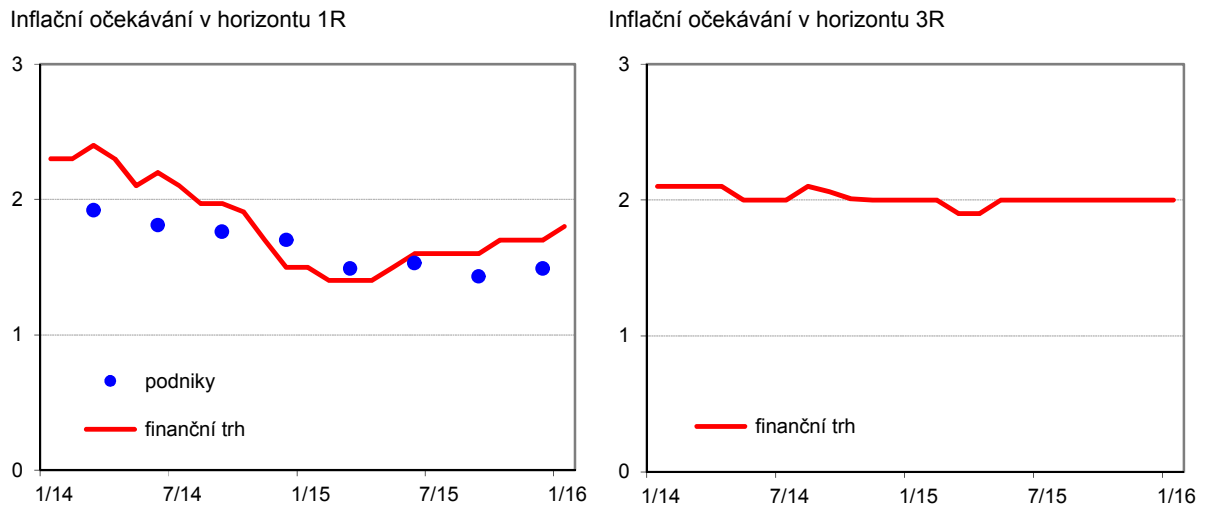
Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců



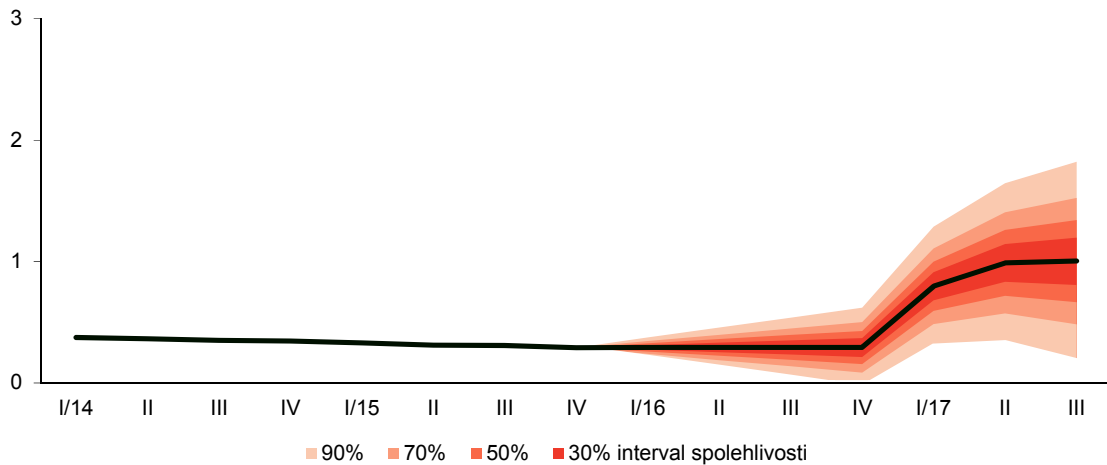
Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících



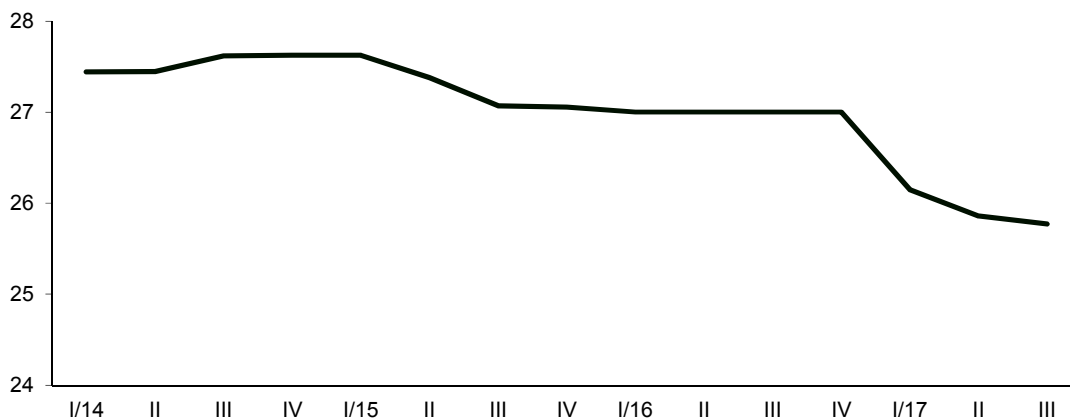
Graf 18: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %



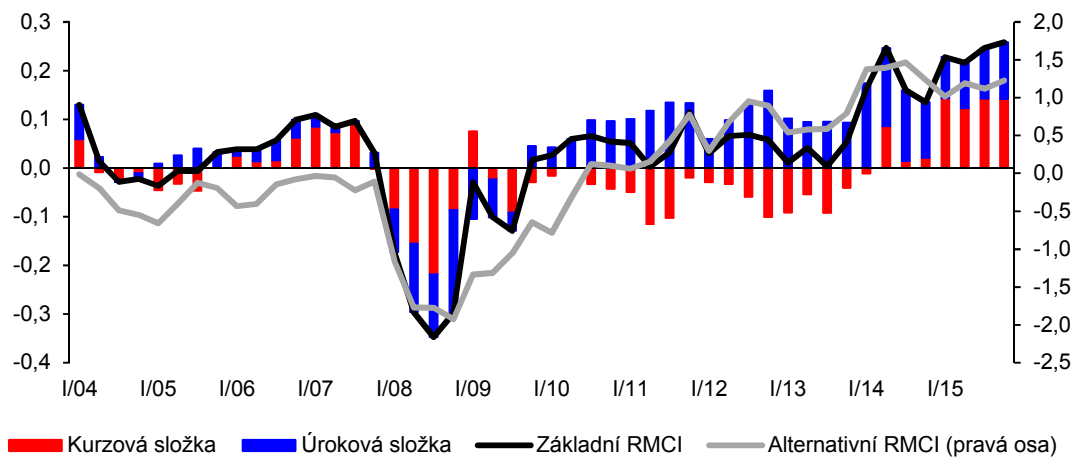
Graf 19: Vějířový graf úrokových sazeb v %



Graf 20: Prognóza měnového kurzu CZK/EUR



Graf 21: 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