Měnověpolitické doporučení pro 3. SZ 2016

Sekce měnová

1. Prognóza ze 3. SZ 2016

Východiskem pro květnové měnověpolitické zasedání je ***nová makroekonomická prognóza ze 3. SZ 2016***. Následující odstavce ve stručnosti shrnují počáteční podmínky, předpoklady a vyznění nové prognózy.

Inflace se počátkem letošního roku mírně zvýšila, nadále se však nacházela výrazně pod cílem ČNB. K mírně kladné inflaci přispěly regulované ceny a korigovaná inflace bez pohonných hmot, v níž se projevuje růst domácí ekonomiky a mezd. Ceny potravin a pohonných hmot naopak klesaly. Tempo růstu HDP začalo v závěru minulého roku zpomalovat.

Růst ekonomické aktivity v efektivní eurozóně se bude na celém horizontu prognózy nacházet poblíž 2 %. Vývoj výrobních i spotřebitelských cen v eurozóně zůstává velmi utlumený, v důsledku odeznění vlivu propadu cen ropy a stabilního růstu ekonomiky eurozóny se však výrobní i spotřebitelské ceny budou postupně zvyšovat. Přispěje k tomu i uvolněná měnová politika ECB, která se promítá do výhledu tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR. Ty se až do konce roku 2017 nacházejí v záporných hodnotách. Výhled kurzu eura vůči americkému dolaru předpokládá jeho přibližnou stabilitu, tržní výhled ceny ropy Brent předpokládá jen pozvolný nárůst.

Růst české ekonomiky v letošním roce zpomalí na 2,3 %, když propad vládních investic v důsledku jen pozvolného náběhu čerpání prostředků fondů EU převáží nad růstem soukromých investic. Ty naopak budou, stejně jako růst celkové ekonomické aktivity, nadále podporovány uvolněnými domácími měnovými podmínkami, nízkými cenami ropy a zvyšující se zahraniční poptávkou. Po odeznění propadu vládních investic tak růst HDP v příštím roce zrychlí na 3,4 %. Rostoucí ekonomická aktivita se bude projevovat pokračujícím zvyšováním zaměstnanosti, i když jeho tempo bude zpomalovat. To povede k dalšímu, byť již jen lehkému, poklesu míry nezaměstnanosti. Mzdy v podnikatelské sféře se letos budou zvyšovat stabilním tempem, výrazněji zrychlí v příštím roce, což platí i pro mzdy v nepodnikatelské sféře.

Vlivem obnoveného poklesu regulovaných cen, dočasného prohloubení poklesu cen potravin a přechodného zvolnění korigované inflace bez pohonných hmot se celková i měnověpolitická inflace v nejbližším období opět dočasně sníží do blízkosti nuly. V závěru letošního roku se však inflace začne zvyšovat a na horizontu měnové politiky dosáhne 2% cíle, který následně mírně překročí. Přispěje k tomu pokračující působení domácích nákladových tlaků (zvyšujících se mezd i ceny kapitálu) na růst spotřebitelských cen i prognózou předpokládané prodloužení trvání kurzového závazku až do poloviny roku 2017. Zároveň postupně odezní aktuálně silně protiinflační působení dovozních cen plynoucí z propadu výrobních cen v eurozóně. Korigovaná inflace bez pohonných hmot se tak po zpomalení v tomto roce začne v příštím roce opět zvyšovat. V souvislosti s vývojem světových cen zemědělských komodit a odezněním jednorázových vlivů z minulého roku se ve druhé polovině letošního roku obnoví růst cen potravin. Regulované ceny se letos v souhrnu nepatrně meziročně sníží, poté mírně porostou. Aktuálně hluboký meziroční pokles cen pohonných hmot se bude zmírňovat,

od počátku příštího roku již ceny pohonných hmot porostou v návaznosti na vývoj světových cen ropy a benzínu.

K dosažení 2% cíle ČNB, jehož udržitelné plnění je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky, dojde dle prognózy na horizontu měnové politiky. Prognóza přitom předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a prodloužení používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017. Po opuštění kurzového závazku je s prognózou konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb a posílení měnového kurzu až na 26,1 CZK/EUR v závěru roku 2017, když se do jeho vývoje promítne kladný úrokový diferenciál vůči euru, dozvuky kvantitativního 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. První z nich je spojena s vývojem cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně. V rámci domácí ekonomiky pak panuje nejistota ohledně faktorů stojících za zastavením růstu dynamiky nominálních mezd. Kombinace obou těchto nejistot je kvantifikována citlivostními scénáři (viz část 3 tohoto MPD).

Celkově hodnotí sekce měnová rizika nové prognózy ve 3. SZ 2016 jako mírně protiinflační ve vazbě na zpracované citlivostní scénáře.

2. Diskuze potřeby dalšího uvolnění měnové politiky

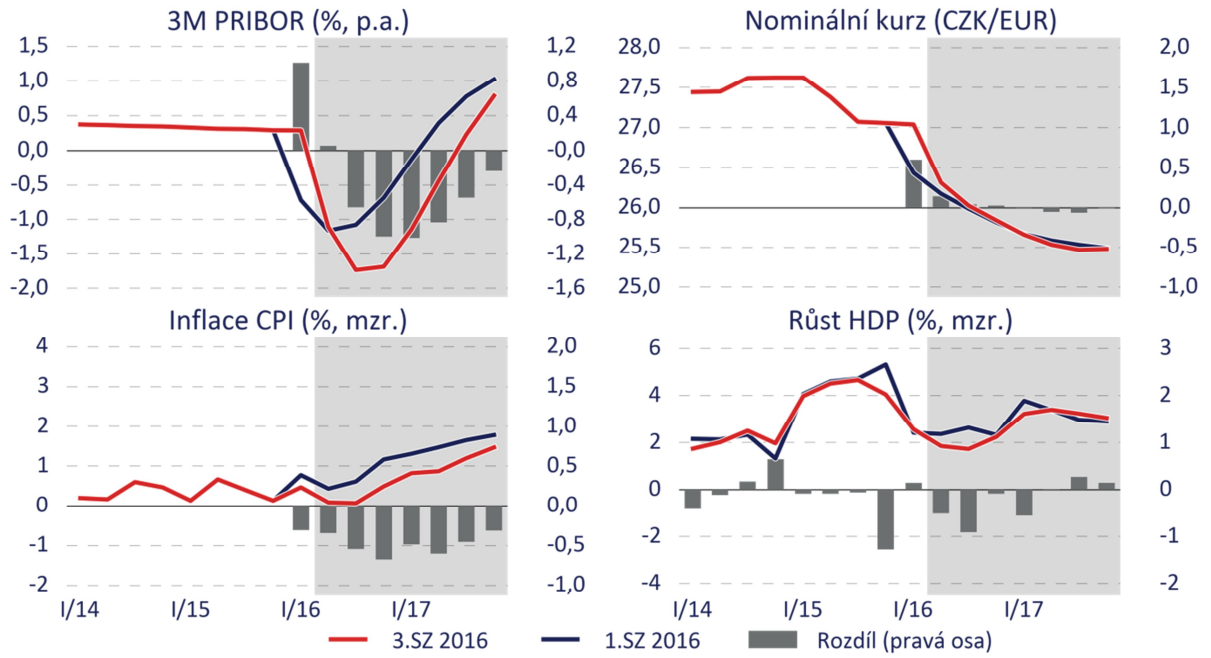
Standardním východiskem úvah o případné změně parametrů kurzového závazku (jeho hladiny a doby jeho využívání) jsou vedle prognózy též tři již tradiční simulace: scénář s volnými sazbami, který signalizuje rozsah potřebného uvolnění měnových podmínek při použití tradičního nástroje (tedy skrze hypotetické snížení úrokových sazeb), scénář s endogenním kurzem, který ukazuje rozsah potřebného uvolnění měnových podmínek prostřednictvím měnového kurzu a 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 verzi této simulace z 1.SZ zvýšil. Aktuálně tato potřeba činí více než osm snížení repo sazby o standardních 0,25 procentního bodu)[1] kulminujících ve třetím čtvrtletí 2016. Trajektorie sazeb je ve srovnání se simulací s volnými sazbami z 1. SZ výrazně níže i na zbytku horizontu predikce. Tato potřeba více záporných sazeb je dána zejména nižším výhledem stínových zahraničních sazeb[2] a nižšími nákladovými tlaky (aktuálně nízkou inflací, pokračujícím poklesem zahraničního PPI a zastavením zrychlování růstu mezd). Kurz v této simulaci posiluje na podobné hodnoty jako v minulé verzi této simulace, inflace je na celém horizontu prognózy ve srovnání s minulou verzí této simulace nižší a na horizontu měnové politiky nedosahuje 2% cíle ČNB.

[1] Konkrétně scénář implikuje hodnotu sazeb 3M PRIBOR ve výši -1,8 % ve třetím čtvrtletí 2016. Ani to však v simulaci nestačí k plnění cíle na horizontu prognóze.

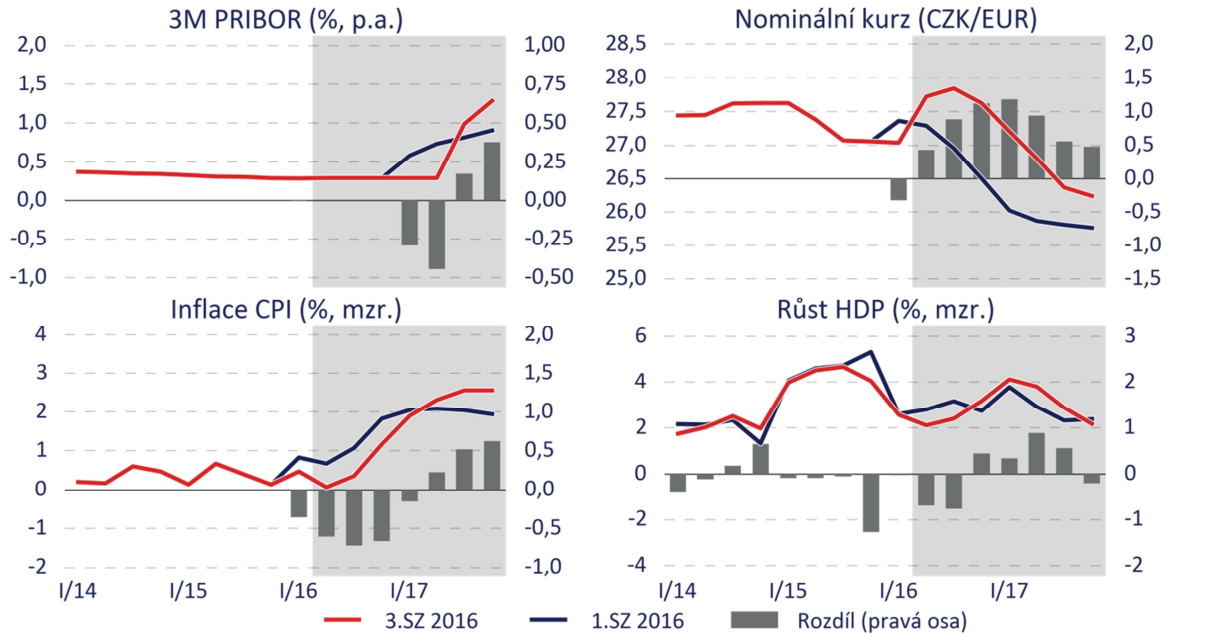
[2] Stínové zahraniční sazby jsou modelovou aproximací dopadu politiky kvantitativního uvolňování ze strany ECB prostřednictvím (hluboce) záporné hypotetické sazby 3M EURIBOR. Nižší výhled stínových sazeb oproti minulé prognóze odráží vedle snížení výhledu samotné sazby 3M EURIBOR i zvýšení objemu nákupu aktiv ze strany ECB.

Graf 1: Scénář s volnými úrokovými sazbami



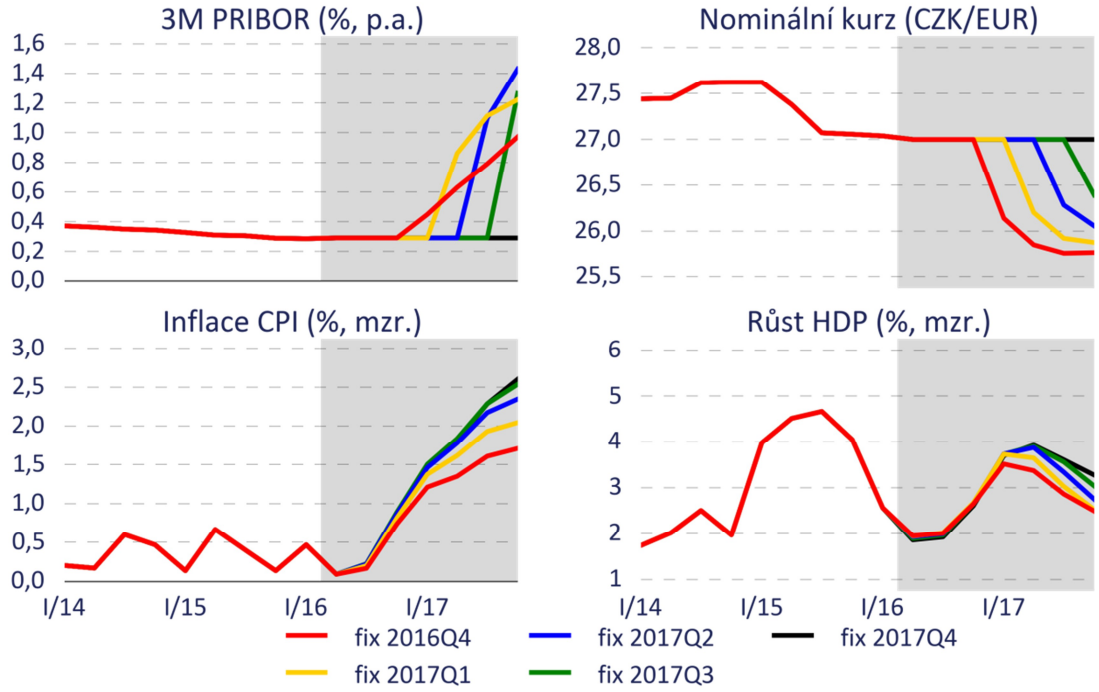
V **simulaci s endogenním kurzem** (viz Graf 2) se kurz pohybuje na celém horizontu prognózy na výrazně slabší úrovni, než tomu bylo ve verzi této simulace z 1.SZ. Jeho oslabování kulminuje ve třetím čtvrtletí 2016 na hladině cca 27,8 CZK/EUR, poté kurz začíná postupně posilovat, a to až na úroveň přibližně 26,2 CZK/EUR na konci roku 2017. Simulace tak naznačuje výraznější potřebu dodatečného uvolnění měnových podmínek prostřednictvím dalšího oslabení kurzu, než tomu bylo v 1. SZ. Inflace se ve srovnání s minulou verzí této simulace pohybuje v tomto roce níže, v příštím roce naopak leží na vyšší úrovni. Na horizontu měnové politiky tak přestřeluje 2% inflační cíl. Tomu odpovídá vývoj domácích úrokových sazeb, jejichž růst je ve druhé polovině příštího roku – tedy po předpokládaném opuštění kurzového závazku – oproti minulé verzi simulace výraznější.

Graf 2: Scénář s endogenním kurzem



Simulace s variantním časovým umístěním exitu (viz Graf 3) ukazuje potřebu prodloužení používání kurzového závazku až do poloviny roku 2017, tedy v souladu s předpokládaným používáním kurzu v nové prognóze (modrá čára – kurz fixován do 2Q17). Dřívější opuštění kurzového závazku by nevedlo k dosažení inflačního cíle na horizontu měnové politiky (červená čára – fixace kurzu do 4Q16), resp. by zaručilo jen těsné dosažení cíle (žlutá čára – fixace kurzu do 1Q17). Prodlužování používání kurzu za horizont poloviny příštího roku vede ke stále robustnějšímu nadstřelování 2% inflačního cíle na horizontu měnové politiky a k zesilování potřeby následného zpřísňování měnových podmínek. Tomu odpovídá zvyšující se výhled růstu HDP a čím dál strmější nárůst domácích úrokových sazeb. Tempo zhodnocování kurzu po exitu je v různých časových variantách obdobné.

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



3. Rizika a nejistoty prognózy

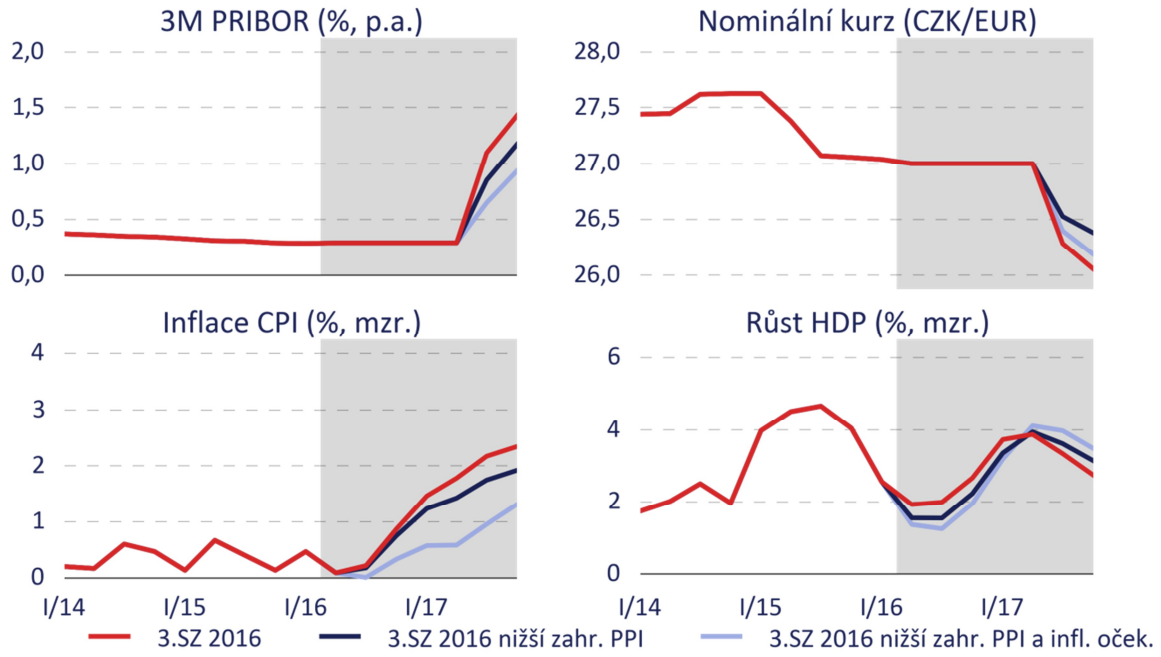
Významná část nejistot identifikovaných v průběhu zpracování prognózy je spojena s vývojem cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně. V rámci domácí ekonomiky pak panuje nejistota ohledně faktorů stojících za zastavením zrychlování růstu nominálních mezd. Kombinace obou nejistot je kvantifikována citlivostními scénáři.

První citlivostní scénář byl motivován dlouhodobým nadhodnocováním Consensus Forecasts u predikce průmyslových výrobních cen v eurozóně a kvantifikuje **dopady nižšího výhledu cen zahraničních výrobců** (v rozsahu cca 1 procentního bodu oproti základnímu scénáři v letech 2016 i 2017), přičemž zachovává z hlediska domácí měnové politiky stejný předpoklad jako základní scénář, tj. stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017. Rovněž předpoklady o vývoji ostatních zahraničních veličin zůstávají shodné se základním scénářem prognózy.

Tento scénář vede k nižší domácí inflaci, která se tak na horizontu měnové politiky nedostává na cíl (viz Graf 4; tmavě modrá čára). Měnová politika na to reaguje uvolněnějším

nastavením měnových podmínek oproti základnímu scénáři, tj. po exitu pomalejším zvyšováním domácích úrokových sazeb při pozvolnějším posilování kurzu. Až do poloviny roku 2017 stabilní kurz přitom v tomto scénáři netlumí zhoršování cenové konkurenceschopnosti české produkce, ke kterému dochází z důvodu nižších cen našich konkurentů v mezinárodním obchodě. To se promítá do nižšího reálného vývozu a celkově do pomalejšího růstu HDP. Slabší ekonomický růst v roce 2016 a utlumenější inflace má za následek pomalejší růst nominálních mezd.

Graf 4: Citlivostní scénáře nižšího zahraničního PPI a měnovou politikou nedostatečně ukotvovaných inflačních očekávání – dopady na domácí ekonomiku



Druhý scénář obohacuje předchozí scénář ještě o **předpoklad měnovou politikou nedostatečně ukotvovaných inflačních očekávání**. Vychází přitom z nejistoty, zda inflační očekávání budou i při dlouhodobě utlumené inflaci a déletrvajícím působení deflačních tlaků z eurozóny nadále ukotvena u 2% cíle, a zda se jejich případný pokles nepromítne do mzdových vyjednávání s potenciálním dopadem do vývoje inflace ve střednědobém horizontu.

V tomto scénáři dochází ve srovnání se základním scénářem k pozvolnějšímu růstu nominálních mezd, což zpomaluje růst nákladů firem a následně vede k mírnějším inflačním tlakům z domácí ekonomiky. **Méně ukotvená inflační očekávání tak v kombinaci s utlumenějším výhledem zahraničních výrobních cen vedou ke zřetelnému podstřelení inflačního cíle na horizontu měnové politiky** (viz Graf 4; světle modrá čára). Vlivem vyšších reálných úrokových sazeb a zejména pomalejšího růstu nominálních mezd se oproti základnímu scénáři snižuje dynamika spotřeby domácností. Naopak nižší náklady na práci pomáhají udržet cenovou konkurenceschopnost domácí ekonomiky i při nižším zahraničním PPI, což v tomto scénáři působí pozitivně na exportní odvětví a zvyšuje čistý vývoz ve srovnání se základním scénářem. Výhled růstu HDP je tak ve výsledku ve srovnání se základním scénářem v letošním roce mírně nižší a v příštím roce naopak leží výše. Ve druhé polovině roku 2017 dochází při nižší inflaci k mírnějšímu zvýšení úrokových sazeb oproti základnímu scénáři prognózy i první variantě citlivostního scénáře. Tempo posílení nominálního kurzu se nachází mezi oběma uvedenými scénáři, když odráží na jedné straně nižší úrokové sazby (faktor pozvolnějšího posilování kurzu) a na druhé straně nižší hladinu

cen a mezd v ekonomice (umožňující výraznější nominální posílení bez ztráty cenové konkurenceschopnosti).

4. Další měnověpolitické úvahy

Simulace s volnými úrokovými sazbami a simulace s endogenním kurzem ukazují na potřebu dalšího uvolnění měnové politiky. Simulace s variantním časovým umístěním exitu dokládá, že opuštění kurzového závazku dříve než ve 3Q17 by vedlo k podstřelení inflačního cíle na horizontu měnové politiky. Nová prognóza v souladu s tím předpokládá **prodloužení používání kurzu jako nástroje měnové politiky a stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni až do poloviny roku 2017** (posun o dvě čtvrtletí oproti minulé prognóze). Oproti 1. SZ se přitom výhled inflace pro nejbližších několik čtvrtletí výrazně snižuje (až do blízkosti nuly), na horizontu měnové politiky se inflace dostává – podobně jako v minulé prognóze – do cíle. Bilance rizik nové prognózy je přitom ve vazbě na zpracované citlivostní scénáře hodnocena jako mírně protiinflační.

Sekce měnová doporučuje, aby uvedený posun termínu exitu v prognóze reflektovala ve své komunikaci rovněž bankovní rada, a to konstatováním, že bankovní rada vidí jako pravděpodobné **ukončení používání kurzu jako nástroje měnové politiky v polovině roku 2017.**

Oba výše uvedené citlivostní scénáře popisují vnímaná **protiinflační rizika**, přičemž v případě scénáře s méně ukotvenými inflačními očekáváními jsou dopady do snížení výhledu inflace na horizontu měnové politiky výrazné. Základní scénář prognózy je totiž v situaci, kdy standardní simulace naznačují poměrně silnou potřebu dalšího uvolnění měnové politiky, postaven na relativně silném předpokladu. A totiž, že subjekty identifikující tutéž potřebu uvolnění měnových podmínek jako centrální banka, nebudou v důsledku následně pozorovaného nedostatečného uvolnění měnové politiky (kurz zůstane na 27 CZK/EUR) systematicky přehodnocovat svá očekávání směrem dolů. Ta budou nadále ukotvena na 2% cíli ve víře, že centrální banka je schopna a ochotna návrat inflace na cíl prostřednictvím svého instrumentária zajistit, resp. že agenty následně pozorovaná stabilita kurzu je pouze náhodným vychýlením od jeho optimální (oslabující) trajektorie, ke které se kurz s pomocí centrální banky nakonec dříve či později přimkne.

Nakolik je tento předpoklad prognózy stále realistický, je otázkou.[3] A to zejména v situaci, kdy je implikované žádoucí oslabení endogenního kurzu po delší době opět poměrně výrazné[4] a kdy nízkoinflační vývoj přetrvává již značnou dobu. ČNB se v loňském roce transparentním způsobem postavila k protiinflačním dopadům vnějších nákladových šoků a komunikovala, jakým způsobem k nim bude přihlížet v nastavení své měnové politiky, tedy že bude jejich primární cenové dopady de facto „výjimkovat“.[5] Intenzita i doba trvání protiinflačních vlivů

[3] Vedle přímých měnověpolitických implikací případné neplatnosti jednoho z klíčových předpokladů prognózy je tu i související „obava“ druhého řádu. Tou je fakt, že tímto předpokladem „podmíněná“ prognóza inflace se nemusí z důvodu jeho faktické neplatnosti v budoucnu strefovat do pozorované skutečnosti a pro ČNB bude obtížné vysvětlovat, že na vině nejsou nedostatky v kvalitě prognostického aparátu.

[4] Nad rámec scénářů prezentovaných v části 2 je pro hodnocení nastavení měnové politiky k dispozici i index reálných měnových podmínek. Jak ukazuje Graf 20 na konci MPD, vykazuje kurzová složka indexu reálných měnových podmínek v poslední době postupně slábnoucí uvolnění. Úroková složka indexu zůstává výrazně uvolněná a žádoucím způsobem slábnoucí vliv kurzu kompenzuje (jaké to má implikace z hlediska finanční stability a makroprudenční politiky necháváme stranou).

[5] Viz např. prohlášení BR na tiskové konferenci po měnovém zasedání v únoru 2015*: „…na primární dopady tohoto šoku do cenové hladiny Česká národní banka v souladu se svou předchozí komunikací nebude reagovat. To znamená, že je připravena v letošním roce tolerovat dočasný pohyb inflace blízko nuly, nebo i lehce pod ní. V*

ze zahraničí na domácí cenový vývoj jsou však podstatně větší, než se loni očekávalo.[6] Riziko negativních sekundárních dopadů vnějších deflačních tlaků, na něž komunikace ČNB v loňském roce rovněž upozorňovala, nelze proto podceňovat. A to ani v situaci, kdy lze loňský vývoj domácí ekonomické aktivity a na trhu práce hodnotit jako velmi pozitivní a růst domácí poptávky (i po zohlednění vlivu vládních investic z fondů EU) byl – a v nejbližší době i nadále bude – poměrně robustní.[7]

Na rozdíl od primárních dopadů vnějších nákladových šoků nelze výjimkovat případné negativní sekundární dopady současného nízkoinflačního prostředí do cenového vývoje v delším období. Ukotvování inflačních očekávání je totiž právě tím „core businessem" centrální banky, který za ni nikdo jiný neudělá. Je proto v této situaci třeba stále připomínat, že naším cílem zůstává cenový růst na úrovni 2 % a že kurzový závazek je pouze nástrojem k jeho dosažení. A to včetně toho, že kurzový závazek má dva parametry, s nimiž lze v případě potřeby hýbat: délku používání a kurzovou (intervenční) hladinu. Kurz se nesmí (a to ani z důvodů komunikačních) stát v režimu cílování inflace paralelním cílem centrální banky, resp. novou nominální kotvou pro ekonomiku. V této souvislosti platí, že čím déle bude ČNB používat svůj kurzový závazek na stabilní úrovni 27 CZK/EUR, tím větší je hrozba toho, že očekávání ekonomických subjektů budou ukotvena stabilní kurzovou hladinou a nikoliv 2% inflačním cílem. Z původně předpokládaného trvání kurzového závazku v délce zhruba jednoho roku se délka používání kurzového závazku z dnešní perspektivy prodlužuje na minimálně čtyři roky. Pokud tedy vnímáme neukotvenost inflačních očekávání jako největší riziko prognózy, nelze toto riziko kompenzovat prodlužováním kurzového závazku. Jediným způsobem, jak ukotvit inflační očekávání, by v této situaci a při daném kurzovém režimu ČNB byl posun kurzového závazku na slabší úroveň.

Vývoj **měřených inflačních očekávání** (viz kap. II. 5. SZ, resp. grafy na konci tohoto MPD) neposkytuje v tomto ohledu zatím jednoznačnou evidenci[8]. Je přitom otázkou, zda z tohoto zdroje vůbec někdy robustní a včasné signály – využitelné při vpředhledícím nastavování měnové politiky – obdržíme. Lepším indikátorem mohou být tzv. „revealed" neboli **projevená očekávání**, na jejichž vývoj lze usuzovat např. z pozorovaného či očekávaného **mzdového růstu** (z informací kolem kolektivních vyjednávání apod.). V tomto ohledu vyvolává zvýšenou pozornost zastavení další akcelerace růstu mezd. Je zde oprávněná obava, aby se vývoj reálné ekonomiky a trhu práce neustálil v nové nominální rovnováze, kdy dosažení úrovně potenciálního produktu a plné zaměstnanosti bude odpovídat růst mezd nikoliv v tempu 5 % (3% reálný růst odpovídající růstu produktivity práce + 2% inflace), nýbrž pomalejší mzdový růst. **Vývoj nominálních veličin, zejména mezd, proto bude v nejbližších obdobích sekcí i nadále pozorně sledován a analyzován**.

---

příštím roce (2016) však prvotní dopady tohoto šoku odezní a záměrem České národní banky zůstává zajistit návrat inflace k dvouprocentnímu cíli. Podstatné tedy bude zabránit případným negativním sekundárním dopadům aktuálního propadu cen energetických surovin, které by se odrazily ve vývoji inflace v delším období…"

[6] Inflace se vlivem toho nadále nachází výrazně pod cílem ČNB a s dnešní znalostí se jeví, že měnová politika v období od července 2014 do prosince 2015 měla být výrazně uvolněnější.

[7] To koresponduje se skutečností, že korigovaná inflace bez pohonných hmot je v poslední době – i přes pokles dovozních cen – stabilně nad jedním procentem, když se v ní pozitivně projevuje růst domácí ekonomiky a mezd.

[8] Inflace očekávaná analytiky finančního trhu v ročním horizontu se v posledních měsících nachází stabilně mírně pod 2% cílem ČNB. Také inflační očekávání podnikových manažerů v ročním horizontu setrvávají pod cílem. V tříletém horizontu se inflační očekávání analytiků dlouhodobě nacházejí přesně na úrovni 2% cíle ČNB nebo v jeho těsné blízkosti. U indikátoru domácnostmi vnímané inflace se v prvním čtvrtletí 2016 v průměru lehce prohloubila jeho záporná hodnota. Indikátor očekávané inflace je naopak dlouhodobě mírně kladný. Také tento ukazatel se však na počátku letošního roku posunul níže.

V souvislosti s tím je potřeba vrátit do veřejné komunikace ČNB po delší době úvahy o možném posunu hladiny kurzového závazku na slabší hladinu[9], a to právě za účelem podpory ukotvenosti inflačních očekávání na úrovni inflačního cíle. Sekce měnová proto doporučuje, aby bankovní rada komunikovala nejen to, že ČNB bude i nadále věnovat zvýšenou pozornost vývoji inflačních očekávání a souvisejících nominálních veličin (zejména mezd), ale aby navíc připomněla připravenost posunout kurzový závazek na slabší úroveň, pokud by došlo k systematickému poklesu inflačních očekávání.

Sekce měnová s ohledem na současný vývoj (neprohlubující se úrokový diferenciál) a níže uvedené vyjádření SBO **nedoporučuje zavedení záporných měnověpolitických sazeb na tomto zasedání bankovní rady ani jejich aktivní komunikaci ze strany bankovní rady na tiskové konferenci po jejím květnovém měnovém zasedání**.[10]

Je potřeba nadále **komunikovat připravenost (a současně potenciál) intervenovat na obranu kurzového závazku neomezeně**, tedy bez jakýchkoliv časových nebo objemových limitů, automaticky – bez nutnosti dalšího rozhodnutí bankovní rady. Současně doporučujeme nadále **tlumit očekávání trhů a ekonomických agentů, že po exitu dojde k prudkému posílení koruny** a pokračovat v argumentaci, že kromě průsaku kurzu do inflace a dalších nominálních veličin může být posílení kurzu koruny po exitu 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).

5. Vyjádření sekce bankovních obchodů

Koruna po měnovém zasedání ČNB koncem března opět dosedla na floor navzdory zájmu o prodej CZK z titulu výplaty dividend. To se projevilo i obnovením naší intervenční aktivity. Zatímco v březnu jsme na trhu neintervenovali, v dubnu jsme nakoupili 393 mil. EUR. Trh sice nečekal, že bychom snížili sazby na březnovém měnovém zasedání, nicméně stále zde existovalo riziko, že k tomuto kroku přistoupíme. Po měnovém zasedání toto riziko pominulo a i vlivem naší komunikace ohledně zavedení záporných sazeb od nás trh tento krok nečeká, a to minimálně do doby, kdy by se floor opět dostal pod větší tlak. Část klientů, která čekala, že by koruna mohla ještě oslabit, rezignovala a kupovala CZK, ať už kvůli nutnosti zkonvertovat aktuální hotovost, tak i kvůli uzavírání zajišťovacích obchodů. Klienti se s blížící obměnou bankovní rady začali také více zajímat o riziko předčasného exitu. Na trhu derivátů pokračuje stabilizace s tím, jak se snížily sázky na zavedení záporných sazeb, došlo k další normalizaci swapové křivky. Implikovaný výnos se pohybuje zhruba mezi -0,1 až -0,3 % napříč křivkou, tedy na hodnotách z jara 2015 před zahájením nové intervenční vlny.

Za aktuálních podmínek na trhu **nevidíme momentálně důvod pro zavedení záporných sazeb, nevidíme ani prostor pro další využití tohoto nástroje v naší komunikaci**. Vzhledem k jasně vyjadřované nevoli členů bankovní rady zavést záporné sazby by taková komunikace nezněla věrohodně. **V úvahu připadá zmínka o možnosti posunu flooru na slabší úroveň kurzu, neboť tento krok by byl pro trh velkým překvapením**. Aby taková komunikace zněla uvěřitelně, musela by se poprvé objevit v kontextu zhoršení ekonomické

[9] Naposledy se tato eventualita objevila v prohlášení bankovní rady po jejím měnovém zasedání loni v červnu.
[10] Implementační a komunikační aspekty použití záporných sazeb byly diskutovány na poradě bankovní rady s experty dne 25. 4. 2016 a v případě potřeby je toto opatření připraveno k zavedení do praxe.

situace a výhledu inflace. Je však otázka, zda si tento „komunikační trumf“ neponechat v záloze do doby, kdy budeme muset aktivněji bránit hranici flooru. Nicméně „nevinná“ zmínka o tom, že diskutujeme, zda má smysl pokračovat v dalším odkládání exitu nebo zda raději nepřistoupit k posunu flooru, je podle našeho názoru dobrý způsob, jak nezávazně a přitom uvěřitelně vrátit tento krok zpět do hry.

6. Dosavadní komunikace ČNB

Na *tiskové konferenci* po **březnovém 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.

Bankovní rada vyhodnotila rizika minulé prognózy na horizontu měnové politiky jako mírně protiinflační. Bankovní rada znovu konstatovala, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v roce 2017. S ohledem na mírně protiinflační bilanci rizik přitom bankovní rada viděla jako pravděpodobné ukončení závazku blíže polovině roku 2017.

Během dubna se několik členů BR vyjádřilo k měnové politice ČNB, resp. k jejímu budoucímu nastavení (viz Tabulka 1). Ve svých vyjádřeních potvrzovali vyznění březnového měnověpolitického zasedání, že pravděpodobný termín ukončení kurzového závazku se nachází okolo poloviny roku 2017, a rovněž zmiňovali možnost použití záporných úrokových sazeb na podporu kurzového závazku.

Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů bankovní rady v médiích

11.4.	V. Tomšík (Kolokvium ČNB, Praha)	Bankovní rada opakovaně konstatovala, že ČNB neukončí platnost kurzového závazku dříve než v roce 2017. S ohledem na mírně protiinflační bilanci rizik prognózy vidí bankovní rada jako pravděpodobné ukončení závazku blíže polovině roku 2017. Záporné úrokové sazby mohou být účinným nástrojem pro podporu kurzového závazku.
21.4.	J. Rusnok (MF Dnes)	Nemůžeme rovnou říct, že se nás to netýká, když v eurozóně a v některých dalších státech mají záporné úrokové sazby. Nejsme ostrovem uprostřed oceánu. Pokud by to situace – v zájmu zachování přiměřené uvolněnosti měnových podmínek a v zájmu udržení kurzového závazku – vyžadovala, je to nástroj, kterého se nemůžeme předem vzdát. Prodloužení kurzového závazku na oslabení kurzu koruny si dovedu představit, pokud nám podmínky nedovolí se ho postupně zbavit. Teď je ale nastaven dostatečně dlouhý, nejméně do konce roku je napevno a pak ho pravděpodobně budeme opouštět v polovině příštího roku. Zvyšování závazku mi teď připadá velmi málo pravděpodobné, nevidím, že by to podmínky vyžadovaly. Řekli jsme, že budeme zasahovat proti nadměrnému kolísání. Bude záležet na vývoji situace. Pokud by zpřísnění měnových podmínek bylo na místě, kvůli riziku inflačních tlaků, které by nás postupně mohly tlačit významněji nad náš dvouprocentní inflační cíl, pak je takové posílení žádoucí. To ale nepředpokládám. Pokud ne, tak i tento výkyv může znamenat důvod pro korekci. Není důležité, co se stane ze dne na den, nebo co bude trvat týden, ale kde se hladina v nových podmínkách usadí.
25.4.	M. Singer (Euro)	Neuvěřitelnou spoustu věcí včetně zavedení záporných sazeb (Pozn.: Odpověď na otázku, co může ČNB udělat proti spekulačním tlakům). Řekli jsme, že jsme připraveni intervenovat neomezeně. Objem nakoupených eur navíc odpovídá tomu, co ekonomika a evropské fondy generují. V případě potřeby bude intervenovat, ale už ne na pevně dané hladině (Pozn.: Odpověď na otázku, jak bude ČNB odcházet z režimu intervencí). K tomu dodávám, že

		objem eur, který jsme do této chvíle koupili, spíš odpovídá produkci eur v naší ekonomice a jejich přísunu z EU, což by vedlo – pokud to tak zůstane – k jednomu scénáři, kdy dojde k lehkému zhodnocování koruny. Asi už ne tím tempem a ne na hodnoty, které byly před krizí. Ale taky je možné, že kdyby skutečně přišly spekulační tlaky, tak koruna bude překoupená. Už jsme to zažili, protože koruna byla překoupená bezprostředně po zavedení stropu na posilování koruny. To vedlo k tomu, že v roce 2014 výrazně oslabovala, protože všichni prodali veškerá eura a pak je začali shánět. Když bude koruna opět překoupená, tak si umím představit, že budoucí bankovní rada bude muset spíš zvažovat, jak moc nechá korunu oslabit. Tento scénář se však zatím nenaplňuje. Koruna zahraničními „horkými“ penězi dosud příliš nakupovaná není. Naši tradeři nám říkají, že protistranou většiny transakcí jsou české firmy. Je to věc, kterou si umím představit (Pozn.: Odpověď na otázku, zda nehrozí, že by se vyvolala spekulační poptávka po hotovosti, když jsou sazby tak nízko a zda tedy investoři nebudou držet hotovost?). To je důvod, proč se mluví o dolní mezi na úrokových mírách. Existuje totiž úroveň, kdy pohodlí spojené s penězi na účtu převáží pokuta v podobě záporné úrokové míry. A lidé i firmy pak začnou ze svých účtů v bankách vytahovat svazky bankovek a ukládat si je pod matrace či do sejfů. Mysleli jsme si, že hrana je kolem nuly nebo těsně pod ní, ale nyní se ukazuje, že v některých ekonomikách, kde hotovost už skoro není využívaná, jsou domácnosti a firmy ochotny tolerovat vyšší „zdanění“ peněz na účtu, než se předpokládalo. Nejsou ho však schopny tolerovat donekonečna. Jednou začnou peníze vybírat, což bude znamenat, že se zpomalí oběh peněz, čímž k měnovému uvolňování nakonec nemusí vůbec dojít. To ale neznamená, že centrální banka není schopna peníze do ekonomiky posílat jinak. Může si koupit jiná aktiva.
25.4.	J. Rusnok (Finanční a ekonomický institut)	Nastavení měnových podmínek včetně úrovně kurzového závazku momentálně odpovídá cílům měnové politiky a není důvod je v nejbližší době měnit.

7. Reakce a očekávání finančních trhů

Březnové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno všemi analytiky. Stabilitu základních sazeb ČNB očekávalo všech čtrnáct analytiků z dotazníků *IOFT* (15.3.), všech třináct analytiků podle šetření agentury *Bloomberg* (29.3.) i všech patnáct analytiků oslovených agenturou *Thomson Reuters* (29.3.). Analytici z průzkumu *IOFT* předpokládali ukončení režimu intervencí v období 1Q17 až 1Q18, analytici z průzkumu *Thomson Reuters* v období 1Q17 až 1H18.

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR zůstaly stabilní, sklon výnosové křivky sazeb **PRIBOR** je rostoucí. Výhled sazeb **FRA** implikuje v ročním horizontu pokles sazby 3M PRIBOR o cca 0,1 procentního bodu. Na celém horizontu se tak očekávané tržní sazby pohybují lehce pod trajektorií sazeb předpokládanou v nové prognóze ČNB.

Sazby **IRS** se od posledního zasedání BR lehce zvýšily po celé délce křivky. Výnosová křivka sazeb IRS zůstává rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,2 p.b., spread 10R-1R činí 0,4 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků *IOFT* (15.4.) vyplývá, že na květnovém zasedání BR ČNB i v ročním horizontu všech patnáct analytiků očekává stabilitu základních sazeb ČNB. Rovněž všech dvanáct analytiků oslovených agenturou *Bloomberg* (2.5.) očekávalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na květnovém měnověpolitickém zasedání BR ČNB.

Analytici v rámci šetření *IOFT* a *FECF* v průměru očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí mírně pod hladinu 27 CZK/EUR. Prognóza ČNB předpokládá pro 2Q17 kurz na úrovni kurzového závazku. Analytici v návaznosti na komunikaci bankovní rady posunuli okamžik předpokládaného ukončení intervenčního režimu směrem k pozdějšímu termínu, aktuálně jej očekávají v období 1Q17 až 1Q18 (průzkum *IOFT*), blíže viz Tabulka 2.

Tabulka 2: Očekávání analytiků ohledně okamžiku ukončení režimu devizových intervencí dle IOFT (15.4.)

2016			2017				2018			
2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
			●●●	●●●●●●●	●●	●●	●			

8. Měnověpolitické doporučení sekce měnové

Sekce měnová doporučuje na květnovém 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;

- sdělit, že podle nové prognózy předpokládající používání kurzu do poloviny příštího roku dosáhne **inflace na horizontu měnové politiky** (tedy ve 2. a 3. čtvrtletí 2017) **2% inflačního cíle**, jehož udržitelné plnění je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky;

- konstatovat nicméně, že **oproti minulé prognóze se výhled inflace pro nejbližších několik čtvrtletí výrazně snižuje**, a to až do blízkosti nuly, přičemž nelze vyloučit krátkodobě zápornou inflaci. Inflace tak setrvá výrazně pod cílem déle, než se ČNB dosud domnívala. To odráží skutečnost, že domácí cenový vývoj je stále pod vlivem silných protiinflačních vlivů ze zahraničí, jejichž intenzita i doba trvání jsou větší, než se očekávalo. Tyto faktory přitom mají **povahu pozitivních nákladových šoků**, když vedle svého protiinflačního vlivu působí pozitivně na růst ekonomické aktivity. Od jejich primárních dopadů tak může měnová politika odhlížet a soustředit se na zabránění případným nepříznivým druhotným efektům.

- uvést v tomto kontextu, že **korigovaná inflace bez pohonných hmot je zřetelně kladná**, když se v ní pozitivně projevuje růst domácí ekonomiky a mezd;

- vyhodnotit **bilanci rizik nové prognózy jako mírně protiinflační**, s tím, že nejistota je na straně zahraničí spojena s vývojem cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně a na straně domácí ekonomiky pak s rizikem promítání dlouhodobě nízké inflace do inflačních očekávání a mzdového vývoje;

- zopakovat, že **potřeba udržovat měnové podmínky uvolněné přinejmenším v dosavadním rozsahu přetrvává**;

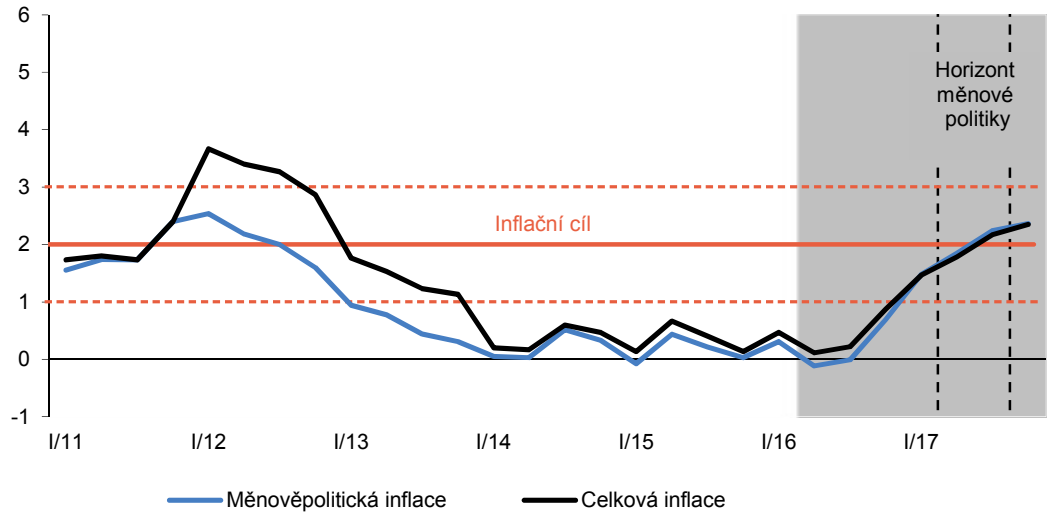
- opět proto konstatovat, že **ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v roce 2017**;

- dodat, že bankovní rada vidí jako **pravděpodobné ukončení závazku v polovině roku 2017**;

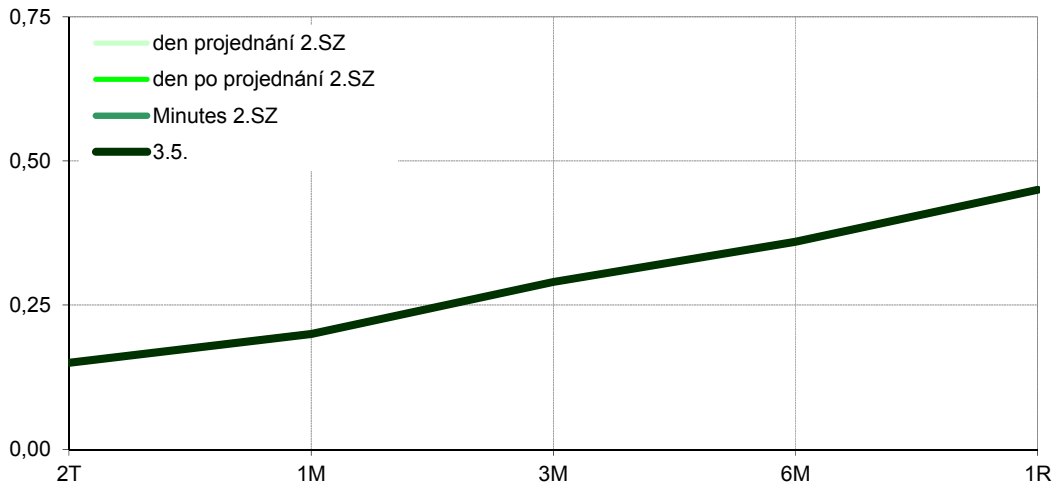
- s ohledem na přetrvávající nízkoinflační vývoj a jeho možné negativní druhotné dopady **obnovit komunikaci** v tom smyslu, že **ČNB je připravena posunout hladinu kurzového závazku na slabší úroveň, pokud by došlo k systematickému poklesu inflačních očekávání projevujícímu se ve vývoji nominálních veličin zejména mezd**;

- pokračovat v komunikaci, že **ukončení závazku nepovede ke skokovému posílení kurzu** na mírně nadhodnocenou úroveň před zahájením intervencí ČNB, neboť v mezidobí dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin a 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.

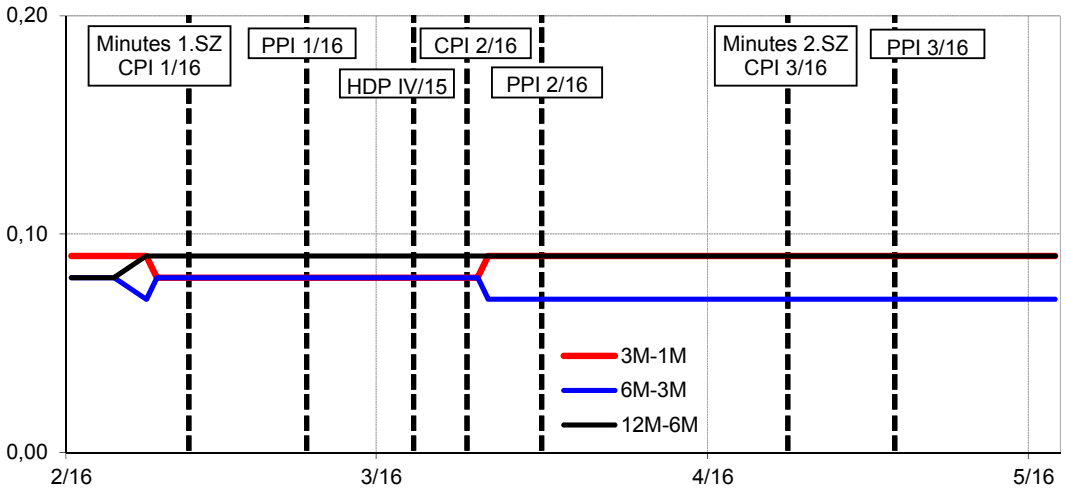
Graf 5: Prognóza inflace ze 3. SZ 2016 a cíl ČNB



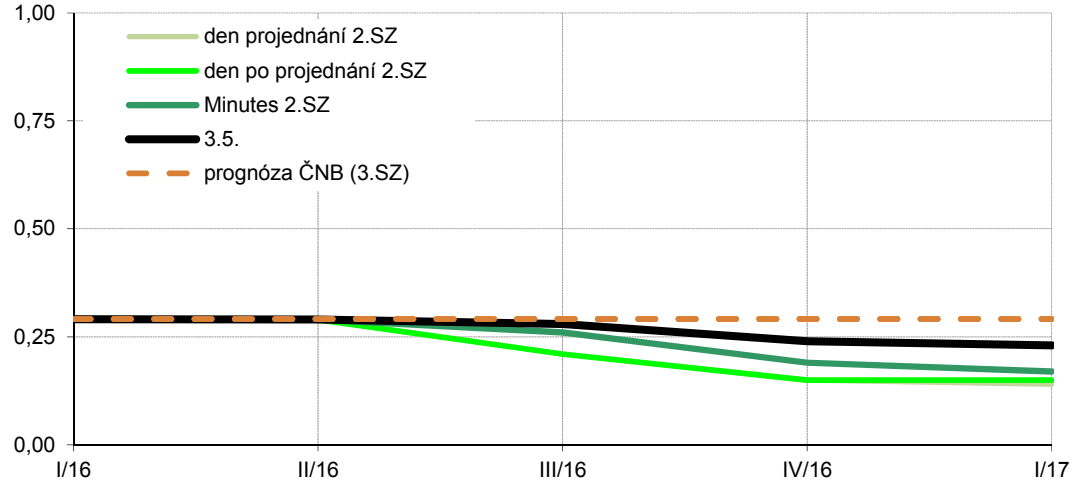
Graf 6: Výnosové křivky PRIBOR



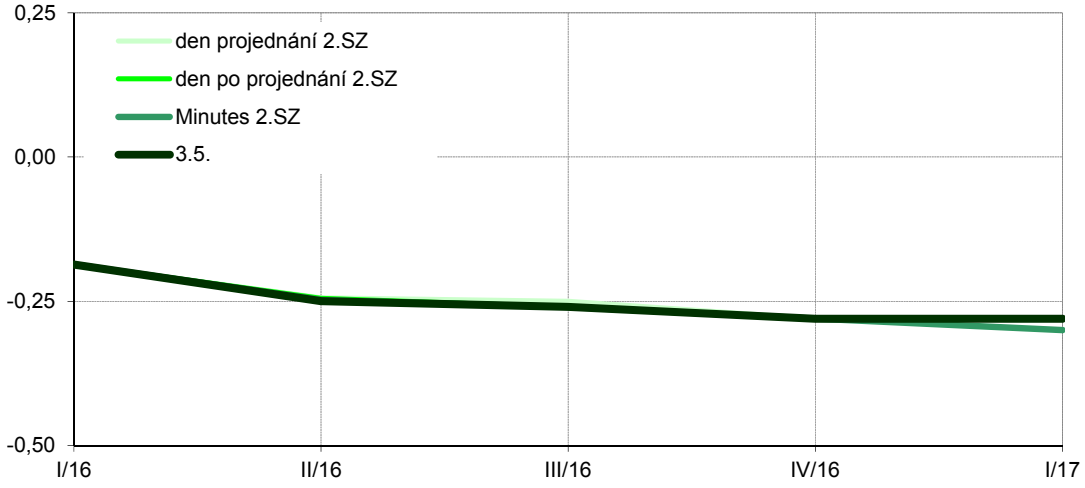
Graf 7: Úroková rozpětí – PRIBOR



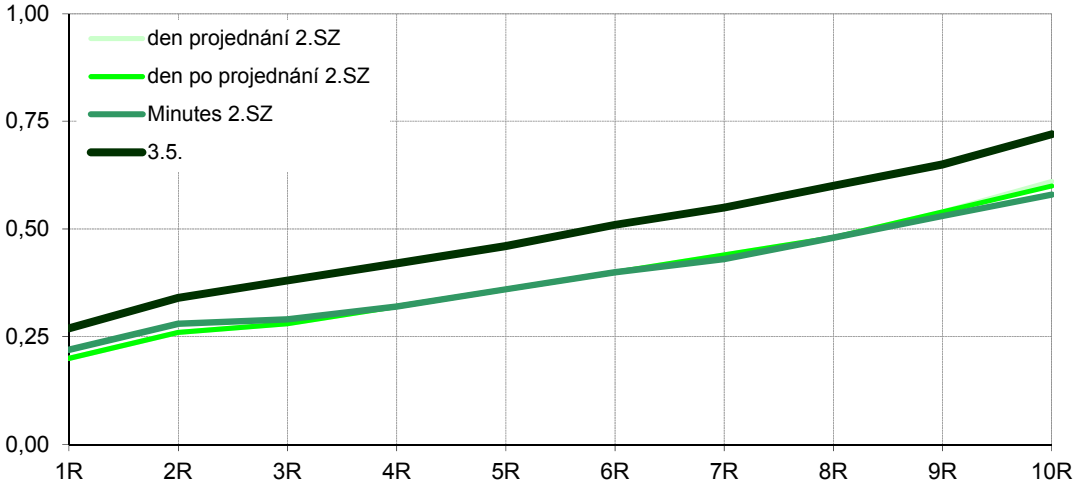
Graf 8: 3M PRIBOR, FRA



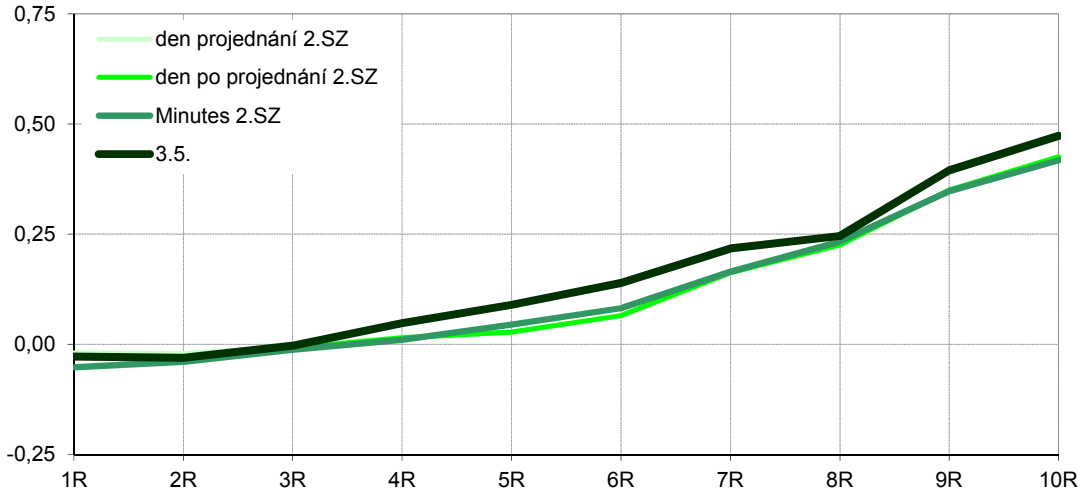
Graf 9: 3M EURIBOR, FRA



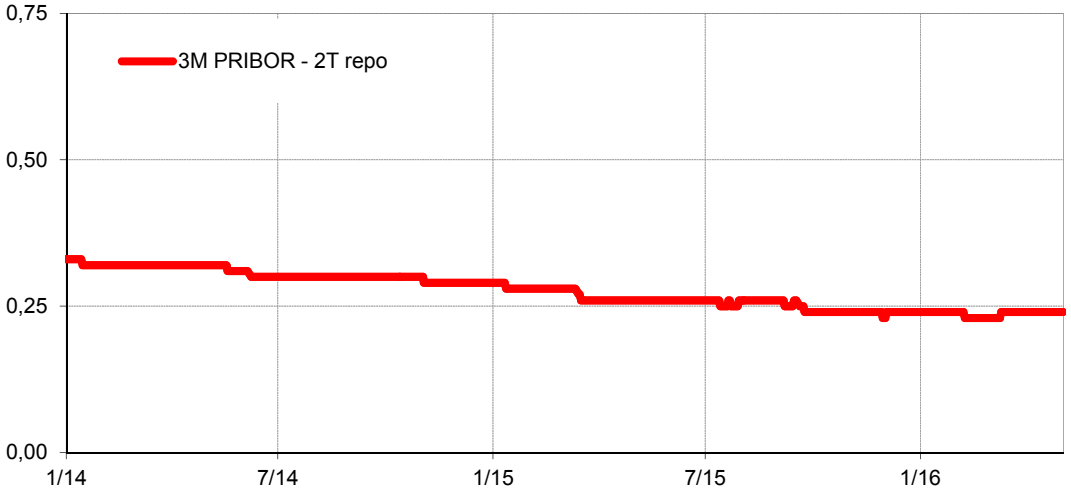
Graf 10: IRS CZK



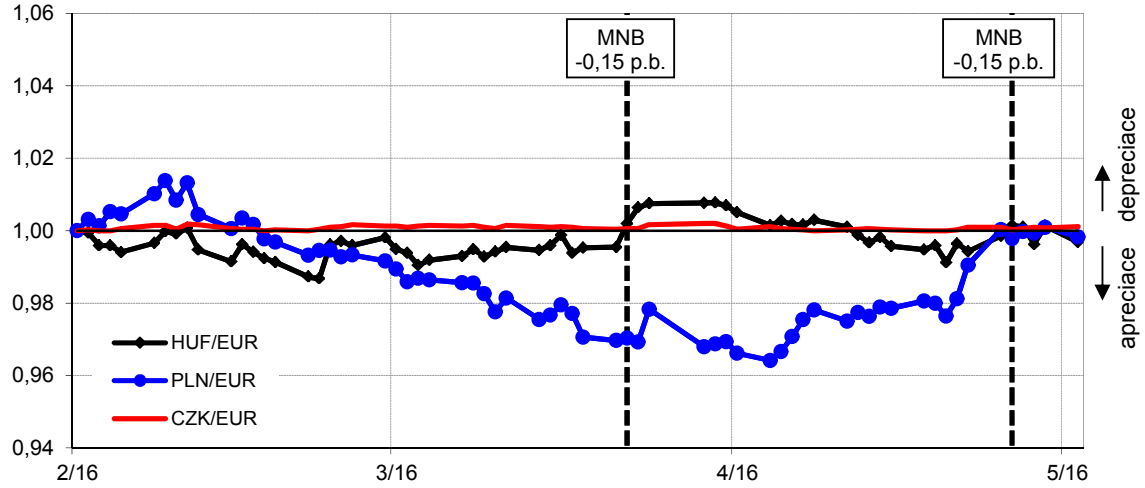
Graf 11: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



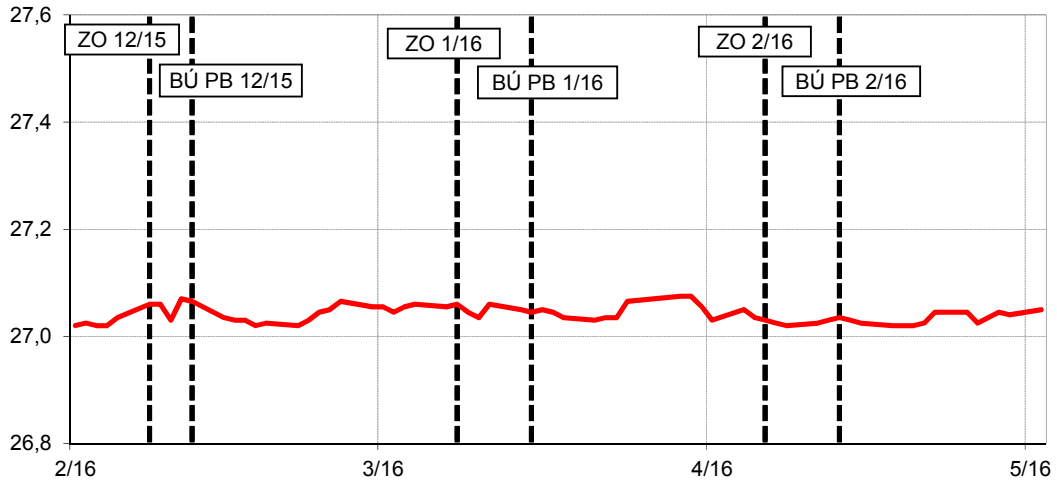
Graf 12: Úrokové rozpětí v ČR



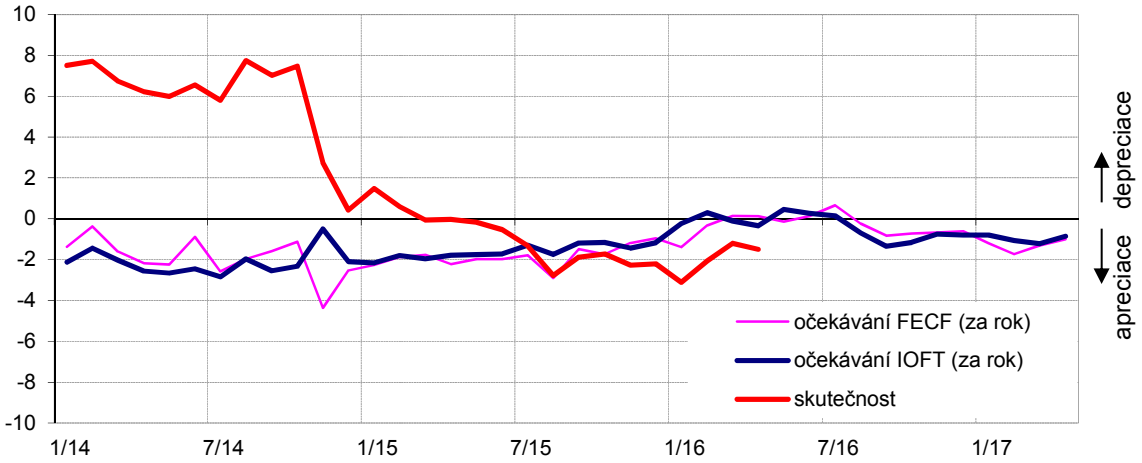
Graf 13: Kurzy středoevropských měn (1.2. = 1,00)



Graf 14: Kurz CZK/EUR

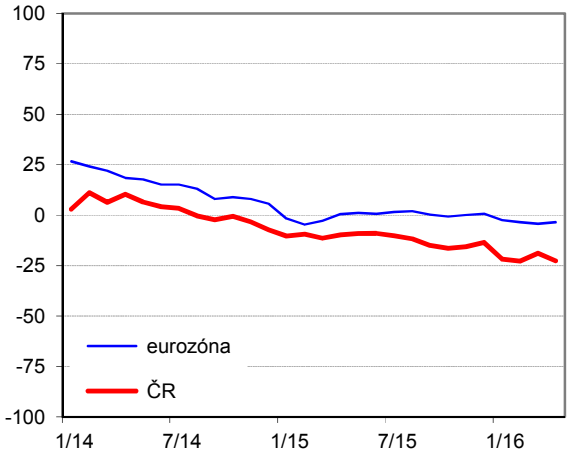


Graf 15: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

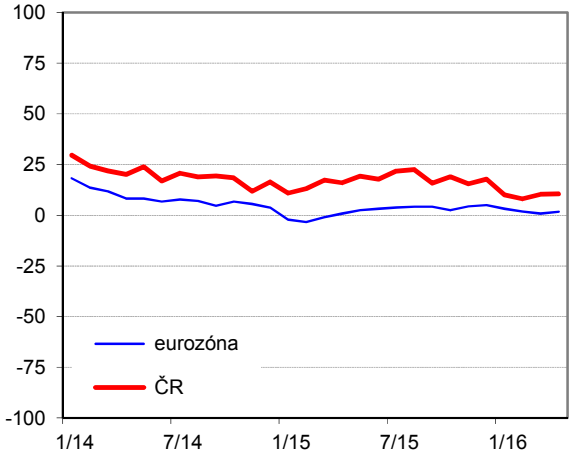


Graf 16: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

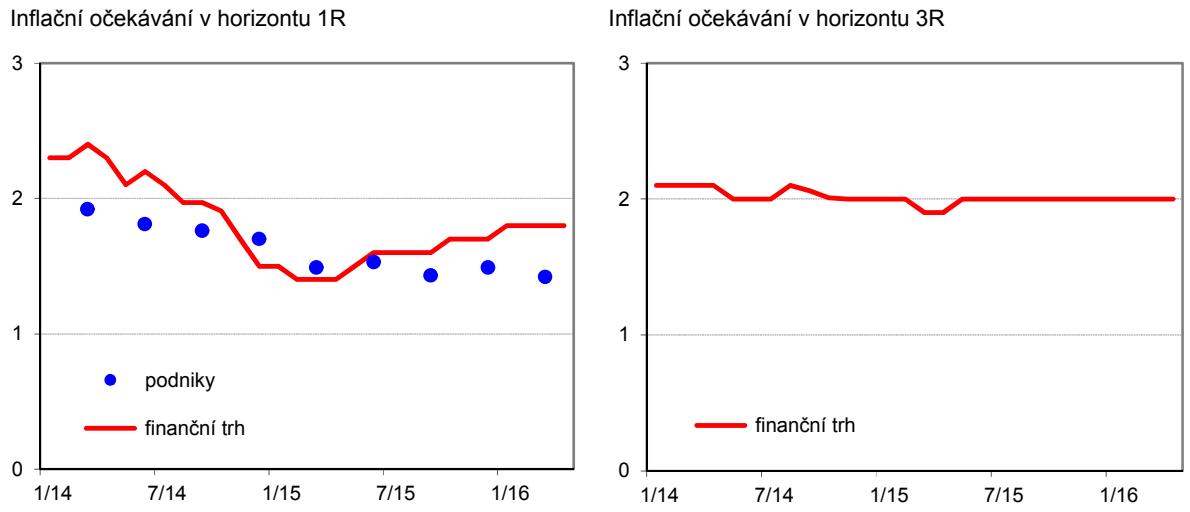
Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců



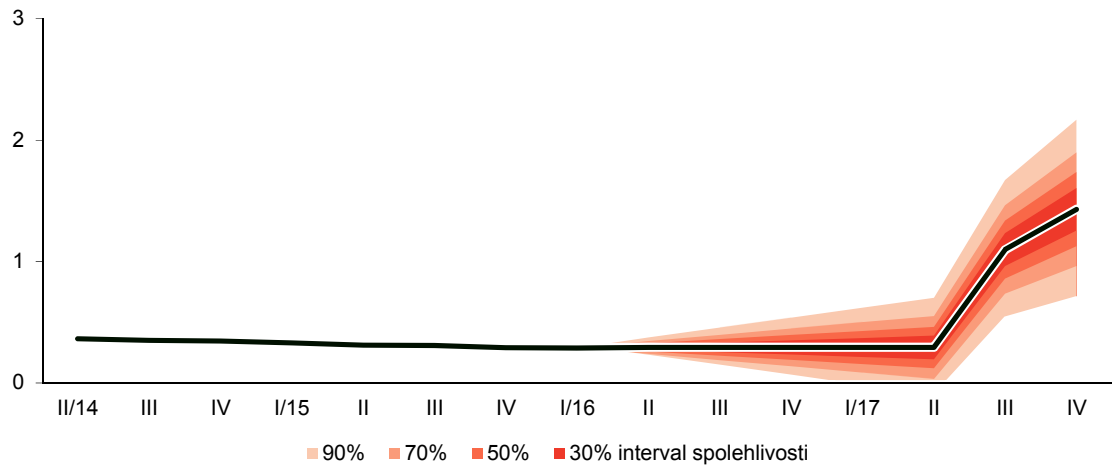
Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících



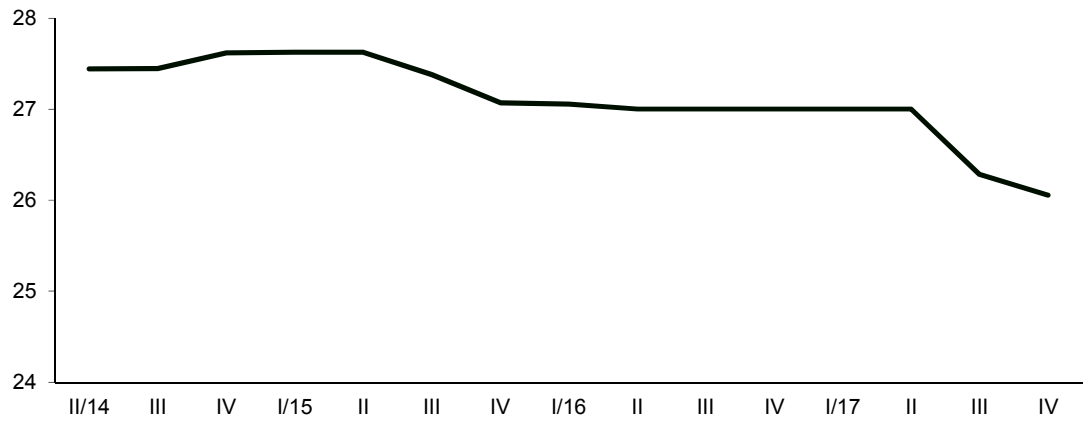
Graf 17: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %



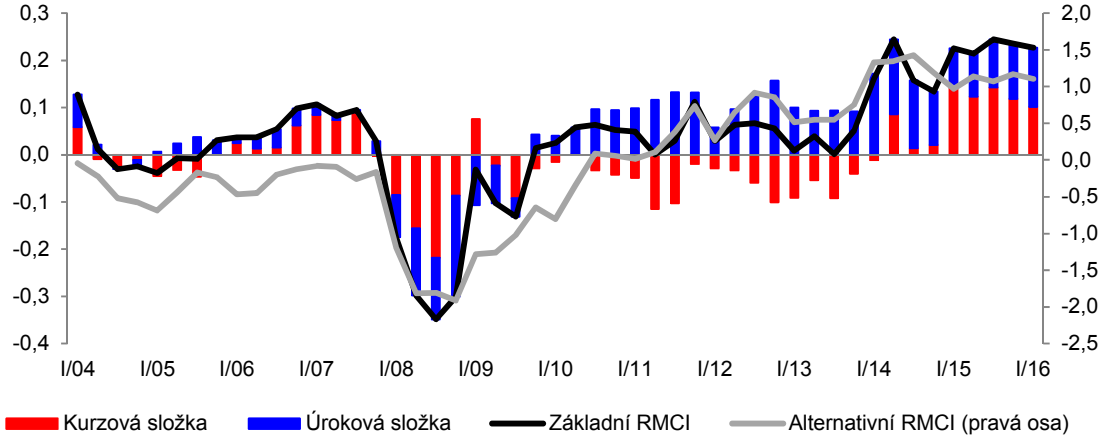
Graf 18: Vějířový graf úrokových sazeb v %



Graf 19: Prognóza měnového kurzu CZK/EUR



Graf 20: 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