

Měnověpolitické doporučení pro 4. SZ 2016

Sekce měnová

1. Prognóza ze 3. SZ 2016

Východiskem pro červnové měnověpolitické zasedání zůstává **makroekonomická prognóza ze 3. SZ 2016**. Její počáteční podmínky, předpoklady a vyznění ve stručnosti rekapitulují následující odstavce.

Růst české ekonomiky pokračoval i v prvním letošním čtvrtletí, byť ve zmírněném tempu. Pozitivní vývoj ekonomické aktivity se promítal na trhu práce do růstu zaměstnanosti a mezd. Celková i měnověpolitická meziroční inflace se nacházejí v blízkosti nuly, když k růstu spotřebitelských cen přispívá pouze korigovaná inflace bez pohonných hmot, zatímco příspěvek všech ostatních složek inflace je záporný. Inflace tedy zůstává výrazně pod cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma.

Růst ekonomické aktivity v efektivní eurozóně by se měl podle předpokladu stávající prognózy pohybovat na celém predikčním horizontu kolem 2 %. Růst ekonomické aktivity v eurozóně je i nadále podporován především nízkou cenou ropy a uvolněnými měnovými podmínkami. 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 podle předpokladů stávající prognózy 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. Stávající prognóza předpokládá přibližnou stabilitu kurzu eura vůči americkému dolaru a pozvolný nárůst cen ropy Brent.

Růst české ekonomiky dle stávající prognózy 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 růst HDP v příštím roce opět zrychlí. Rostoucí ekonomická aktivita se bude projevovat pokračujícím zvyšováním zaměstnanosti a poklesem míry nezaměstnanosti. Mzdy v podnikatelské sféře se letos budou zvyšovat stabilním tempem, výrazněji zrychlí v příštím roce. Mzdy v nepodnikatelské sféře porostou v obou letech svižným tempem.

Stávající prognóza očekává dočasné snížení celkové i měnověpolitické inflace 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 trvání kurzového závazku až do poloviny roku 2017. Zároveň postupně odezní aktuálně silně protiinflační působení dovozních cen plynoucích z propadu výrobních cen v eurozóně.

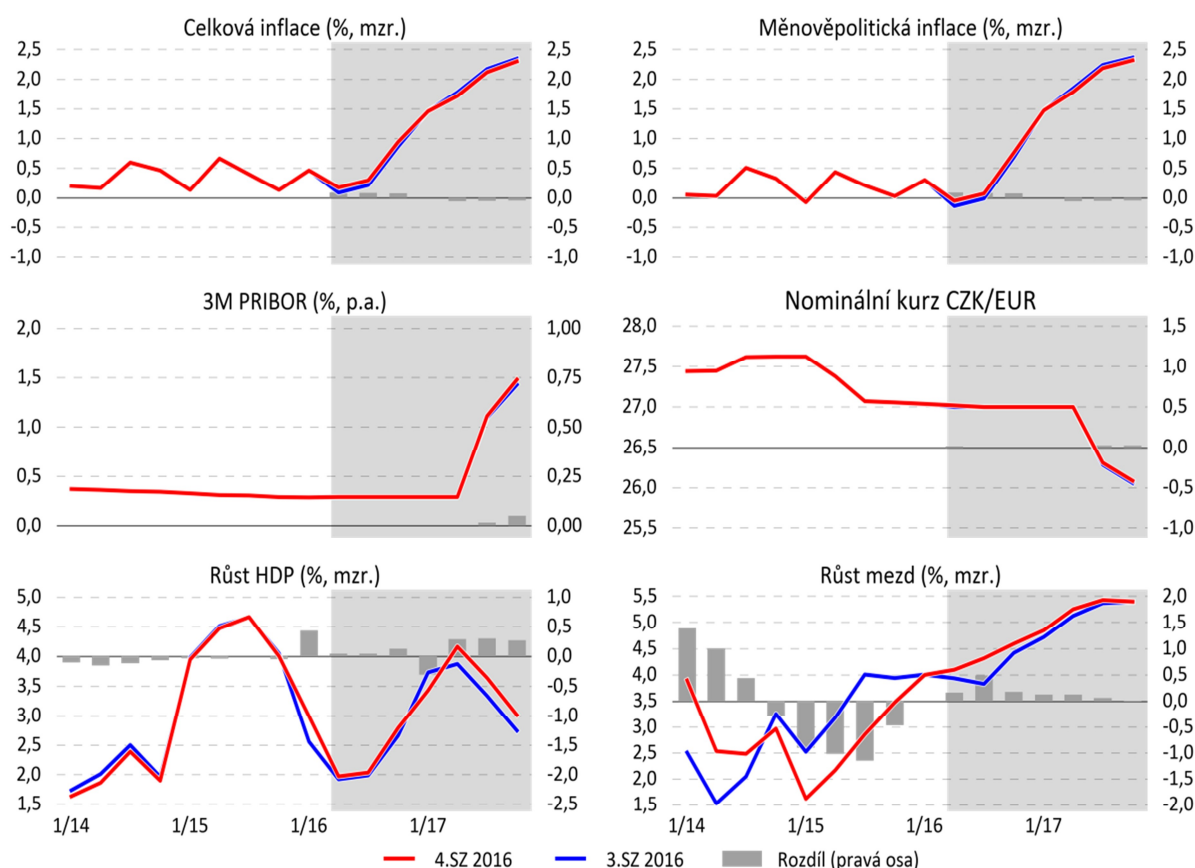
K dosažení 2% cíle ČNB, jehož udržitelné plnění je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky, tudíž dle stávající prognózy dojde na horizontu měnové politiky, tedy přibližně v polovině roku 2017. Prognóza proto předpokládá stabilitu tržních úrokových

sazeb na stávající velmi nízké úrovni a 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, do jehož vývoje se 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.

2. Aktualizovaný scénář stávající prognózy a její další rizika

Níže uvedená simulace (viz Graf 1) zachovává předpoklad ze 3. SZ o stabilitě tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni při současném používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017. **Výhled celkové i měnověpolitické inflace se prakticky nemění.** Inflace se tak bude i ve třetím čtvrtletí letošního roku pohybovat v blízkosti nulových hodnot, poté se však začne zvyšovat, na horizontu měnové politiky dosáhne inflačního cíle a následně ho mírně překročí. Výhled mezd se pro několik nejbližších čtvrtletí posouvá lehce výše. Tempo ekonomického růstu je přehodnoceno mírně směrem nahoru téměř na celém horizontu prognózy. Trajektorie posilujícího nominálního měnového kurzu a rostoucích domácích úrokových sazeb zůstávají po opuštění kurzového závazku ve druhé polovině příštího roku téměř beze změny.

Graf 1: Srovnání aktualizovaného scénáře (4. SZ) s prognózou ze 3. SZ 2016



Nad rámec výše uvedené simulace přetrvává **riziko měnovou politikou nedostatečně ukotvených inflačních očekávání**, která by se mohla promítnout do mzdových vyjednávání a následně do nižší inflace. Vzhledem k dlouhodobému nadhodnocování predikce Consensus Forecasts v **případě zahraničních cen průmyslových výrobců** navíc

dále **přetrvává riziko jejich nižší budoucí trajektorie**. Obě uvedená rizika byla zachycena citlivostními scénáři ve 3. SZ.

Předpoklad nižšího výhledu PPI vedl v tomto citlivostním scénáři k nižší domácí inflaci, která se na horizontu měnové politiky nedostávala na cíl. Druhý krok citlivostního scénáře ze 3. SZ předpokládal měnovou politikou nedostatečně ukotvovaná inflační očekávání v kombinaci s utlumenějším vývojem zahraničních výrobních cen a vedl ke zřetelnému podstřelení inflačního cíle na horizontu měnové politiky. Riziko nižší budoucí trajektorie cen zahraničních průmyslových výrobců přetrvává, ovšem v aktualizovaném scénáři jsou o něco silnější protiinflační zahraniční tlaky vyvažovány mírně výraznějším proinflačním působením domácí ekonomiky. Riziko měnovou politikou nedostatečně ukotvovaných inflačních očekávání, která by se mohla promítnout do mzdových vyjednávání a následně do nižší inflace, přetrvává i nadále, vyšší pozorovaný růst domácích mezd, výraznější růst zaměstnanosti a rychlejší ekonomický růst však snižují vnímanou relevanci tohoto rizika.

Naopak **červnové zvýšení výhledu cen ropy** v důsledku neočekávaných výpadků těžby a obav z omezení produkce hlavními producenty při současně rostoucí globální poptávce představuje lehce proinflační riziko, které je však částečně kompenzováno posunem výhledu kurzu dolaru vůči euru (a tím pádem i vůči koruně) k mírně slabším hodnotám.

Výsledek referenda ve Velké Británii znamenající pravděpodobně její budoucí odchod z EU představuje prozatím obtížně kvantifikovatelné riziko směrem dolů pro vývoj poptávky po českých exportech¹ a zároveň významný zdroj politické nejistoty. Zejména politický vývoj může nabrat nečekanou dynamiku s dnes sotva odhadnutelnými krátko- i dlouhodobými implikacemi pro ekonomický vývoj a reakce hospodářských politik. Bezprostřední reakcí trhů na výsledky referenda bylo oslabení eura vůči dolaru, lehké oslabení koruny vůči euru a pokles ceny ropy blíže k předpokladům stávající prognózy (viz vyjádření SBO níže, resp. v Příloze).

Celkově sekce měnová hodnotí rizika prognózy ze 3. SZ na horizontu měnové politiky jako mírně protiinflační.

3. Hodnocení potřeby dalšího uvolnění měnové politiky

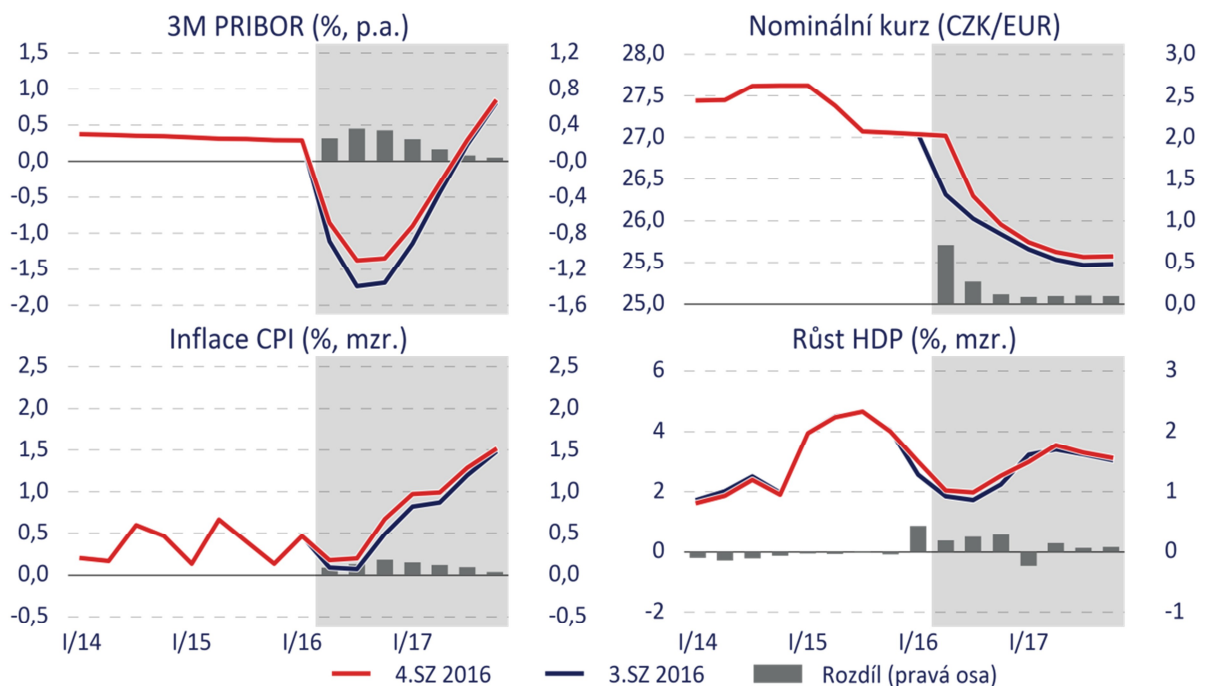
Standardním východiskem úvah o případné změně parametrů kurzového závazku (jeho hladiny a doby jeho využívání) jsou vedle prognózy také tři již tradiční simulace: scénář s volnými sazbami, který signalizuje rozsah potřebného uvolnění měnových podmínek při použití tradičního nástroje (tedy skrze hypotetické 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 2) abstrahuje od nulové dolní meze pro úrokové sazby a od existence kurzového závazku na hladině 27 CZK/EUR. Simulace aktualizovaná na základě nových makroekonomických dat naznačuje na celém prognostickém horizontu menší potřebu uvolnění měnových podmínek prostřednictvím snížení repo sazby,

¹ Do Spojeného království směřuje 5 % českého vývozu, přičemž téměř tři čtvrtiny z toho jsou koncentrovány ve skupině strojů a dopravních prostředků (téměř čtvrtina je vývoz osobních automobilů). Negativně mohou být zasaženi i čeští subdodavatelé vývozců z Německa a dalších států EU. Na druhou stranu pravděpodobný Brexit a s ním spojené riziko obchodních bariér leží za horizontem naší měnové politiky. Do té doby tak budou působit zejména tržní reakce, dopady na sentiment ekonomických agentů a jejich vpředhledící reakce na očekávaný Brexit v oblasti investic. Toto riziko může být kvantifikováno citlivostním scénářem v 5. SZ.

než tomu bylo v simulaci pro 3. SZ. Přispívá k tomu přiblížení okamžiku očekávaného dosažení cíle i při stávajícím nastavení měnových podmínek („efekt vysezení“) v kombinaci s mírně vyššími inflační tlaky z domácí ekonomiky a nepatrně vyšší trajektorií implikovaných budoucích úrokových sazeb EURIBOR. Hypotetická potřeba poklesu sazeb kulminuje ve třetím čtvrtletí 2016 (tedy ve stejném období jako naznačovala minulá simulace) a činí přibližně šest až sedm snížení o standardních 0,25 procentního bodu.² Uvolnění měnové politiky je však celkově obdobné, jako v simulaci ze 3. SZ, neboť část uvolnění již proběhla prostřednictvím kurzu (jeho setrváním poblíž hladiny kurzového závazku ve druhém čtvrtletí 2016). V následujících čtvrtletích se kurz postupně přibližuje hodnotám z minulé simulace, zůstává však mírně slabší. Inflace je na celé prognóze lehce vyšší, než v simulaci ze 3. SZ, přesto na horizontu měnové politiky nedosahuje 2% cíle ČNB.

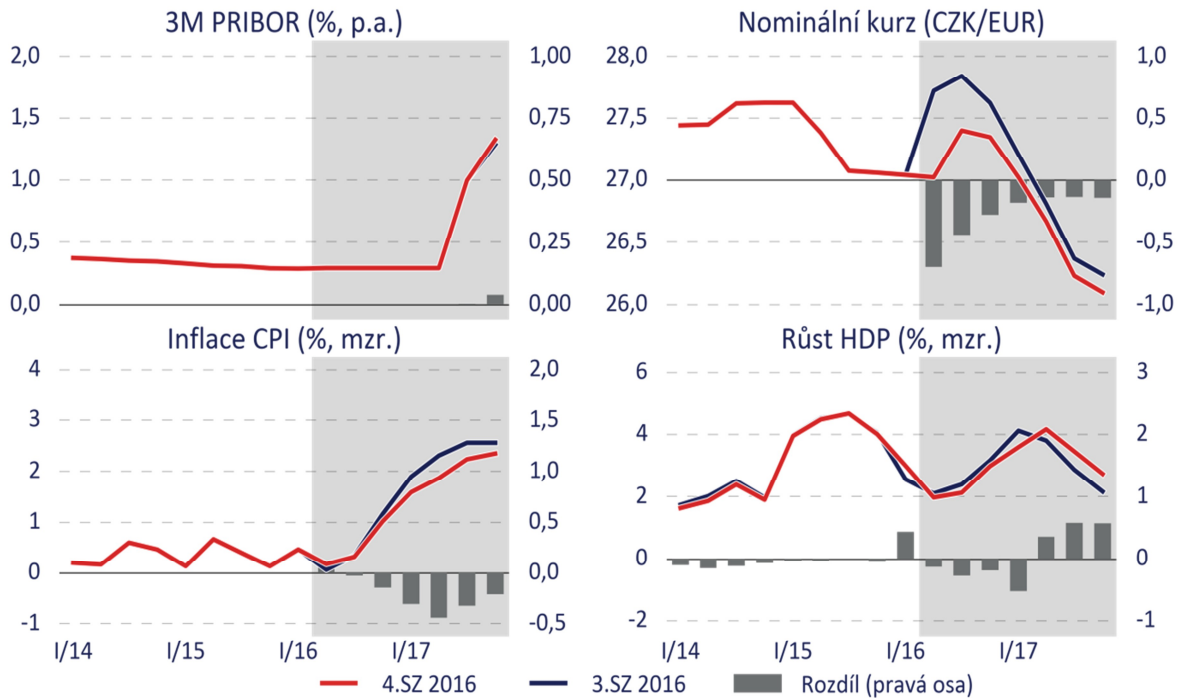
Graf 2: Scénář s volnými úrokovými sazbami



Simulace s endogenním kurzem aktualizovaná na základě nových makroekonomických dat (viz Graf 3) naznačuje mírně nižší potřebu celkového uvolnění měnové politiky, než tomu bylo v téže simulaci pro 3. SZ, a to vlivem výše uvedeného „efektu vysezení“ v kombinaci s lehce více proinflačním vývojem domácí ekonomiky. Kurz se pohybuje na silnějších hodnotách než v minulé verzi simulace, když po oslabení na 27,4 CZK/EUR ve třetím čtvrtletí tohoto roku posiluje až k hodnotě 26,1 CZK/EUR na konci roku 2017, zatímco trajektorie úrokových sazeb se ve srovnání s minulou verzí simulace téměř nemění. Méně oslabený kurz vede k pomalejšímu růstu inflace, která na horizontu měnové politiky přestřeluje 2% cíl méně výrazně, než tomu bylo v simulaci pro 3. SZ.

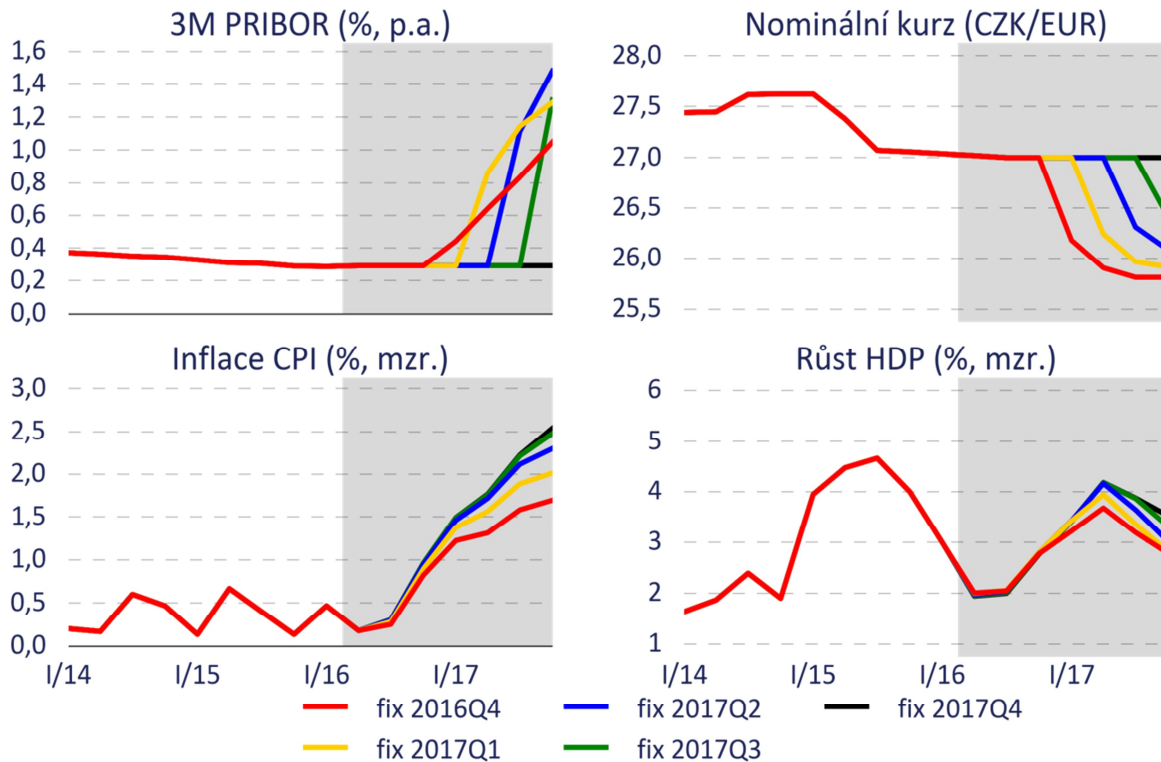
² Konkrétně scénář implikuje hodnotu 3M PRIBOR ve výši -1,4 % ve třetím čtvrtletí 2016.

Graf 3: Scénář s endogenním kurzem



Aktualizovaná simulace s variantním časovým umístěním exitu (viz Graf 4) ukazuje, že trvání kurzového závazku do poloviny roku 2017, tedy v souladu s předpokladem stávající prognózy (modrá čára), zaručuje plnění inflačního cíle na horizontu měnové politiky. Stejně jako v simulaci pro 3. SZ se ukazuje, že dřívější exit by vedl k podstřelení cíle (červená čára - fixace kurzu do 4Q16), či jen jeho těsnému dosažení (žlutá čára - fixace kurzu do 1Q17). Naopak prodloužení doby používání kurzu by vedlo ke stále robustnějšímu nadstřelování 2% inflačního cíle a mírně zvyšujícímu se růstu HDP v roce 2017. Tomu také odpovídá strmější nárůst úrokových sazeb po pozdějším exitu při naopak o něco mírnějším posílení kurzu.

Graf 4: Scénář s variantním časovým umístěním předpokládaného konce kurzového závazku



4. Další úvahy

Vzhledem k vývoji kurzu koruny v poslední době **doporučuje sekce měnová** z komunikace po červnovém měnovém zasedání vypustit **zmínku o diskusi bankovní rady o případném využití záporných úrokových sazeb.**

5. Vyjádření sekce bankovních obchodů

Koruna se většinu sledovaného období pohybovala na dosah flooru ve velmi úzkém pásmu 27,02-27,04 a tomu odpovídala i naše intervenční aktivita. V květnu jsme nakoupili 575 mil. EUR a v červnu k 23. 6. činil objem intervencí 313 mil. EUR. S blížícím se referendem o Brexitu se na trzích stupňovala nervozita, která na počátku druhé červnové dekády zasáhla i korunu. Ta se po delší době odpoutala od bezprostřední blízkosti flooru a oslabila zhruba do oblasti 27,05-27,08, kde se držela do referenda. V reakci na překvapivé vítězství zastánců Brexitu koruna oslabila dále těsně nad hranici 27,10 (viz Příloha). Na trzích derivátů panuje setrvalý stav s mírně zápornými implikovanými výnosy, které se normalizovaly zhruba na předintervenčních úrovních.

Vzhledem k tomu, že koruna aktuálně není vystavena žádnému spekulativnímu tlaku, není z našeho pohledu důvod uvažovat o zavedení záporných sazeb. Trh od nás tento krok nijak široce neočekává. Díky naší uplynulé komunikaci zřejmě pochopil, že by tento krok mohl být pro nás aktuální pouze v případě spekulativního útoku proti flooru. **Nemyslíme si proto, že by případné vypuštění záporných sazeb z naší komunikace mělo na trh momentálně zásadní dopad.**

6. Dosavadní komunikace ČNB

Na *tiskové konferenci* po květnovém měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB M. Singer přednesl *Prohlášení bankovní rady* představující novou prognózu a její předpoklady. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017.

Bankovní rada vyhodnotila *rizika nové prognózy* na horizontu měnové politiky jako mírně protiinflační. Bankovní rada konstatovala, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v roce 2017. Bankovní rada přitom vidí jako pravděpodobné ukončení závazku v polovině roku 2017.

Během května a června se několik členů BR vyjádřilo k měnové politice ČNB, resp. k jejímu budoucímu nastavení (viz Tabulka 1). Jejich vyjádření potvrzovala vyznění květnového měnověpolitického zasedání, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v roce 2017, přičemž k ukončení závazku pravděpodobně dojde v polovině roku 2017. Členové BR také zmiňovali možnost posunu kurzového závazku na slabší úroveň a nadále vyjadřovali i své postoje k případnému zavedení záporných úrokových sazeb.

Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů bankovní rady v médiích

16.5.	J. Rusnok (ČRo, Radiožurnál)	Dovedu si představit cokoli, dovedu si představit i mírné urychlení opuštění toho závazku, dovedu si také představit jeho prolongaci, čili prodloužení... Určitě si myslím, že pravděpodobnost opuštění toho závazku v roce 2017 je dnes velmi silná.
18.5	L. Lízal (Bloomberg)	Negative rates could be a useful instrument at the time of the exit if the situation on the market requires it. I don't think they're needed at the moment. The current policy setting is still working sufficiently well, so there's no need to make any changes now. I personally don't see negative rates only as a tool to discourage speculative capital inflows. That is one of their functions, but I wouldn't limit their use only to that. The foreign-exchange commitment was well set, considering the uncertainties at the time when it was introduced, and I still consider it well set for the current situation.
20.5.	M. Singer (Téma)	Já nemohu vytyčovat nějaké milníky nad rámec běžné měnové politiky, kdy jsme říkali, že určitě neskončí tento rok a vidíme pravděpodobné ukončení kolem půlky příštího roku. Bude-li koruna překoupená a bude příliš mnoho horkých peněz spekulovat na její posílení, tak paradoxně může dojít k tomu, že koruna ještě oslabí. Protože jí prostě nebude dost na konci intervenčního období... My jsme vždycky říkali, že se tohoto nástroje (Pozn.: záporných úrokových sazeb) nevzdáváme, kategoricky ho nevyklučujeme. Ale asi se dá využít jen omezeně na tlumení případných dramatických přítoků horkých peněz ze zahraničí nebo na jejich větší penalizaci – de facto na snížení rozdílu mezi výnosem z držení korun a jiných měn.
20.5.	M. Singer (MF Dnes)	Na posledním zasedání bankovní rady jsme potvrdili, že budeme držet kurzový závazek do poloviny roku 2017. Opustíme ho v okamžiku, kdy bude světová ekonomika v jiném stavu než dnes. Dá se předpokládat, že v lepším. To bude mimo jiné znamenat, že například úrokové míry některých jiných centrálních bank než ECB už nebudou na nule. Jinými slovy, nečekáme takový tlak na posílení české měny. Řekli jsme, že úrokové sazby půjdou nahoru až po ukončení intervencí, koruna s nulovými sazbami už nebude pro spekulanty tak atraktivní měnou, jako je dnes. „Exit“ určitě nepřijde ve stavu, kdy by se světová ekonomika propadala do průšvihů. Ale ten stejně nepředpokládám.
23.5.	M. Hampl (E15)	Pokud by se skutečně naplňovala hrozba, o níž jsem mluvil, pak bych osobně opravdu preferoval právě posun kurzového závazku na slabší úroveň. Zatím je to však jen kdyby. Záporné úrokové sazby naopak nepovažuji za šťastný nástroj. Veřejně jsem to i opakovaně říkal. ...až jednou kurzový závazek opustíme a vrátíme ke stavu před rokem 2013, kurz bude zřejmě opět udržitelně posilovat.
29.5.	J. Rusnok (ČT1)	Takže my samozřejmě, pokud bychom viděli prudké pohyby a setrvalé změny i ve smyslu dnů až týdnů, tak určitě budeme korigovat, určitě budeme intervenovat. Takhle, pokud nebudou ty podmínky pro opuštění splněny, tak v tom režimu budeme muset

		<p>setrvat déle. To je první konstatování. Čili pokud se nepodaří přetlačit tu deflaci z vnějšku, respektive pokud ona dostatečně neoslábne a naše vnitřní poptávkou generovaná inflace nebude dostatečně viditelná, tak nějakou dobu to budeme asi muset prodlužovat, ten závazek. Čili kurzová stabilita bude zajištěna. Pokud by nastal nějaký úplně katastrofický scénář, kdyby se naopak recese vracela a prohlubovala se ta deflace z vnějšku, tak na to by nám asi domácí záporné úrokové sazby nepomohly, protože jejich působení pro uvolnění těch měnových podmínek je dost omezené, a specificky u nás.</p> <p>Takže pak (Pozn.: kdyby se recese vracela a prohlubovala se deflace z vnějšku) by samozřejmě teoreticky se nabízelo nějaké posunutí toho kurzového závazku ještě o nějaký stupeň dále. Ale toto v tuto chvíli se mi jeví jako velmi málo pravděpodobný scénář. Naopak se mi zdá, že spíše od našeho posledního jednání ty signály jsou pozitivní ve prospěch té postupně se etabloující rozumné domácí inflace.</p>
1.6.	J. Rusnok (Reuters)	<p>The economy, it seems, will be closer next year to the state where it should be able to better absorb a mild tightening of monetary conditions than it is today.</p> <p>We see the risks rather as anti-inflationary than the opposite, and that has not changed since our last inflation report (in May).</p> <p>We do not need to stimulate loan growth. Our loan growth is solid. Czech banks do not have problems with resources (Pozn.: komentář, proč nevidí jiný důvod pro využití záporných úrokových sazeb mimo ochrany kurzového závazku).</p>
7.6.	V. Tomšík (prezentace na Meeting of the Leaders of the Czech Development 2016, Prague)	CNB forecast assumes domestic market interest rates to be flat at their current very low level and exchange rate to be used as a monetary policy instrument until mid-2017.
13.6.	M. Hampl (FXstreet)	<p>Krátkodobě, tedy v prvních dnech nebo týdnech po skončení závazku, ale nelze vyloučit, že kurz může „kodrcat“ či více kolísat... Pokud by toto kolísání kurzu ovšem přerostlo určitou únosnou mez, ČNB samozřejmě zasáhne, přesně v duchu řízeného plování. Činila tak i v minulosti a činí tak v podobných situacích i centrální banky v jiných vyspělých zemích.</p> <p>... nedokážu si v tuto chvíli vůbec představit situaci, za níž by mohlo dojít k opuštění závazku dříve než v roce 2017, jak opakovaně deklarujeme.</p>
13.6.	L. Lízal (prezentace „The Life with FX Commitment: Midterm Evaluation and Outlook“, Aix-en-Provence)	<p>The Bank Board:</p> <ul style="list-style-type: none"> - points out that the CNB stands ready to shift the exchange rate commitment to a weaker level if there were to be a systematic decrease in inflation expectations manifesting itself in nominal variables, especially wages. - considers it likely that the commitment will be discontinued in mid-2017 - again also discussed the possibility of introducing negative interest rates.
červen	M. Singer (Newsletter Institut Václava Klause, červen 2016)	V souhrnu tak využitelnost záporných úroků pro měnové uvolňování hodnotím spíš skepticky. Mohou ovšem samozřejmě doplnit jiné nástroje, stejně jako mohou sloužit jako nástroj cíleně bránící přílivu krátkodobého vysoce spekulativního finančního kapitálu v těch segmentech finančního trhu, kde je takový kapitál ukládán.

7. Reakce a očekávání finančních trhů

Květnové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno všemi analytiky. Stabilitu základních sazeb ČNB očekávalo všech patnáct analytiků z dotazníků *IOFT* (15.4.), všech dvanáct analytiků podle šetření agentury *Bloomberg* (2.5.) i všech šestnáct analytiků oslovených agenturou *Thomson Reuters* (4.5.). 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 po oznámení výsledků britského referenda v ročním horizontu mírný pokles sazby 3M PRIBOR. Na celém horizontu se tak očekávané tržní sazby pohybují mírně pod trajektorií sazeb předpokládanou ve stávající prognóze ČNB.

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 0,3 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků *IOFT* (15.6.) vyplývá, že na červnovém zasedání BR ČNB i v ročním horizontu všech patnáct analytiků očekává stabilitu základních sazeb ČNB. Rovněž všech patnáct analytiků oslovených agenturou *Bloomberg* (27.6.) očekávalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na červnovém 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. Okamžik ukončení intervenčního režimu je aktuálně očekáván v období 1Q17 až 1Q18, blíže viz Tabulka 2.

Tabulka 2: Očekávání analytiků ohledně okamžiku ukončení režimu devizových intervencí dle IOFT (15.6.)

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

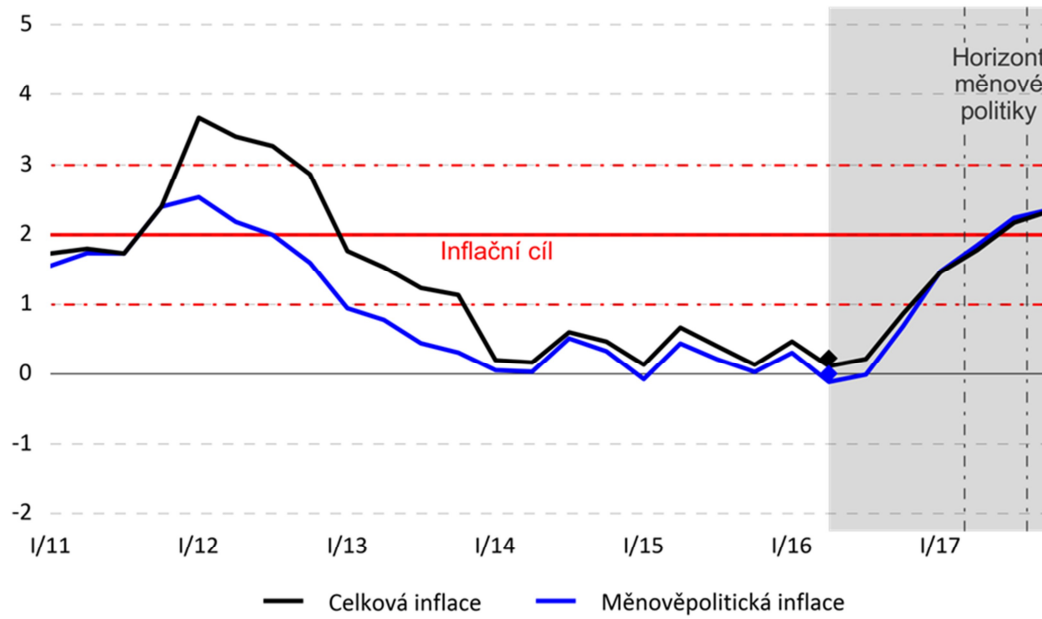
8. Měnověpolitické doporučení sekce měnové

Sekce měnová doporučuje na červnovém měnovém zasedání bankovní rady:

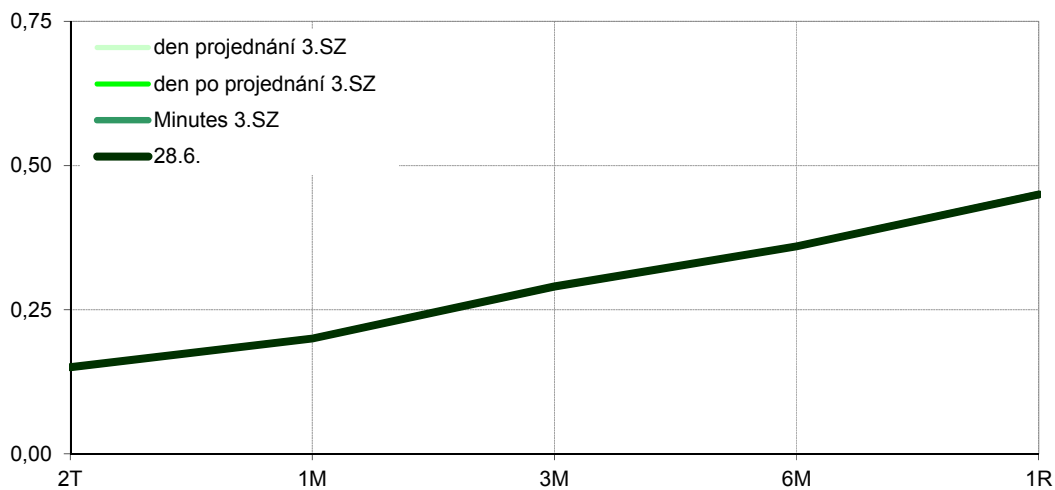
- **ponechat měnověpolitické úrokové sazby beze změny;**
- **potvrdit závazek ČNB v případě potřeby intervenovat** na devizovém trhu na oslabení kurzu tak, aby udržovala kurz koruny poblíž hladiny 27 CZK/EUR; opět připomenout, že ČNB je nadále připravena automaticky, tedy bez nutnosti dalšího rozhodnutí bankovní rady, provádět časově i objemově neomezené intervence na udržení svého kurzového závazku;
- sdělit, že podle stávající 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, že aktuálně došlo v souladu se stávající prognózou k **dočasnému poklesu inflace** do blízkosti nuly. To odráží skutečnost, že domácí cenový vývoj je stále pod vlivem silných protiinflačních vlivů ze zahraničí, od jejichž primárních dopadů měnová politika odhlíží a soustředí se na zabránění případným nepříznivým druhotným efektům;
- uvést v tomto kontextu znovu, že **korigovaná inflace bez pohonných hmot je zřetelně kladná**, když se v ní pozitivně projevuje růst domácí ekonomiky a mezd;
- vyhodnotit **bilanci rizik stávající prognózy jako mírně protiinflační;**
- přetrvává přitom riziko související s vývojem cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně i riziko promítání dlouhodobě nízké inflace do inflačních očekávání a mzdového vývoje, byť růst mezd v prvním čtvrtletí letošního roku byl oproti prognóze mírně rychlejší;
- novým rizikem je pak výsledek referenda ve Velké Británii znamenající její pravděpodobný budoucí odchod z EU, který však časově leží až za horizontem měnové politiky; v kratším časovém období tak budou působit zejména tržní reakce a negativní dopady na ekonomický sentiment;

- v souvislosti s mírně protiinflační bilancí rizik prognózy připomenout, že ČNB je i nadále **připravena posunout hladinu kurzového závazku na slabší úroveň, pokud by mělo dojít k systematickému poklesu inflačních očekávání** projevujícím se ve vývoji nominálních veličin, zejména mezd;
- 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;**
- 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.

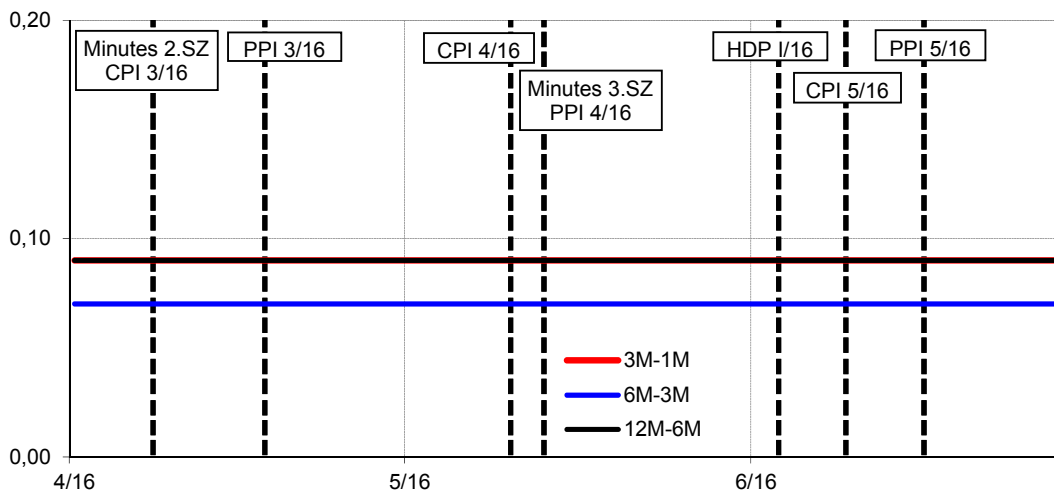
Graf 5: Prognóza inflace ze 3. SZ 2016 a cíl ČNB



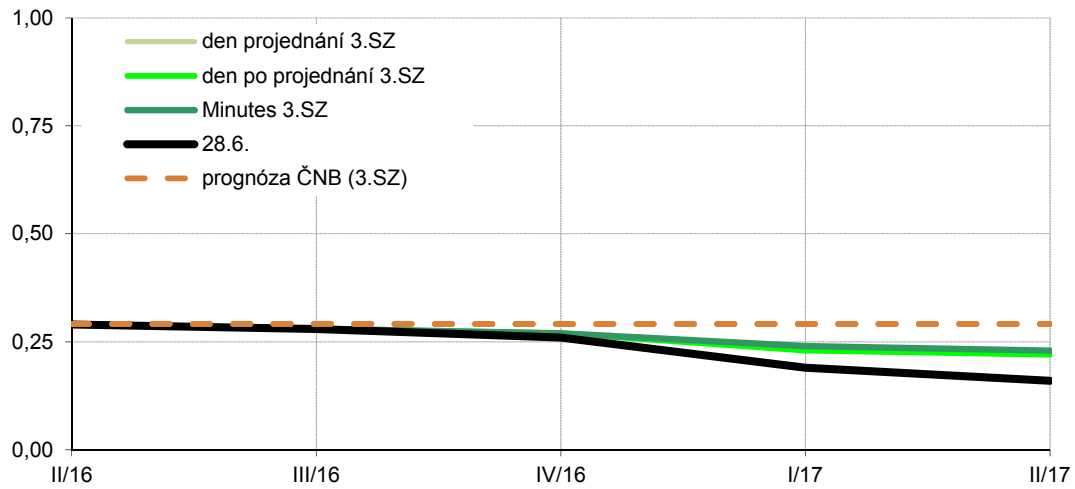
Graf 6: Výnosové křivky PRIBOR



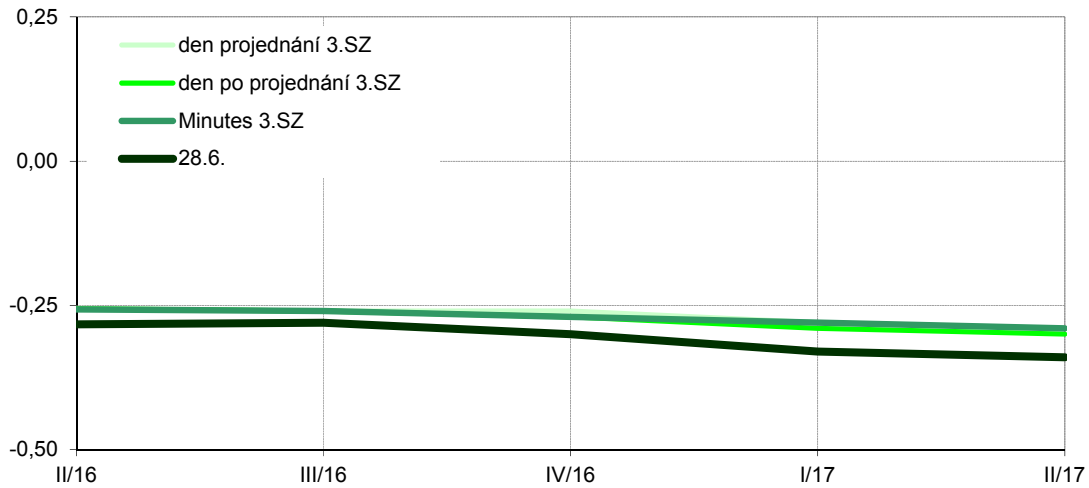
Graf 7: Úroková rozpětí – PRIBOR



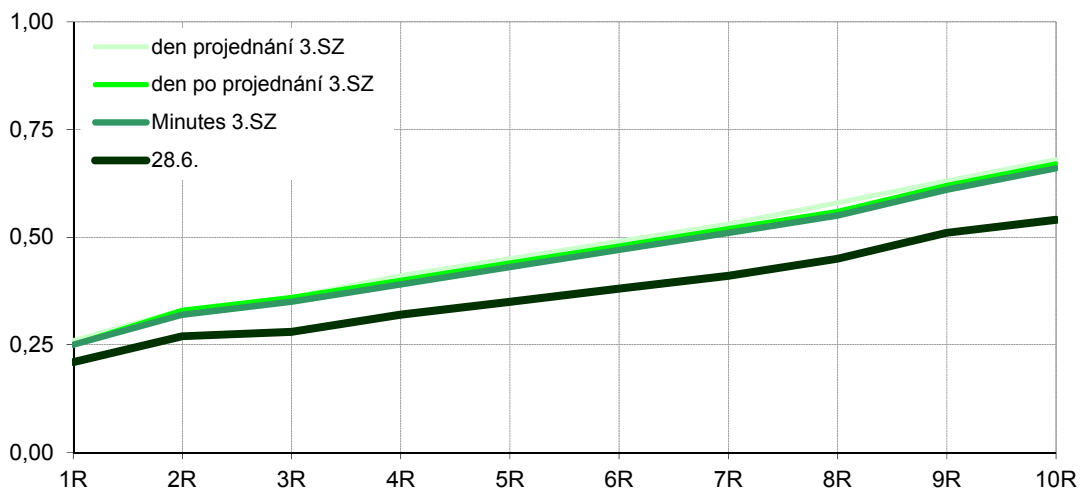
Graf 8: 3M PRIBOR, FRA



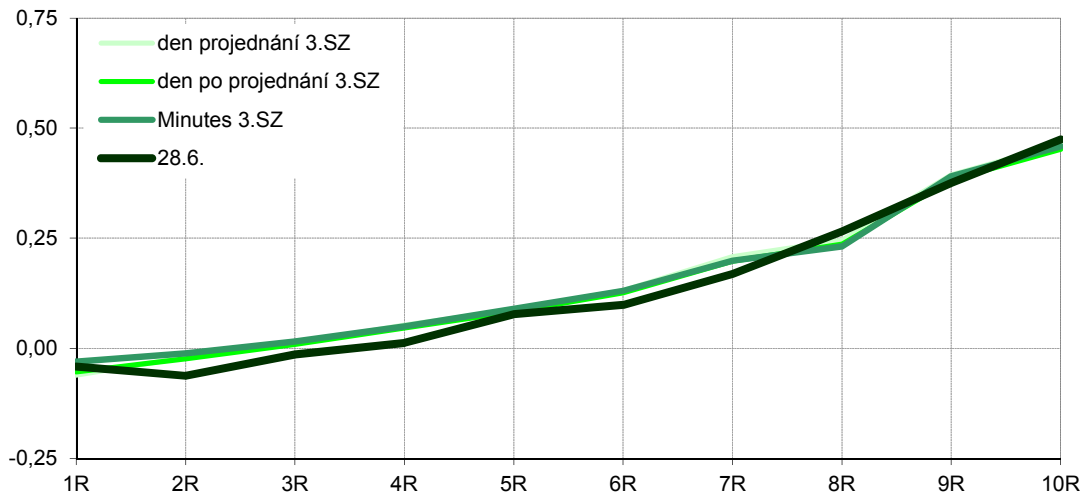
Graf 9: 3M EURIBOR, FRA



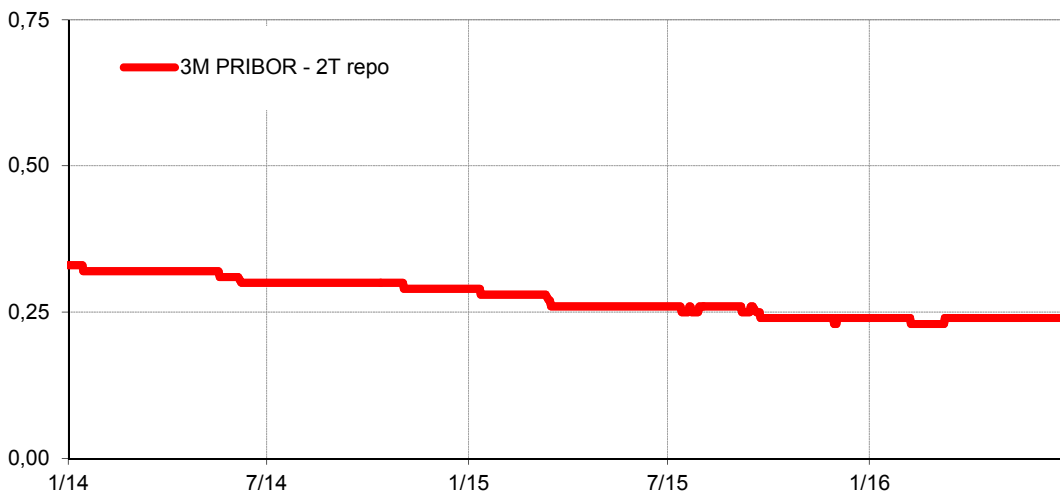
Graf 10: IRS CZK



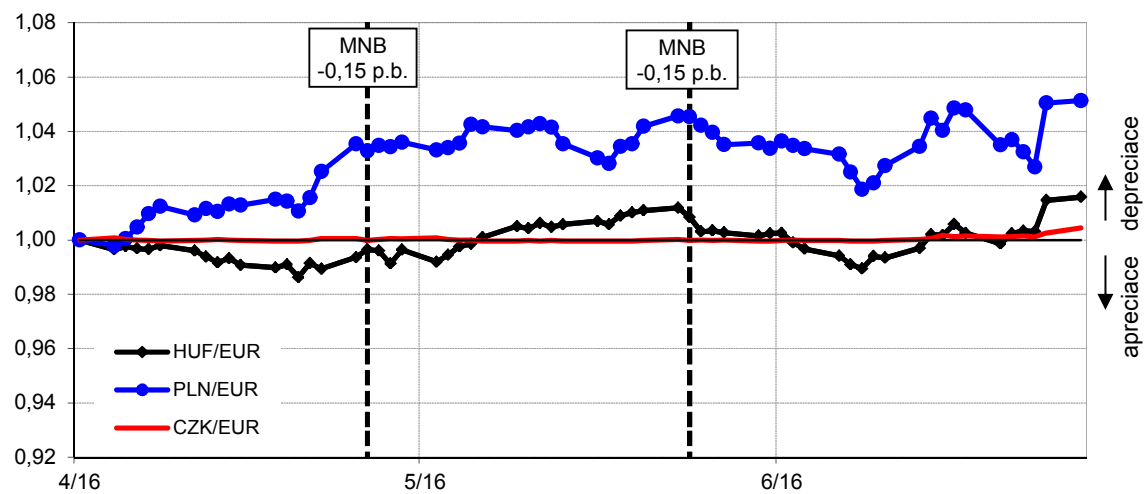
Graf 11: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



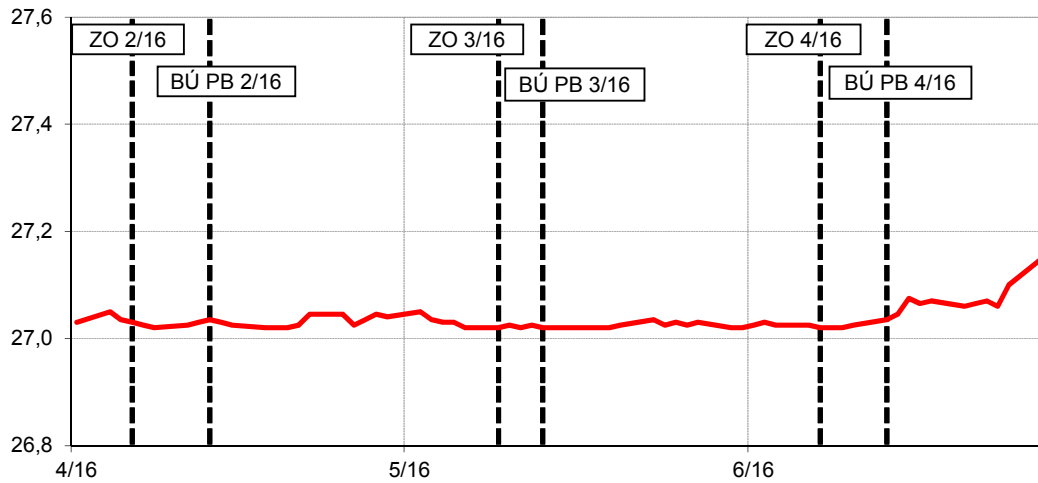
Graf 12: Úrokové rozpětí v ČR



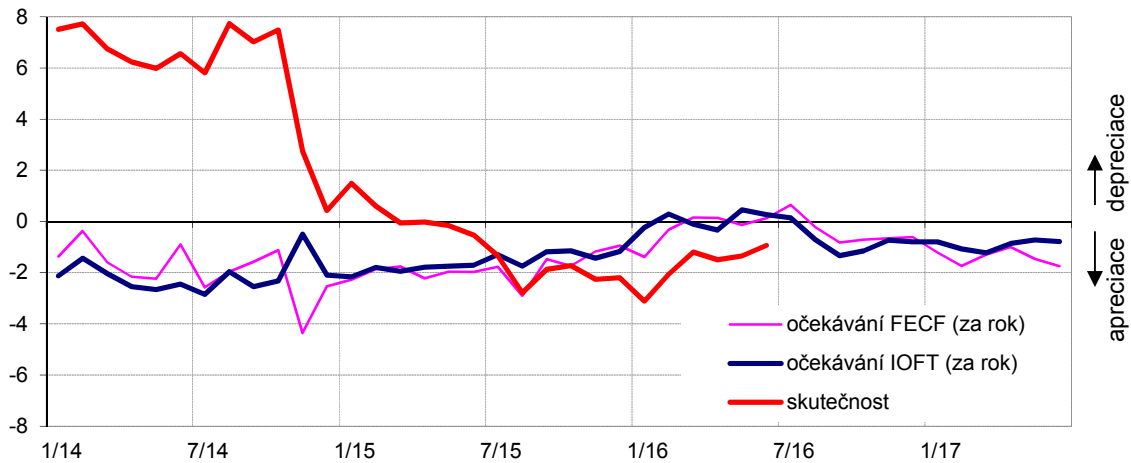
Graf 13: Kurzy středoevropských měn (1.4. = 1,00)



Graf 14: Kurz CZK/EUR

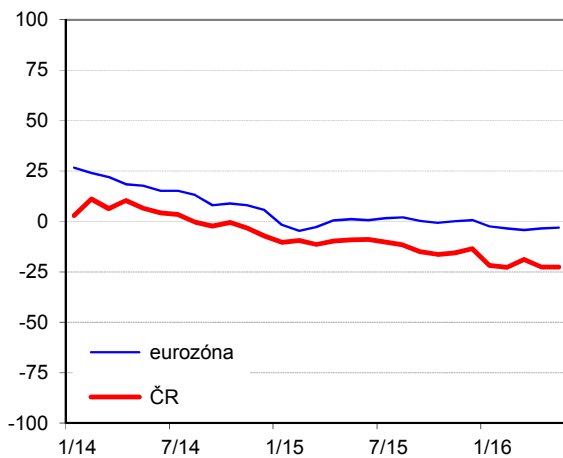


Graf 15: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

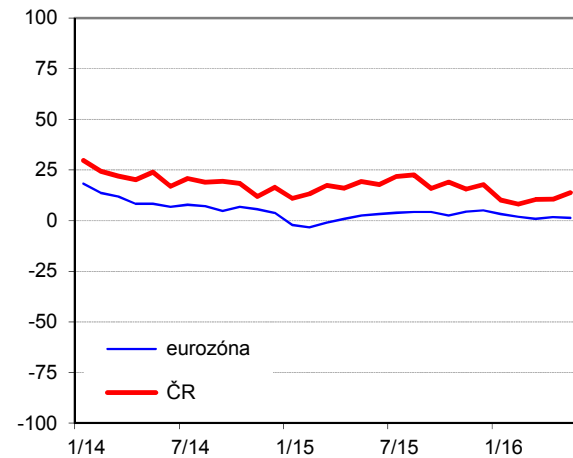


Graf 16: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

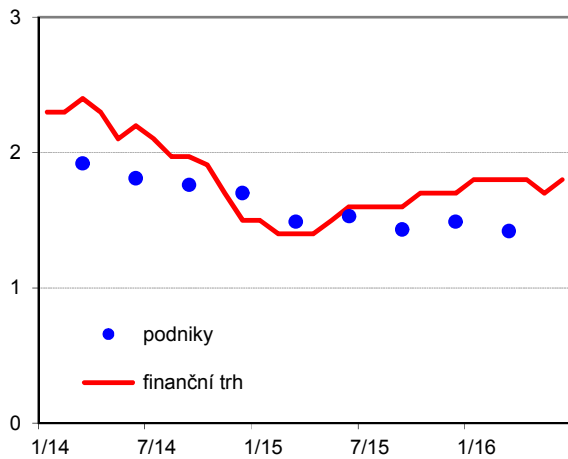


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

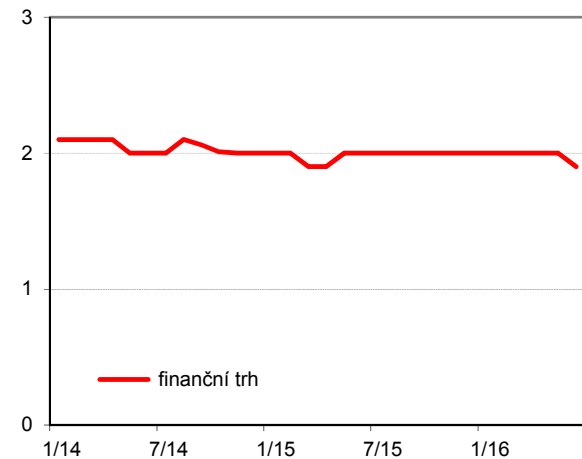


Graf 17: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

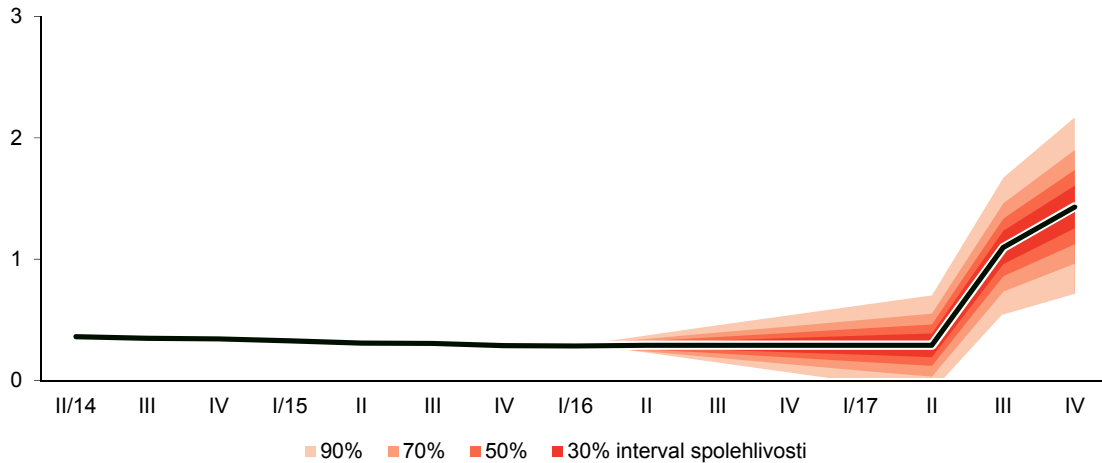
Inflační očekávání v horizontu 1R



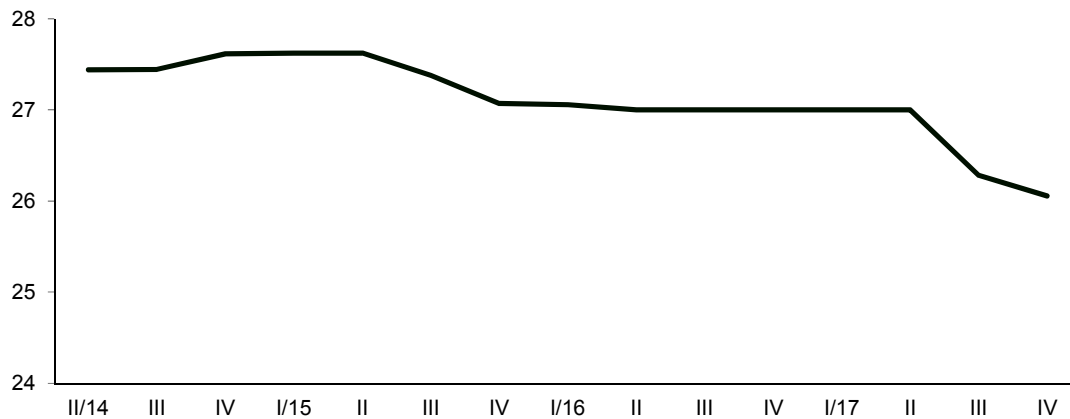
Inflační očekávání v horizontu 3R



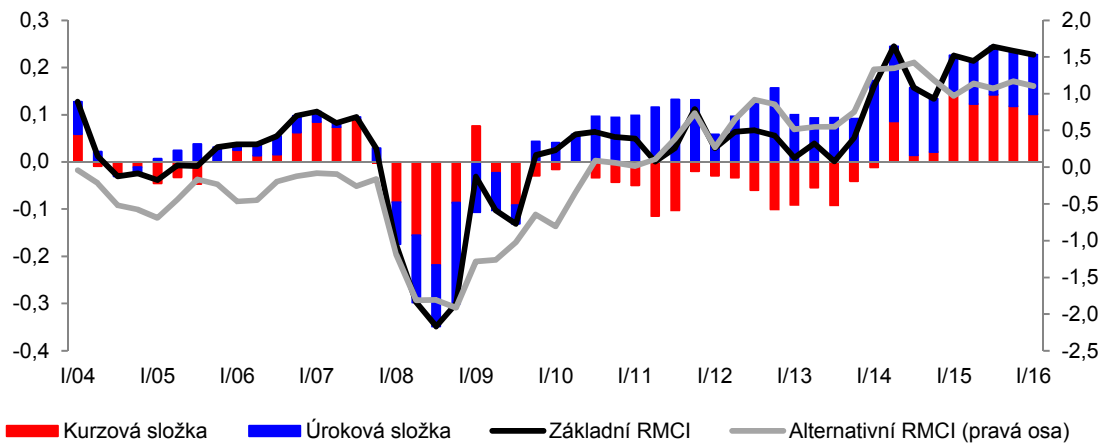
Graf 18: Vějířový graf úrokových sazeb v %



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

Příloha: informace SBO o bezprostředních tržních reakcích na „Brexit“

Výsledek britského referenda byl pro trhy šokem. Většina tržních účastníků spoléhala na implikované pravděpodobnosti odvozené ze sázkových kurzů. Pravděpodobnost Brexitu během celé kampaně nikdy nepřesáhla 50 %. Maximem bylo kolem 45 % asi týden před referendem (těsně před vraždou poslankyně Jo Cox). Těsně před referendem byla implikovaná pravděpodobnost Brexitu pod 20 % a dá se říci, že zhruba takto byla oceněna většina tržních aktiv.

Obecně se dá říci, že mód „risk-off“³ byl nejextrémnější na samotném počátku pátečního obchodování, v průběhu pátku postupně zmírňoval a v pondělí opět zesílil, avšak u většiny tříd aktiv se nedostal na nejextrémnější hodnoty z pátečního rána. Jako ilustraci lze uvést vývoj obchodování německého vládního dluhopisu (bundu) v maturitách 2/5/10 let. Jejich výnosy činily ve čtvrtek před referendem -0,57 %/-0,43 %/+0,09 %, v pátek ráno otvíraly na -0,73 %/-0,62 %/-0,17%, v pátek uzavíraly -0,65 %/-0,53 %/-0,05 % a v pondělí (13:00 SEČ) obchodují -0,66 %/-0,55 %/-0,10 %.

V podobném rytmu obchodovaly i ceny akcií. Zajímavé je, že britské akciové trhy v pátek utrpěly nejmenší ztráty ze všech významných evropských akciových trhů. Britský index FTSE100 ztratil 3,15 %, zatímco německý DAX 6,82 %, francouzský CAC40 8,04 % a italský FTSE MIB 12,48 %. Pro srovnání americký akciový benchmark S&P500 oslabil o 3,59 %. Co se týče sektorů, jednoznačně nejhůře na tom byly akcie bank. Index Euro Stoxx Banks propadl v pátek o 18 %, což je největší jednodenní pokles v historii tohoto indexu vytvořeného v roce 1991.

Na FX trhu naopak britská libra utrpěla nejvíce ze všech významnějších světových měn. Navíc zde se kurzy v pondělí (13:00 SEČ) obchodují již na zhruba stejných hodnotách, kde v pátek ráno otvíraly. Oproti euru např. libra oslabilo ze čtvrtečních 0,766 na 0,832 v pátek ráno, v pátek v poledne posílila až na 0,80 a v pondělí dále oslabilo až na 0,835. Oproti dolaru pak kurz ve stejných časech obchodoval 1,486, 1,323, 1,391, resp. 1,316.

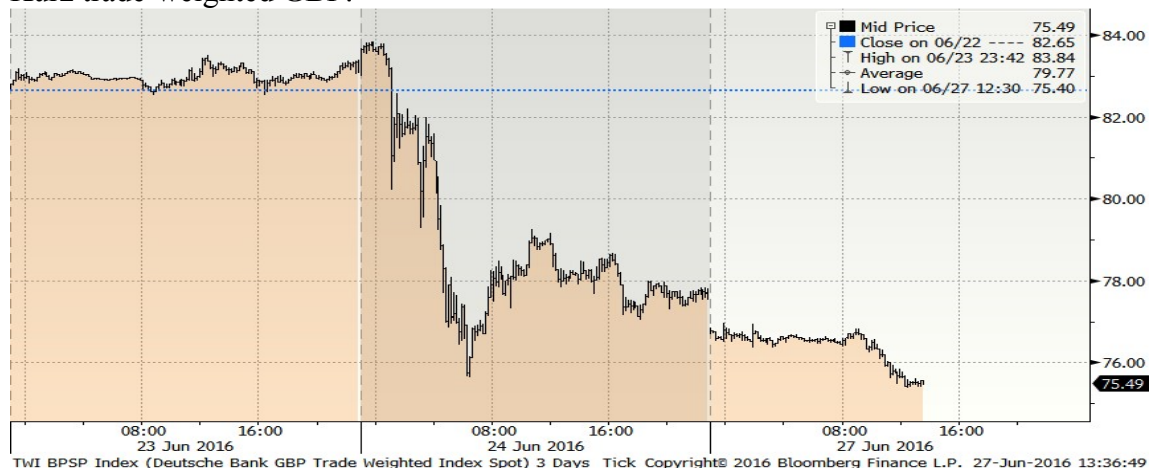
Ztráty se nevyhnuly ani CEE měnám, i když koruna byla zasažena nejméně. Bezprostřední reakcí koruny bylo oslabení o 0,3 % na hranici 27,15 CZK/EUR, ale většinu páteční seance se obchodovala kolem 27,10. V pondělí koruna postupně oslabilo na 27,17. Zlotý byl v regionu zasažen naopak nejvíce, když oslabil zhruba o 4,3 % na 4,54, ale brzy zkorigoval své ztráty a od té doby se pohybuje přibližně kolem 4,45, tedy slabší o zhruba 2,2 %. V podobném vzoru se obchoduje maďarský forint, který nejprve oslabil o 2,6 % na 322, ale po korekci se usadil v pásmu kolem 317-318, tedy slabší o cca 1,3 %.

Zajímavý je i vývoj na trhu giltů, tj. britských vládních dluhopisů. Výnosy ve všech maturitách zde výrazně poklesly na nová historická minima – dvouletý z 0,52 % na 0,13 %, pětiletý z 0,88 % na 0,40 % a desetiletý z 1,38 % na 0,93 %. Efekt očekávaného uvolňování měnové politiky BoE (snížení sazeb, nová vlna kvantitativního uvolňování nebo dokonce nějaká forma „helicopter drop of money“) zde zatím tedy převažuje nad efektem očekávaného snižování ratingu britské vlády.

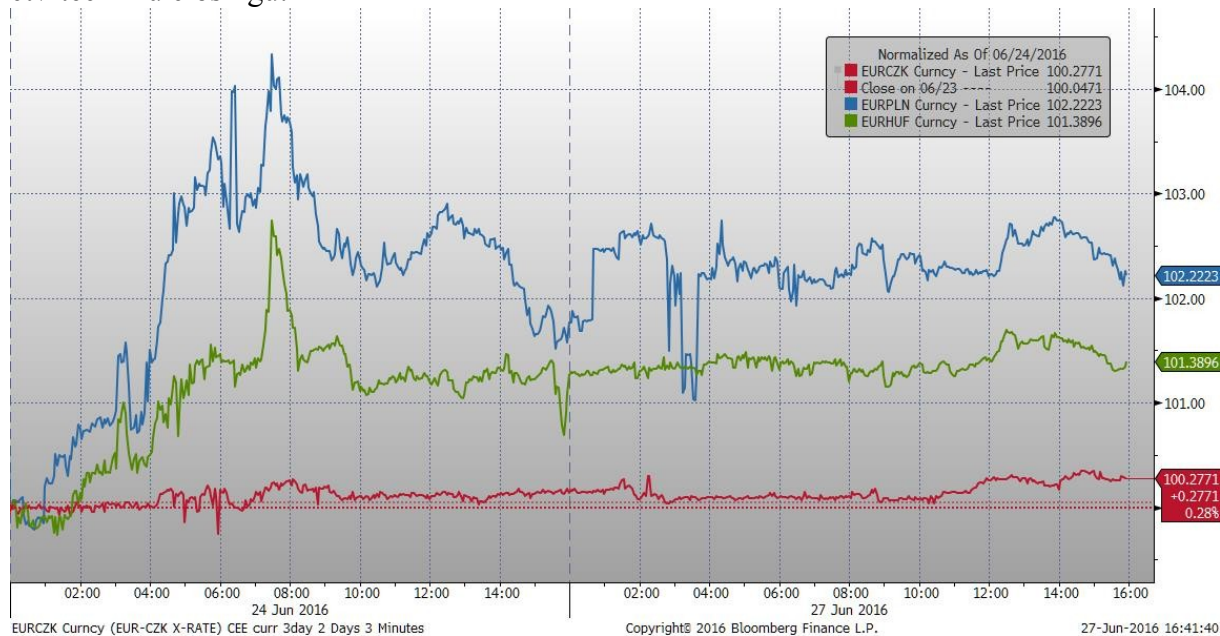
³ Tzn. výprodej rizikových aktiv a nákup nejbezpečnějších vládních dluhopisů. V takovém režimu klesají ceny akcií i komodit, rozšiřují se kreditní spready všeho druhu a klesají výnosy německých a amerických vládních dluhopisů. Na FX trzích většinou posilují tzv. bezpečné měny typu USD, CHF a JPY a oslabují měny rozvíjejících se ekonomik.

Inflační trhy interpretují Brexit jako globální desinflační šok. Implikovaná očekávaná inflace odvozená z cen inflačních dluhopisů s desetiletou maturitou poklesla v USA zhruba o 10 bp na 1,40 % a v Eurozóně rovněž zhruba o 10 bp na 0,76 %. Výjimkou je samotná Británie, kde po počátečním poklesu z 2,32 % na 2,20 % v pátek ráno implikovaná desetiletá inflace vzrostla až na 2,37 % v pondělí 13:00 SEČ pod vlivem oslabující domácí měny. Je nutné ovšem dodat, že likvidita na trhu inflačních dluhopisů byla nízká již před referendem, natož v nervózním obchodování po něm.

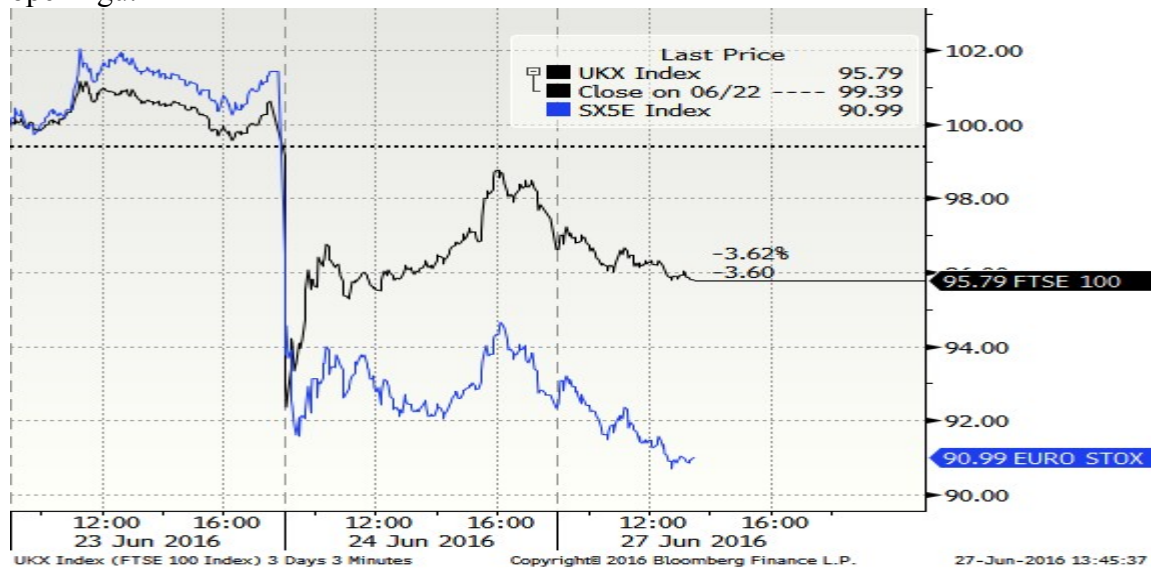
Kurz trade-weighted GBP:



Relativní oslabení PLN(modrá), HUF(zelená) a CZK(červená) vs EUR; normalizováno ke čtvrtěnému closingu:



Porovnání akciových indexů FTSE100 a EuroStoxx50 normalizovaných ke čtvrtěnému openingu:



Porovnání výnosů 10letých vládních bondů Německa (černá), UK (modrá) a Itálie (růžová):

