

# Měnověpolitické doporučení pro 6. SZ 2016

Sekce měnová

## 1. Prognóza z 5. SZ 2016

Východiskem pro zářijové měnověpolitické zasedání zůstává **makroekonomická prognóza z 5. SZ 2016**. Její počáteční podmínky, předpoklady a vyznění ve stručnosti rekapitulují následující odstavce.

Růst české ekonomiky pokračoval i ve druhém čtvrtletí letošního roku, byť mírnějším meziročním tempem. Pozitivní vývoj ekonomické aktivity se nadále promítal na trhu práce do růstu zaměstnanosti a mezd. Celková i měnověpolitická meziroční inflace se v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí zvýšily, stále se však nacházely výrazně pod cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma. K růstu spotřebitelských cen přispívají korigovaná inflace bez pohonných hmot, ceny potravin a změny nepřímých daní, zatímco příspěvky regulovaných cen a cen pohonných hmot jsou záporné.

Růst ekonomické aktivity v efektivní eurozóně se bude dle předpokladů stávající prognózy nacházet na celém horizontu poblíž 2 %, v příštím roce však dočasně zpomalí pod tuto hranici v důsledku dopadů referenda o brexitu na ekonomický sentiment. 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 v dalším období 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 2018 nacházejí v záporných hodnotách. To se projevuje také dalším očekávaným oslabováním kurzu eura vůči americkému dolaru. U ceny ropy Brent stávající prognóza předpokládá její pozvolný nárůst.

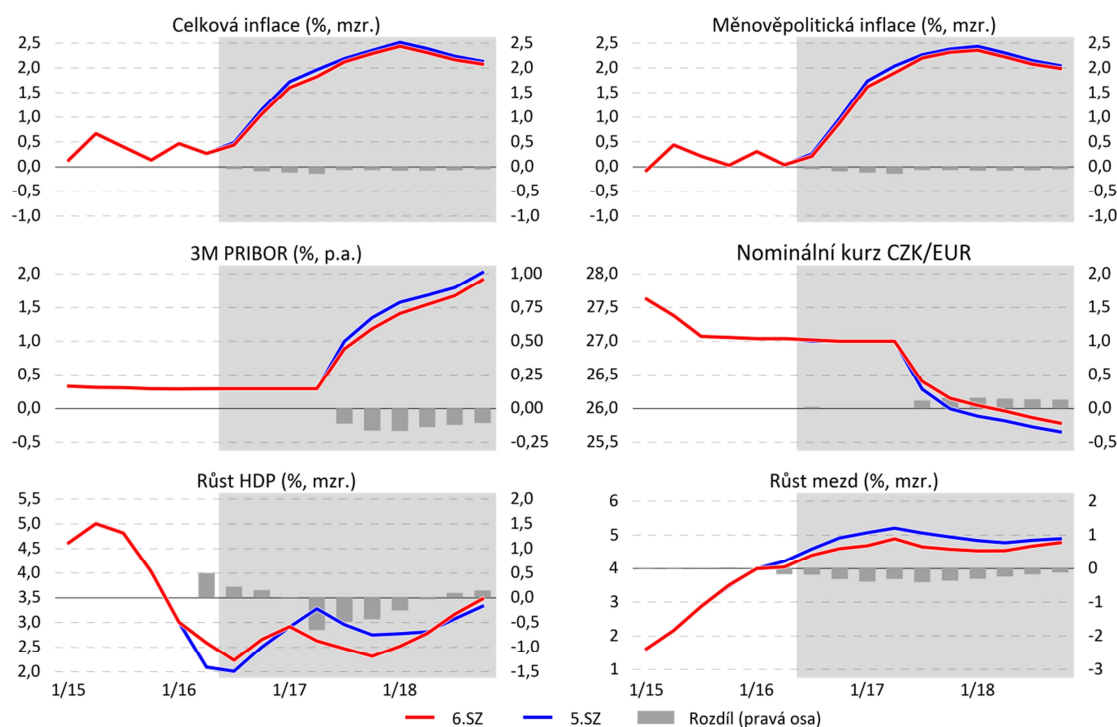
Růst české ekonomiky dle stávající prognózy v letošním roce zpomalí na 2,4 % z důvodu poklesu tvorby hrubého kapitálu, do něhož se promítá především propad vládních investic spolufinancovaných z fondů EU. Ekonomiku naopak podporují nadále uvolněné měnové podmínky, nízké ceny komodit i rostoucí zahraniční poptávka. Po odeznění propadu vládních investic a v podmínkách nadále robustní spotřeby domácností růst HDP v příštím roce zrychlí na 3 % a stejným tempem ekonomika poroste i v roce 2018. 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 i nepodnikatelské sféře dále zrychlí svůj růst.

Stávající prognóza očekává, že inflace dále poroste. K jejímu nárůstu budou přispívat inflační tlaky z domácí ekonomiky plynoucí především z růstu mezd a odeznívající protiinflační vliv dovozních cen. Korigovaná inflace bez pohonných hmot začne zrychlovat a k růstu inflace přispějí i ceny potravin. Regulované ceny se letos v souhrnu téměř nezmění a poté porostou. Aktuálně hluboký meziroční pokles cen pohonných hmot se bude zmírňovat a počínaje koncem letošního roku začnou tyto ceny růst. V důsledku toho dosáhne dle stávající prognózy celková inflace ve druhém čtvrtletí příštího roku 2% inflačního cíle, který na horizontu měnové politiky (tedy ve třetím a čtvrtém čtvrtletí roku 2017) mírně překročí. V roce 2018 se pak inflace bude shora navracet k cíli v prostředí posilujícího kurzu a zmírnění růstu domácích nákladů.

Stávající prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na současné velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017. Poté je s prognózou konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb při posilování měnového kurzu. Kurzový vývoj budou podle prognózy ovlivňovat zejména 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.<sup>1</sup>

## 2. Aktualizovaný scénář stávající prognózy

Graf 1: Srovnání aktualizovaného scénáře (6. SZ) s prognózou z 5. SZ 2016



Výše uvedená simulace zachovává předpoklad z 5. 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 posouvá k jen nepatrně nižším hodnotám.** Oba ukazatele se tak budou dále postupně zvyšovat, na horizontu měnové politiky dosáhnou inflačního cíle a následně ho mírně překročí. Výhledy ekonomické aktivity pro příští rok a mezd v celém prognózovaném období se posouvají ve směru pomalejšího růstu. Za tímto posunem je vliv nižšího výhledu ekonomické aktivity v efektivní eurozóně pro příští rok a o něco pomalejší růst mezd v letošním druhém čtvrtletí. Pomalejší tempo růstu zahraniční poptávky spolu s nižší domácí ekonomickou aktivitou vede i k pozvolnějšímu posílení nominálního měnového kurzu po opuštění kurzového závazku ve druhé polovině příštího roku. Rovněž nárůst domácích úrokových sazeb v tomto období je o něco pozvolnější.

**Celkově sekce měnová hodnotí rizika stávající prognózy na horizontu měnové politiky jako zhruba vyrovnaná.**

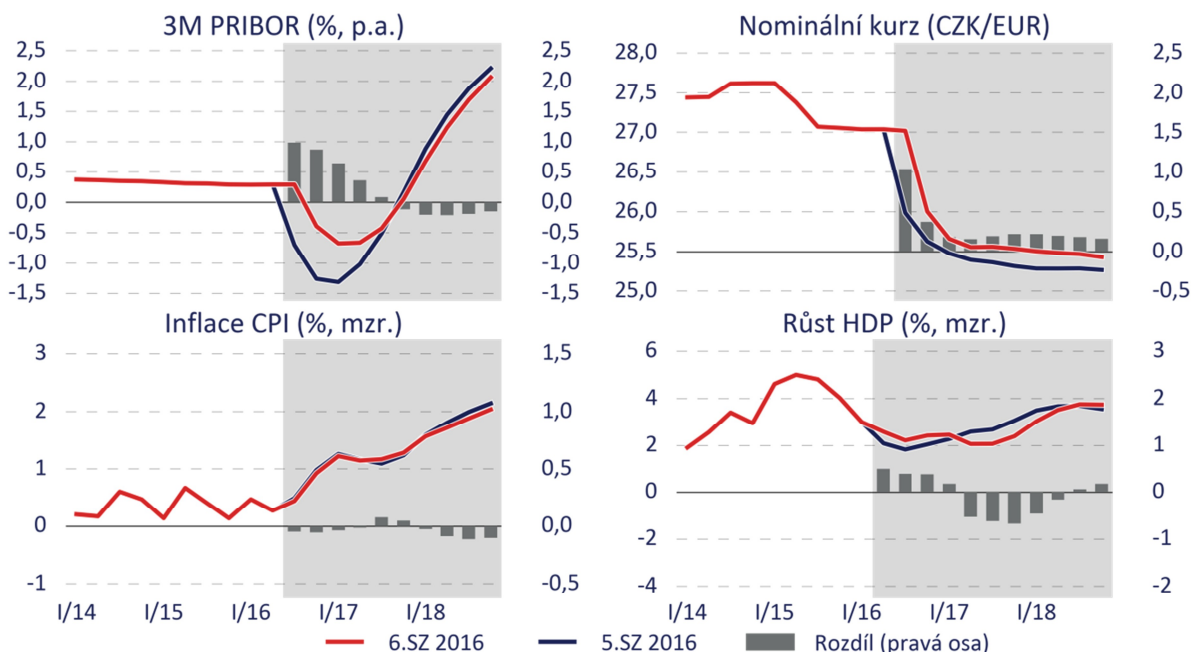
<sup>1</sup> Prognóza přitom nebere do úvahy, že posílení kurzu koruny může být tlumeno zajištěním kurzového rizika ze strany vývozců ještě před opuštěním kurzového závazku ČNB, uzavíráním korunových pozic finančních investorů a případnými intervencemi ČNB ke zmírnění kurzových výkyvů po ukončení jejího závazku.

### 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, než tomu bylo v simulaci pro 5. SZ. Přispívá k tomu přiblížení okamžiku očekávaného dosažení cíle i při stávajícím nastavení měnových podmínek („efekt vysezení“) v kombinaci s nepatrně vyšší trajektorií implikovaných budoucích úrokových sazeb EURIBOR. Hypotetická potřeba poklesu sazeb kulminuje v prvním čtvrtletí 2017 (tedy ve stejném období jako naznačovala minulá simulace) a činí přibližně čtyři snížení o standardních 0,25 procentního bodu.<sup>2</sup> Uvolnění měnové politiky je však celkově obdobné jako v simulaci z 5. SZ, neboť jeho část se odehrává prostřednictvím kurzu, a to jeho setrváním poblíž hladiny kurzového závazku v uplynulém čtvrtletí. V následujících čtvrtletích se kurz postupně přibližuje hodnotám z minulé simulace, zůstává však mírně slabší. Inflace je na celém horizontu poblíž simulace z 5. SZ, když 2% cíle dosahuje až na konci roku 2018, tj. za horizontem měnové politiky.

Graf 2: Scénář s volnými úrokovými sazbami

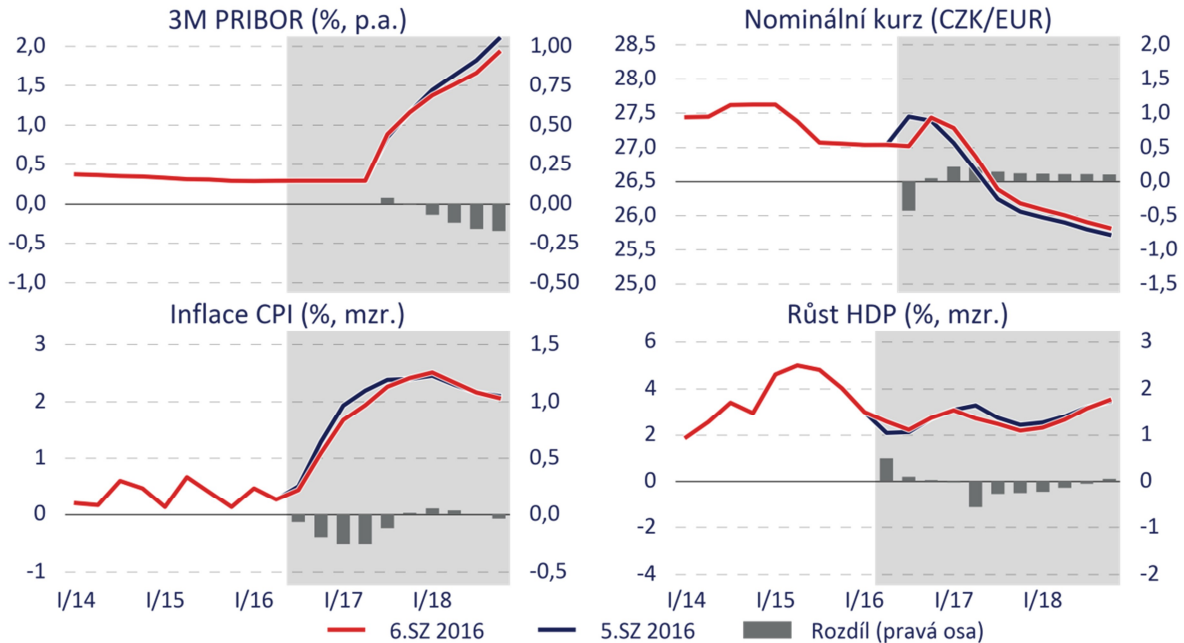


V **simulaci s endogenním kurzem** aktualizované na základě nových makroekonomických dat (viz Graf 3) se kurz téměř na celém horizontu pohybuje poblíž hodnot ze simulace

<sup>2</sup> Konkrétně scénář implikuje hodnotu 3M PRIBOR ve výši -0,7 % v prvním čtvrtletí 2017.

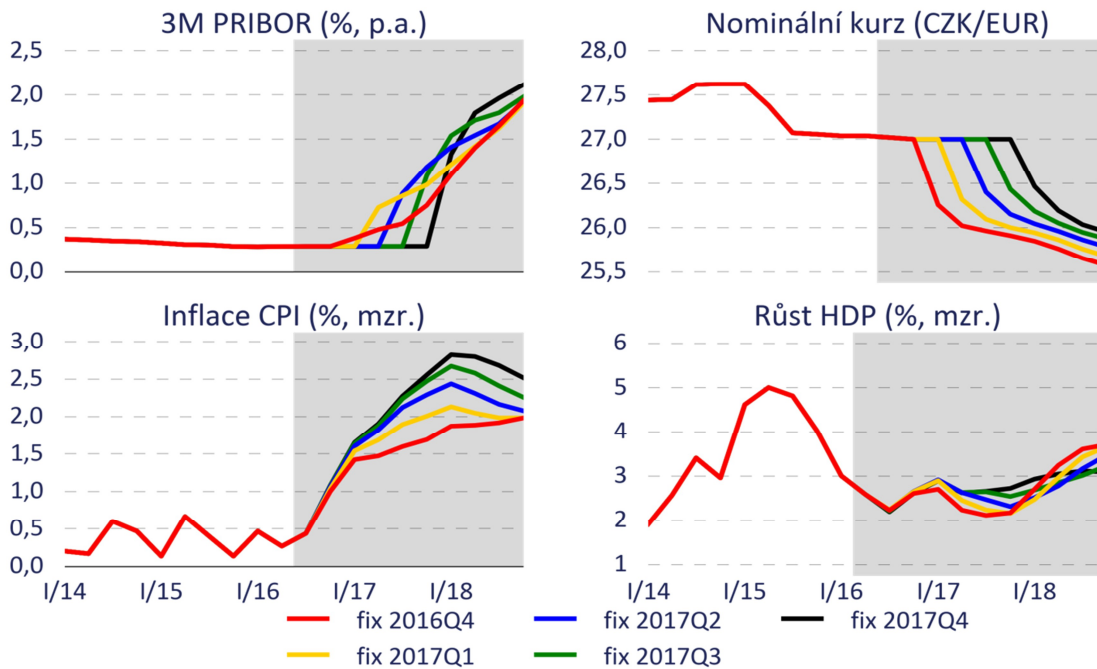
pro 5. SZ. Kurzové oslabení kulminuje na 27,4 CZK/EUR (tj. na podobných hodnotách jako v minulé simulaci) ve čtvrtém čtvrtletí tohoto roku, pak kurz postupně posiluje až k hodnotě 25,8 CZK/EUR na konci roku 2018. Také trajektorie úrokových sazeb se ve srovnání s minulou verzí simulace mění jen minimálně. Inflace se na přelomu letošního a příštího roku zvyšuje poněkud pomaleji, na horizontu měnové politiky se ale od simulace pro 5. SZ již téměř neliší.

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 robustní plnění inflačního cíle na horizontu měnové politiky. Stejně jako v simulaci pro 5. SZ se přitom 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 za horizont poloviny roku 2017 by vedlo ke stále výraznějšímu 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

K udržitelnému plnění cíle, které je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky, dojde dle stávající prognózy v polovině příštího roku. Tato prognóza se zatím v zásadě naplňuje, resp. její rizika jsou hodnocena jako zhruba vyrovnaná. Aktualizovaná simulace s variantním časovým umístěním exitu (viz Graf 4) ukazuje, že **exit již na začátku roku 2017 by vedl k podstřelování 2% inflačního cíle** téměř na celém horizontu prognózy. Současně je zřejmé, že přinejmenším do března roku 2017 bude ECB pokračovat ve svém kvantitativním uvolňování, které by znesnadňovalo hladkou realizaci exitu. Aktuálně je proto možné vyloučit, že by pro ukončení kurzového závazku vznikly vhodné makroekonomické podmínky v prvním čtvrtletí příštího roku.

Platí přitom současně, že s **plynoucím časem se zvětšuje relativní velikost rozdílů v časovém umístění předpokládaného exitu** v prognóze i komunikaci bankovní rady (v polovině roku 2017) oproti tomu, kde je doposud umístěn „tvrdý závazek“ (tj. hraniční bod bankovní radou definovaného polo-otevřeného intervalu očekávaného používání kurzu, ...*exit ne dříve než v roce 2017...*).

Sekce měnová proto doporučuje, **aby bankovní rada tyto skutečnosti reflektovala ve své komunikaci**. Navrhujeme tedy **upravit garantovanou minimální délku platnosti kurzového závazku**, a to v podobě odříznutí prvního čtvrtletí roku 2017, v němž by exit nyní již nepřicházel v úvahu.

**Explicitní prodloužení minimální délky platnosti závazku na ...exit ne dříve než ve druhém čtvrtletí roku 2017...** by zároveň mělo snížit aktuální neodůvodněné spekulace části trhu na opuštění kurzového závazku již začátkem roku 2017, které se v současnosti projevují zvýšeným objemem intervencí v rámci udržování kurzového závazku (blíže viz část 5 tohoto

MPD). Současně by takový posun snížil nejistotu ekonomických subjektů týkající se kurzového vývoje v nejbližších měsících.

Současně doporučujeme i nadále formovat očekávání ekonomických agentů a finančních trhů ohledně ukončení kurzového závazku ze strany ČNB komunikací v „pravděpodobnostním módu“. V tomto případě doporučujeme i nadále komunikovat, že **k ukončení závazku dojde pravděpodobně v polovině roku 2017**.

Poslední vývoj ekonomiky, trhu práce, cen a mezd dále zmírnil donedávna vnímanou nejistotu ohledně vlivu dlouhodobě nízké inflace na ukotvenost inflačních očekávání. **Doporučujeme proto do komunikace již nadále nezařazovat konstatování o připravenosti ČNB posunout hladinu kurzového závazku na slabší úroveň**, pokud by mělo dojít k systematickému poklesu inflačních očekávání projevujícím se ve vývoji nominálních veličin, zejména mezd.

## 5. Vyjádření sekce bankovních obchodů

Koruna se ve sledovaném období pohybovala ve velmi úzkém pásmu kolem hranice 27,02 CZK/EUR. Počátkem září se na trhu objevil velký zájem o nákup CZK vlivem nešťastné kombinace komunikace ČNB ohledně exitu a investičního doporučení na prodej EUR proti CZK na dvanáctiměsíčním forwardu od ING. Trh nabyt dojmu, že exit se blíží a ve velkém začal spekulovat proti flooru, což vedlo k naší silné intervenční aktivitě.

Tak masivní zájem o nákup korun na forwardech se logicky projevil také na forwardové křivce, kde došlo k významnému posunu doleva, tj. k výraznému zdražení koruny. Distorze vrcholila v pátek 9. září, kdy se implikovaný výnos z derivátů pohyboval kolem -2 %, poté se situace stabilizovala a došlo ke korekci do oblasti kolem -1 %. Nástup distorze byl tak rychlý, že většina klientů na ni nestačila zareagovat. Tím, že si snadno zvykli na život s téměř fixním kurzem, jsou podle našich informací údajně podzajištěni, zejména za horizontem poloviny příštího roku.

Přestože naše zvýšená aktivita na trhu přišla dříve, než jsme čekali, nemyslíme si, že bychom na tento vývoj měli reagovat. **Rozhodně není čas na zavedení záporných sazeb** a nemyslíme si, že by nám pomohlo navrácení tohoto tématu do naší oficiální komunikace. Taková změna rétoriky by mohla být kontraproduktivní, trh by si ji stejně vyložil jako účelovou a mohl by to považovat za projev naší slabosti. **Tlak by mohlo zmírnit odsunutí závazku dále do roku 2017**. Posun „hard commitmentu“ by pomohl rozptýlit aktuální spekulace na exit v prvním čtvrtletí 2017, což by mohlo vést i k uklidnění situace na derivátovém trhu. Pravděpodobnostnímu přístupu trh věnuje jen omezenou pozornost, není tak příliš pravděpodobné, že by nám pomohl jen jeho posun. Navíc při současném zachování „hard commitmentu“ beze změny a tak blízko před jeho expirací by tento posun nevypadal nijak důvěryhodně.

Nadále **doporučujeme zachovávat stoický klid**, nemůžeme si dovolit projevit jakoukoli slabost hned na počátku tohoto „testu“.

## 6. Dosavadní komunikace ČNB

Na *tiskové konferenci* po srpnovém měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB J. Rusnok 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. Poté je s prognózou konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb.

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

Během srpna a září se členové BR hojně vyjadřovali k měnové politice ČNB, resp. k jejímu budoucímu nastavení (viz Tabulka 1). Jejich vyjádření potvrzovala, že k ukončení používání kurzu jako nástroje měnové politiky pravděpodobně dojde kolem poloviny roku 2017, stejně jako dosavadní rezervovaný postoj ČNB k záporným úrokovým sazbám.

Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů bankovní rady v médiích

|       |  |   |
|-------|--|---|
| 26.8. | T. Nidetzký<br>(Hospodářské noviny)                            | <p>Politika ostatních centrálních bank hraje roli už při dnešním rozhodování. Nedíváme se jen na ECB, ale i na rozhodnutí Bank of England, Fedu a dalších bank. Pokud by situace v evropské ekonomice byla skutečně špatná, může to vést k tomu, že bychom naše rozhodnutí přehodnotili. Úplně bych to neuzavřel s tím, že jestli dosáhneme inflačního cíle, zrušíme kurzový závazek a už se nebudeme dívat na další vývoj.</p> <p>Já osobně mám se zápornými sazbami z ekonomické logiky problém. Nemohu říkat, že to je teoretický, učebnicový model, protože řada zemí záporné sazby už má. Bankovní rada řekla, že kdyby došlo k neočekávanému vývoji, bude připravena sáhnout k dalšímu znehodnocení měny. To je podle mě jasný vzkaz. Intervence bych ale raději opouštěl v momentě, kdy si budeme jistí, že nebudeme záhy muset použít nějaký podobný nástroj, byť jen na krátkou dobu. Pokud si nebudeme jistí a budou existovat protiinflační rizika výstupu z intervencí, tak to raději nedělejme.</p> <p>Pro mě je využití záporných sazeb opravdu těžká představa. Ukazuje to, v jaké situaci Evropa byla, když k tomuto řešení přistoupila. Neříkám, že to v Česku nemůže nastat, nejsme ostrov. Může se stát, že když budou záporné sazby v Evropě i ve zbytku světa, tak nám bude hrozit zvýšený zájem spekulantů. My bychom pak museli reagovat. To jsou ale všechno už extrémní scénáře.</p> |
| 30.8. | T. Nidetzký<br>(Reuters)                                       | <p>Důležitý je vývoj jádrové inflace. A právě vývoj tohoto indikátoru mně osobně říká, že bychom se v polovině příštího roku měli začít vracet ke standardním nástrojům měnové politiky (Pozn.: Rekapitulace citace T.N. z počátku července t.r.).</p> <p>Myslím, že koruna (po exitu) určitě posílí. Nemyslím si ale, že posílí nějak výrazně. A ani si nemyslím, že bychom v ČNB nějaké výrazné posílení koruny umožnili.</p> <p>Já osobně jsem přesvědčen, že tam dojde k nějakému zpoždění. Opustíme závazek, stabilizujeme situaci a teprve pak dojde k nárůstu sazeb. Myslím, že tato časová mezera by mohla trvat zhruba jedno čtvrtletí.</p>  |
| 5.9   | J. Rusnok<br>(Respekt)   | <p>Podle nejnovější Zprávy o inflaci ze začátku srpna nadále předpokládáme, že kurzový závazek rozhodně nebude ukončen dříve než v příštím roce. Jako pravděpodobný termín opuštění režimu, kdy ČNB kurz koruny používá jako nástroj měnové politiky, se jeví polovina příštího roku.</p> <p>...případně prodloužení kurzového závazku je jedním z hlavních nástrojů, které máme ve stávajícím režimu k dispozici... Kdyby inflace v polovině roku 2017 byla lehce pod dvěma procenty, nicméně výhled by naznačoval v nejbližší době překročení této úrovně, uměl bych si exit představit i v takové situaci... Podmínkou ukončení tohoto režimu je každopádně udržitelnost dvouprocentního inflačního cíle i po návratu ke standardní měnové politice. Abychom se k užívání kurzu jako nástroje měnové politiky nemuseli – za situace prakticky nulových úrokových sazeb – v krátké době opět vracet.</p>  |
| 7.9.  | V. Benda<br>(prezentace, seminář Morgan Stanley a ČNB, Londýn) | <ul style="list-style-type: none"> <li>• The forecast assumes market interest rates to be flat at their current very low level and the exchange rate to be used as a monetary policy instrument until mid-2017.</li> <li>• Consistent with the forecast is an increase in interest rates in the second half of 2017.</li> <li>• ...the CNB still stands ready to shift the exchange rate commitment to a weaker level if there were to be a systematic decrease in inflation expectations (which would affect nominal variables, especially wages).</li> <li>• Overall, negative interest rates are not a preferred tool for the CNB; however, CNB has not excluded their potential use if needed.</li> </ul>   |

## Omezený přístup po dobu 6 let

|       |                                     |  |
|-------|-------------------------------------|--|
| 7.9.  | J. Rusnok<br>(Aktuálně.TV)          | <p>Vidíme, že i nadále ta ekonomika potřebuje tzv. uvolněné měnové podmínky, ke kterým my dospíváme právě použitím tohoto nástroje (<u>Pozn.:</u> oslabeného kurzu), protože ten je pro nás v té naší situaci nejhodnějším.</p> <p>Ten termín (exitu) je podmíněný...Zvrátit by to mohlo to, že by se změnily předpoklady, nebo výsledky našich prognóz, které pravidelně inovujeme a prodlužujeme...Kdyby se tam (<u>Pozn.:</u> na horizontu měnové politiky) ty výsledky výrazně změnila a ukazovaly nám, že se nevrátíme do toho našeho cíle inflačního, že se nevrátíme do určitého normálu, no tak bychom samozřejmě museli velmi vážit, zda si můžeme vlastně dovolit vlastně opustit ten kurzový závazek a tím zpřísnit měnové podmínky.</p> <p>Samozřejmě kromě toho, kromě těch našich domácích analýz a z nich vycházejících prognóz hraje roli také naše relevantní okolí, zejména ECB a její nastavení měnové politiky, protože se tedy pořád poměřujeme s eurem, že jo. Takže pokud by tyto věci zásadněji měnila oproti tomu, jak je vidíme dnes, že by měly vypadat v té polovině roku 2017, případně druhé polovině roku 2017, tak by mohlo dojít ke změně toho našeho očekávání.</p> <p>My bychom velmi neradi je (<u>Pozn.:</u> záporné úrokové sazby) používali, jsme si totiž vědomi jejich omezené působnosti, omezené efektivnosti a naopak určitých negativních účinků na stabilitu finančního sektoru jako takového.</p>   |
| 13.9. | J. Rusnok<br>(ČT24)                 | <p>V tuto chvíli ta prognóza naše nám ukazuje, že ten čas (<u>Pozn.</u> pro opuštění kurzového závazku) by mohl nastat někdy ve druhé polovině příštího roku...</p> <p>...těch faktorů (<u>Pozn.</u> ve prospěch případného pozdějšího opuštění kurzového závazku) je spousta, ale ty základní, kterými se my řídíme, jsou vývoj domácí cenové hladiny, protože to nám ukládá zákon i ústava – dbát o cenovou stabilitu...Pokud by se ta prognóza odchylovala od toho, co říká dnes...., no tak bychom samozřejmě museli zvažovat případné odložení toho exitu takzvaného. Samozřejmě pokud by se děla nějaká dramatická událost v české ekonomice, kterou teď nikde nevidíme, není na obzoru, ale jsme silně ovlivněni tím, co se děje v zahraničí, tak taky bychom samozřejmě museli zvažovat. Pravděpodobnost těch mimořádných událostí je velmi nízká...</p> <p>My jsme jasně řekli, že ať už bude jakýkoli způsob opuštění toho takzvaného kurzového závazku, tak nedovolíme nějaké dramatické výkyvy kurzu koruny, které by neměly odůvodnění v tom stavu české ekonomiky. Takže i kdyby jsme technicky takzvaně opustili jednorázově, tak stejně se na ten trh vrátíme, pokud to bude situace vyžadovat a pokud by se ty neočekávané, resp. nepřiměřené výkyvy projevily. Takže to, jestli bude jednorázový nebo postupný, je úplně vedlejší. Důležité je to, že vývoj toho kurzu i po opuštění závazku musí být podle nás v nějakém rozumném koridoru, který odpovídá výkonnosti české ekonomiky...</p>  |
| 13.9. | J. Rusnok<br>(kulatý stůl, Ostrava) | <p>...naše analýzy zatím neukazují na to, že by bylo potřeba měnit nastavení našich měnověpolitických podmínek.</p> <p>...my nemáme žádný relevantní důvod nějak urychlovat ten odchod z toho kurzového závazku, resp. něco na něm v tuto chvíli měnit.</p> <p>...pokud se bude vyvíjet situace tak, jak očekáváme, to znamená, že dojde k postupnému dosažení toho našeho inflačního cíle někdy v průběhu příštího roku, spíše kolem poloviny toho příštího roku - a dokonce bychom přivítali, kdyby ten cíl byl vlastně do jisté míry robustně naplňován, technicky to znamená, že ta inflace může být krátkodobě klidně nad naším cílem, to znamená v tom horním pásmu tolerančního koridoru - tak potom nastane situace, kdy budeme velmi silně tedy zvažovat opuštění toho stávajícího závazku, protože to bude situace, která by za normálních okolností vyžadovala zpřísnění měnových podmínek zvýšením úrokových sazeb. Ale protože my v tuto chvíli jsme na nulových úrokových sazbách a řídíme měnovou politiku primárně tím závazkem, tak samozřejmě první krok, který bude následovat, je logicky opuštění toho kurzového závazku.</p> <p>...my jsme jasně řekli, že rozhodně budeme reagovat na to, pokud by situace po uvolnění závazku vedla k nějakým extrémním výkyvům kurzu, které bychom považovali za neodůvodněné z hlediska fundamentů české ekonomiky. Takže je úplně jedno, jestli to (<u>Pozn.</u> opuštění kurzového závazku) uděláme jednorázově, že jednoho krásného dne jakoby z toho trhu odejdeme a necháme ten kurz vyvíjet podle nabídky a poptávky, protože v případě potřeby se stejně na ten trh můžeme klidně vrátit.</p> <p>...my bychom velmi neradi sahalí k záporným úrokovým sazbám, ale nikdy jsme to nevyhloučili. Skutečně, v jistých situacích, k potřebě obrany toho kurzového závazku před jeho blížícím se opuštěním se to může hodit a dovedeme si představit to použít.</p> |
| 13.9. | V. Benda<br>(prezentace "Rozpočet a | <ul style="list-style-type: none"> <li>• V tomto kontextu je nadále ve hře i posunutí úrovně kurzového závazku.</li> <li>• Možnost zavedení záporných sazeb byla v minulosti opakovaně diskutována, nikoliv</li> </ul>   |



|       |  |   |
|-------|--|---|
|       | finanční vize měst a obcí",<br>Praha)  | <p>však na posledních zasedáních.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Záporné sazby jsou jednou z možností, které může měnová politika použít.</li> <li>• Jejich použití by bylo velmi specifické; nejsou vhodným nástrojem k dodatečnému uvolňování měnových podmínek.</li> <li>• Záporné sazby mohou případně podpořit kurzový závazek.</li> <li>• Bankovní rada opakovaně prohlásila, že Česká národní banka neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v roce 2017.</li> <li>• Podle současného vyhodnocení situace je pravděpodobné ukončení závazku v polovině roku 2017, pokud to umožní ekonomické podmínky.</li> <li>• Časování ukončení závazku je ekonomickým vývojem podmíněno (nelze proto vyloučit ani jeho další prodloužení).</li> <li>• Zejména je exit z kurzového závazku podmíněn udržitelným plněním 2% inflačního cíle i po opuštění kurzového závazku tak, aby nehrzil návrat k nekonvenčním měnověpolitickým nástrojům.</li> <li>• Exit bude znamenat návrat k režimu řízeného plovoucího kurzu, centrální banka bude připravena zasáhnout proti nadměrné volatilitě kurzu.</li> </ul> |
| 20.9. | novinky.cz s odkazem na server IHNED citují z rozhovoru p guvernéra s novináři při setkání se zástupci firem v Ostravě | <p>Čas na ukončení devizových intervencí by mohl nastat ve druhé polovině 2017.</p> <p>Je to otázka druhé poloviny roku, spíše po prázdninách. Na červen to rozhodně nevypadá a o prázdninách se mi nezdá, že bychom chtěli dělat takové akce. Ale nevím, co se všechno ještě semele. Pravděpodobnost nejvyšší je asi někde po těch prázdninách.</p>  |

## 7. Reakce a očekávání finančních trhů

**Srpnové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno všemi analytiky.** Stabilitu základních sazeb ČNB očekávalo všech patnáct analytiků z dotazníků *IOFT* (15.7.), všech dvacet analytiků podle šetření agentury *Bloomberg* (1.8.) i všech šestnáct analytiků oslovených agenturou *Thomson Reuters* (3.8.). 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 nepatrný pokles sazeb 3M PRIBOR. Do poloviny příštího roku se tak pohybuje nepatrně pod trajektorií úrokových sazeb ze stávající prognózy ČNB, se kterou je poté ve třetím čtvrtletí 2017 konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb, s nímž však tržní výhled nepočítá.

Sazby IRS se od posledního zasedání BR téměř nezměnily. Výnosová křivka sazeb IRS zůstává rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,1 p.b., spread 10R-1R činí 0,4 p.b. Výrazně se však snížily výnosy státních dluhopisů. Příčinou byly šířící se spekulace na opuštění kurzového závazku ČNB dříve než v polovině roku 2017, které výrazně zesílily poptávku po koruně.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků *IOFT* (15.9.) vyplývá, že na zářijovém zasedání BR ČNB i v ročním horizontu všech čtrnáct analytiků očekává stabilitu základních sazeb ČNB. Rovněž všech třiatdvacet analytiků oslovených agenturou *Bloomberg* (26.9.) očekávalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na zářijovém měnověpolitickém zasedání BR ČNB.

Analytici v rámci šetření *IOFT* a *FECEP* v průměru očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí mírně pod hladinu 27 CZK/EUR. Prognóza ČNB předpokládá pro 3Q17 kurz na úrovni 26,3 CZK/EUR. Okamžik ukončení intervenčního režimu je koncentrován do druhé poloviny příštího roku, blíže viz Tabulka 2.

Tabulka 2: Očekávání analytiků ohledně okamžiku ukončení režimu devizových intervencí dle IOFT (15.9.)

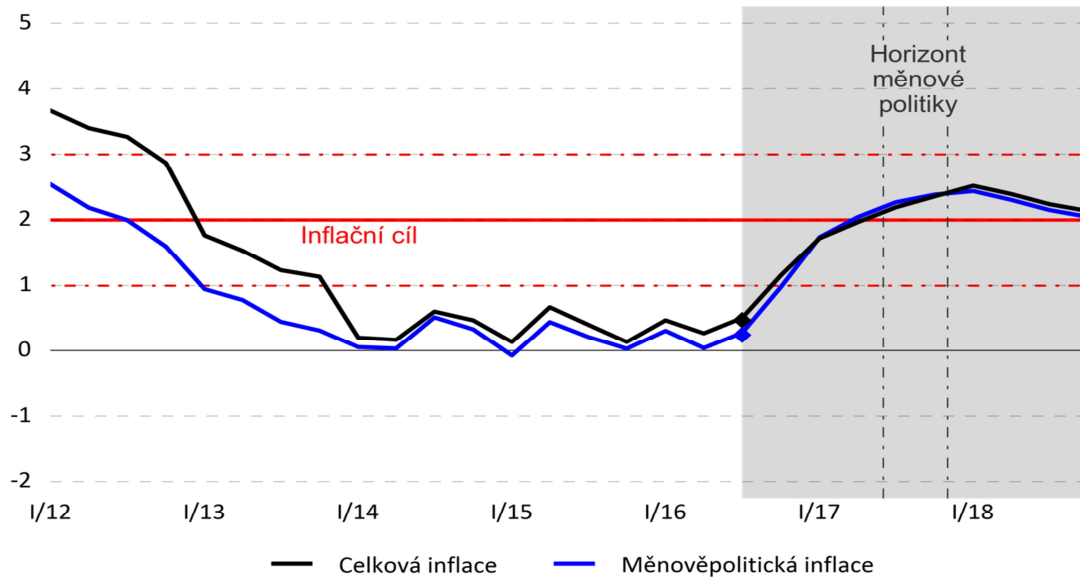
| 2016 |      | 2017 |      |       |          | 2018 |      |      |      |
|------|------|------|------|-------|----------|------|------|------|------|
| 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17  | 4Q17     | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 |
|      |      | •    | •    | ••••• | •••••••• |      |      |      |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

## 8. Měnověpolitické doporučení sekce měnové (6. SZ)

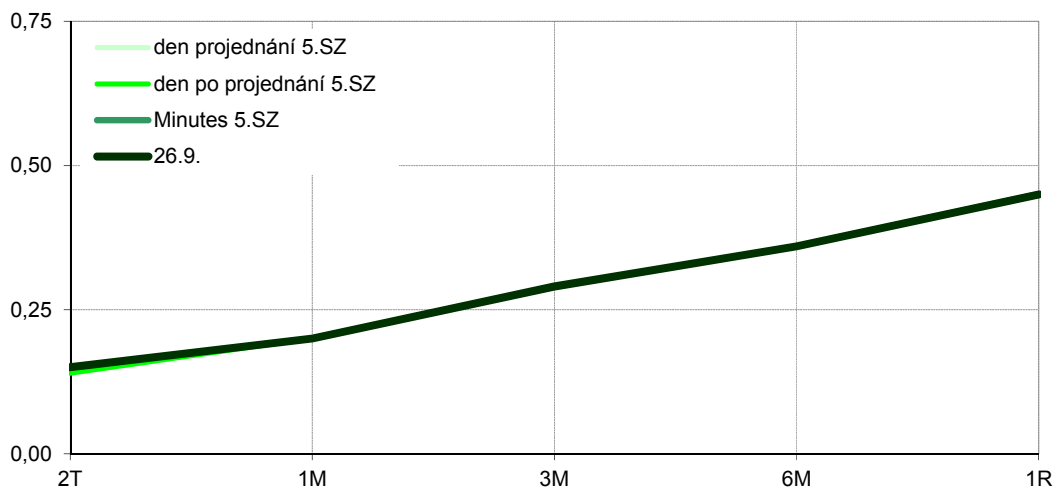
Sekce měnová doporučuje na zářijovém měnovém zasedání bankovní rady:

- ponechat měnověpolitické úrokové sazby beze změny;
- potvrdit závazek ČNB v případě potřeby intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu tak, aby udržovala kurz koruny poblíž hladiny 27 CZK/EUR; opět připomenout, že ČNB je nadále připravena automaticky, tedy bez nutnosti dalšího rozhodnutí bankovní rady, provádět časově i objemově neomezené intervence na udržení svého kurzového závazku;
- konstatovat, že domácí cenový vývoj je nadále pod vlivem protiinflačních nákladových faktorů ze zahraničí, od jejichž primárních dopadů měnová politika odhlíží a soustředí se na případné nepříznivé druhotné efekty; naopak **korigovaná inflace bez pohonných hmot je zřetelně kladná**, když se v ní pozitivně projevuje růst domácí ekonomiky a mezd;
- sdělit, že podle stávající prognózy předpokládající používání kurzu do poloviny příštího roku **inflace na horizontu měnové politiky mírně přesáhne 2% inflační cíl**, jehož udržitelné plnění je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky;
- vyhodnotit **bilanci rizik stávající prognózy jako vyrovnanou**;
- sdělit, že **potřeba udržovat měnové podmínky uvolněné přinejmenším v dosavadním rozsahu přetrvává**;
- nově konstatovat, že **ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém čtvrtletí 2017**;
- dodat současně, že bankovní rada i nadále 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.

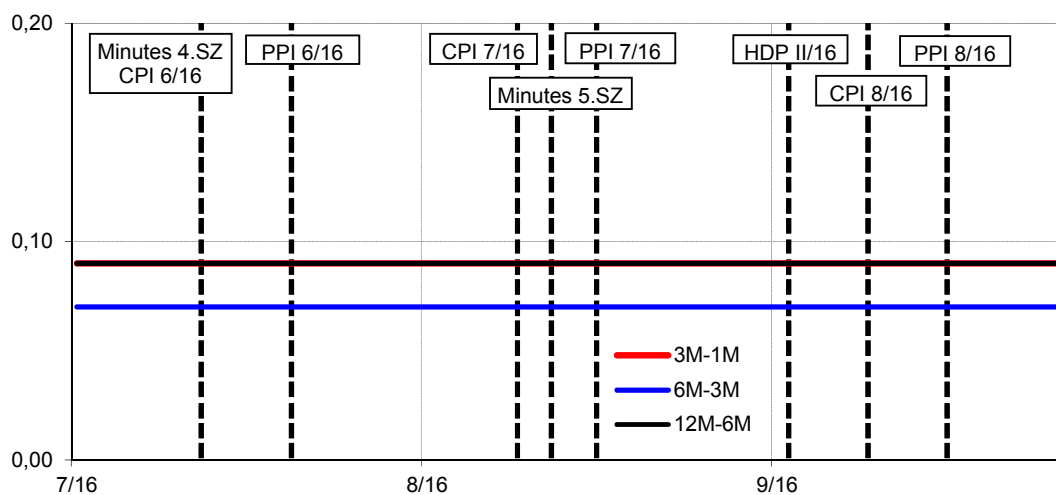
Graf 5: Prognóza inflace z 5. SZ 2016 a cíl ČNB



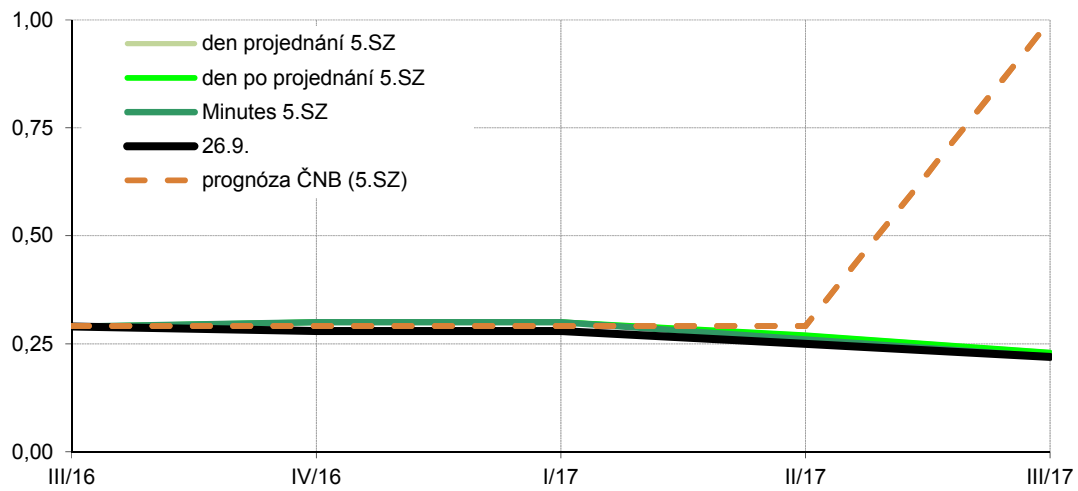
Graf 6: Výnosové křivky PRIBOR



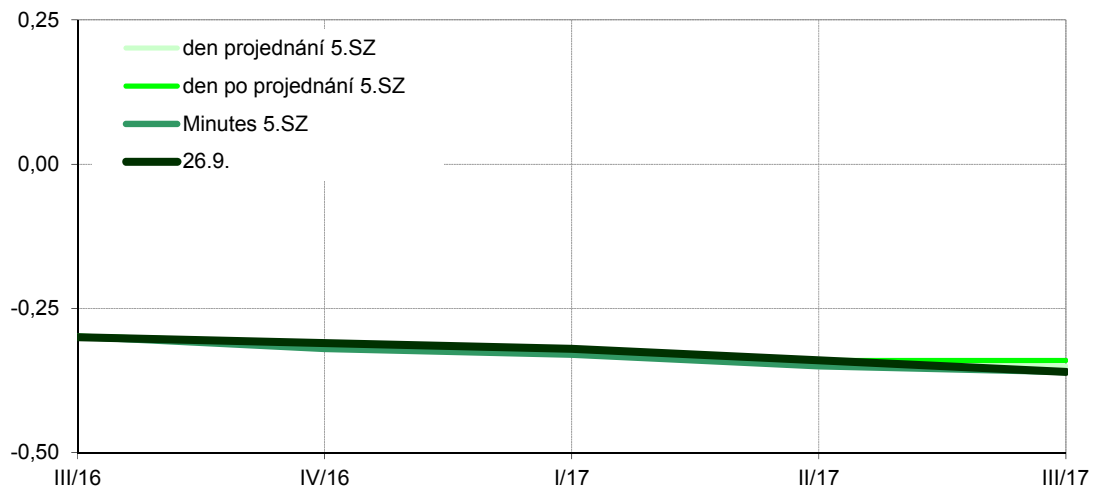
Graf 7: Úroková rozpětí – PRIBOR



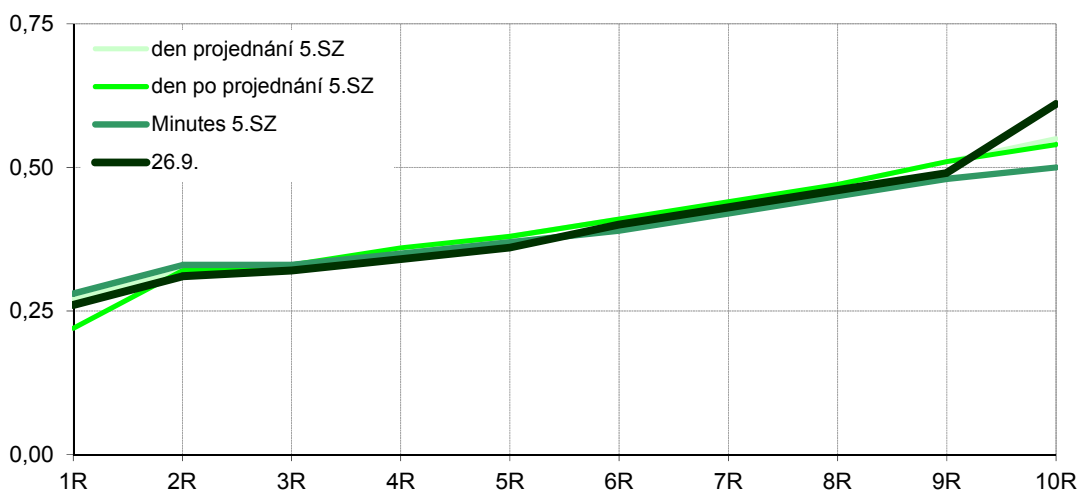
Graf 8: 3M PRIBOR, FRA



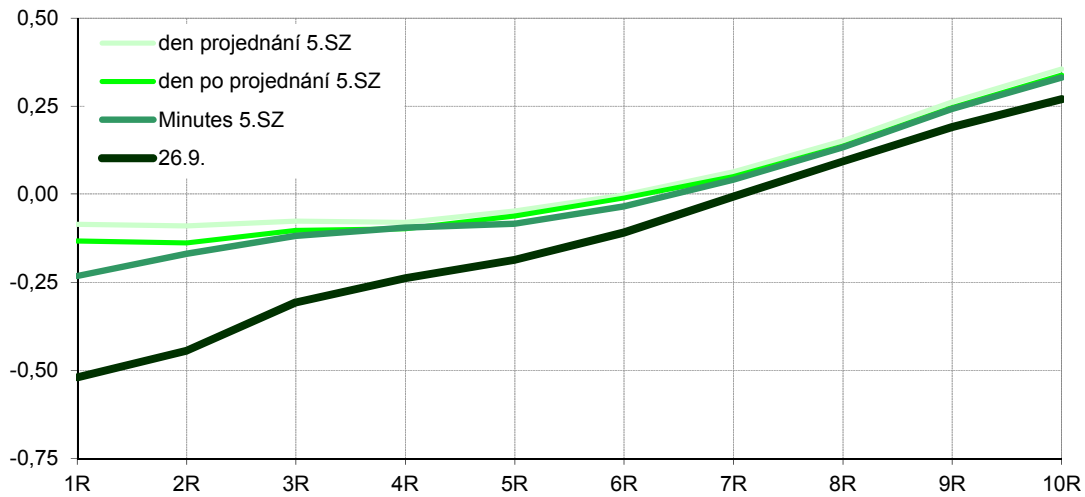
Graf 9: 3M EURIBOR, FRA



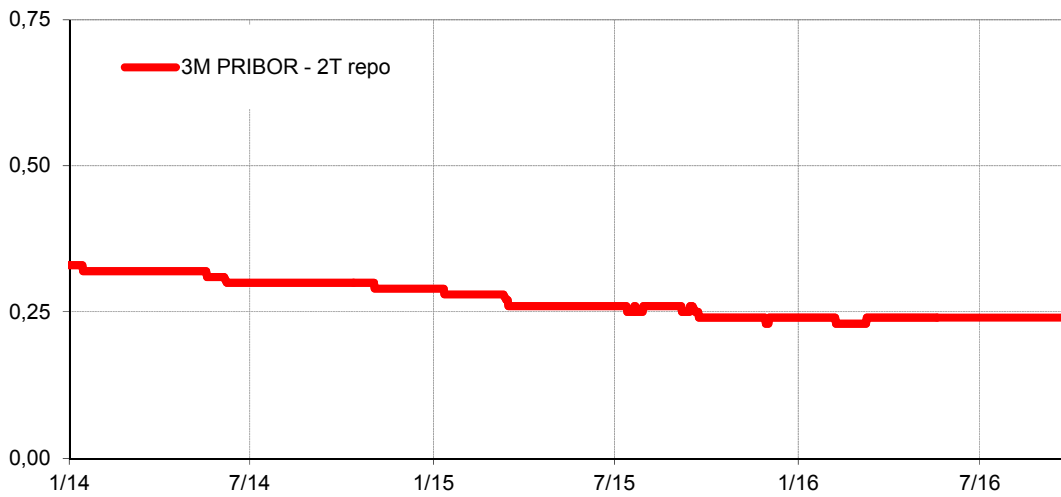
Graf 10: IRS CZK



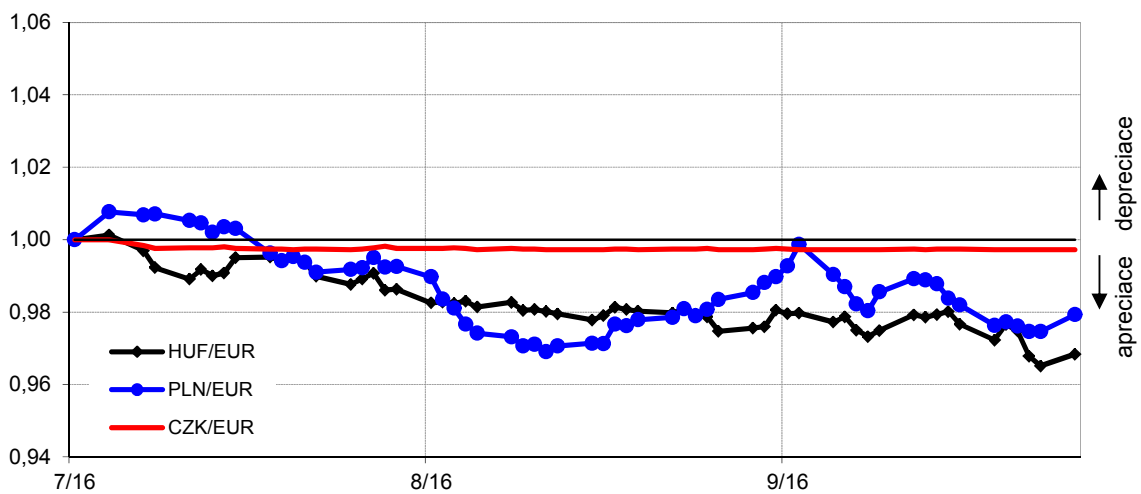
Graf 11: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



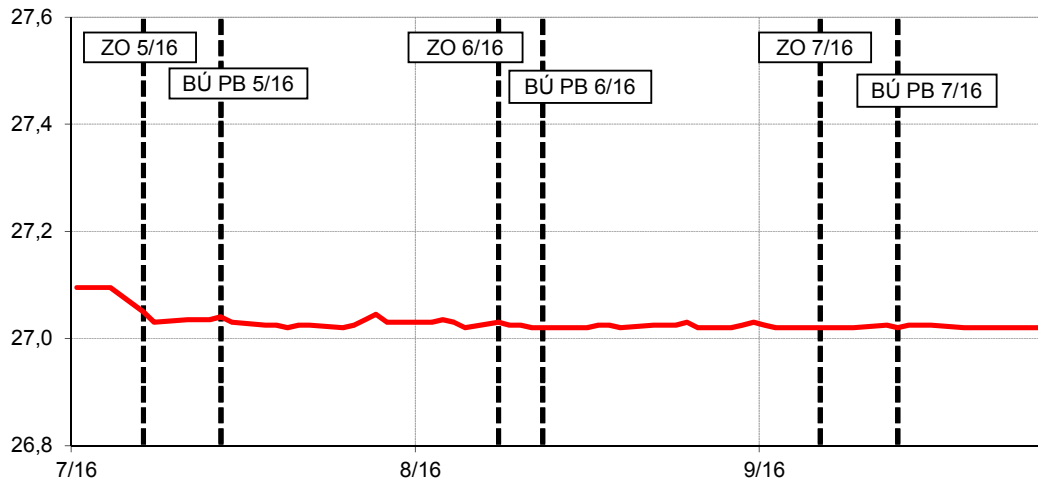
Graf 12: Úrokové rozpětí v ČR



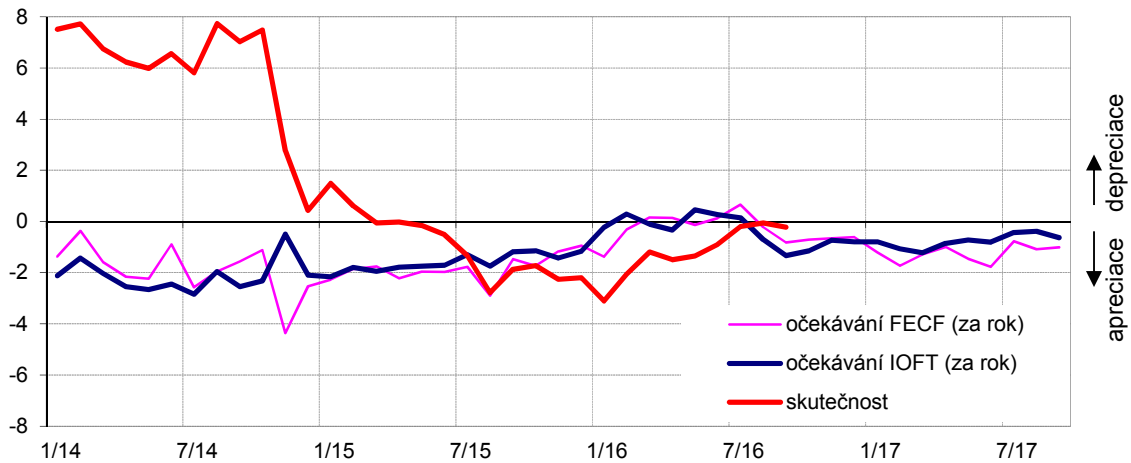
Graf 13: Kurzy středoevropských měn (1.7. = 1,00)



Graf 14: Kurz CZK/EUR

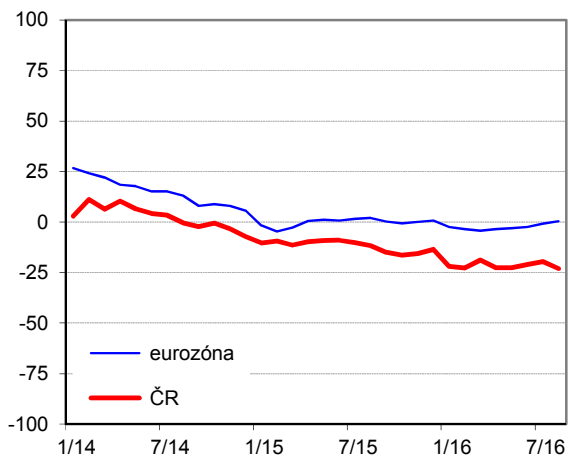


Graf 15: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

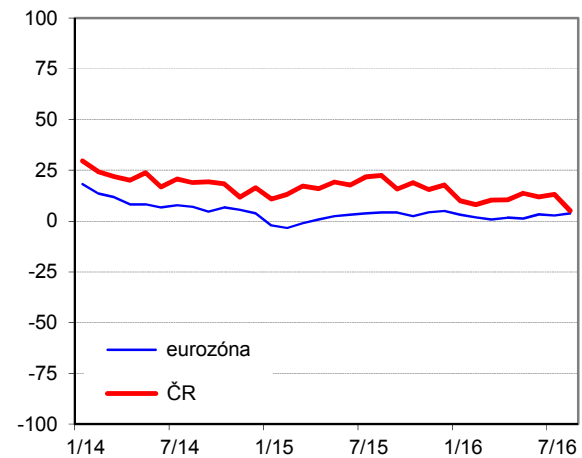


Graf 16: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

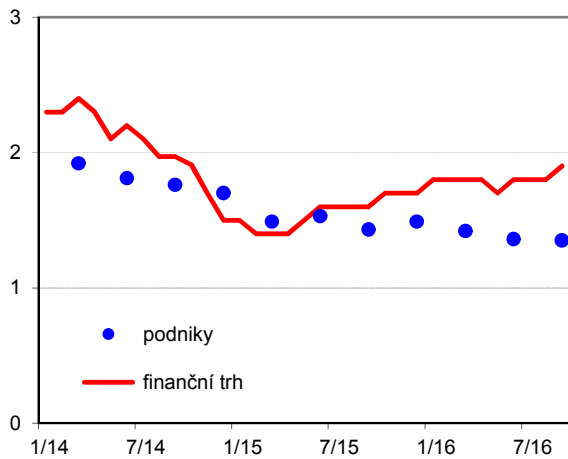


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

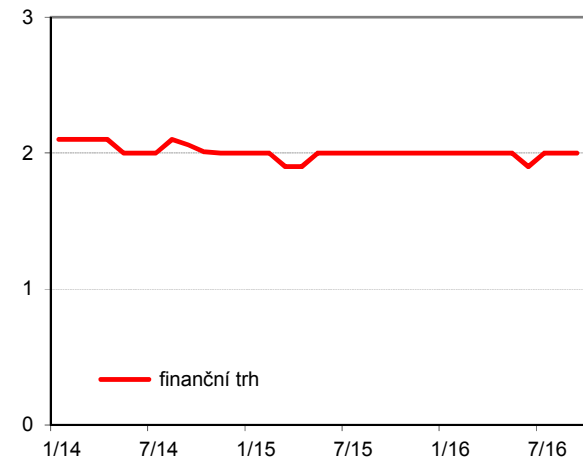


**Graf 17: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %**

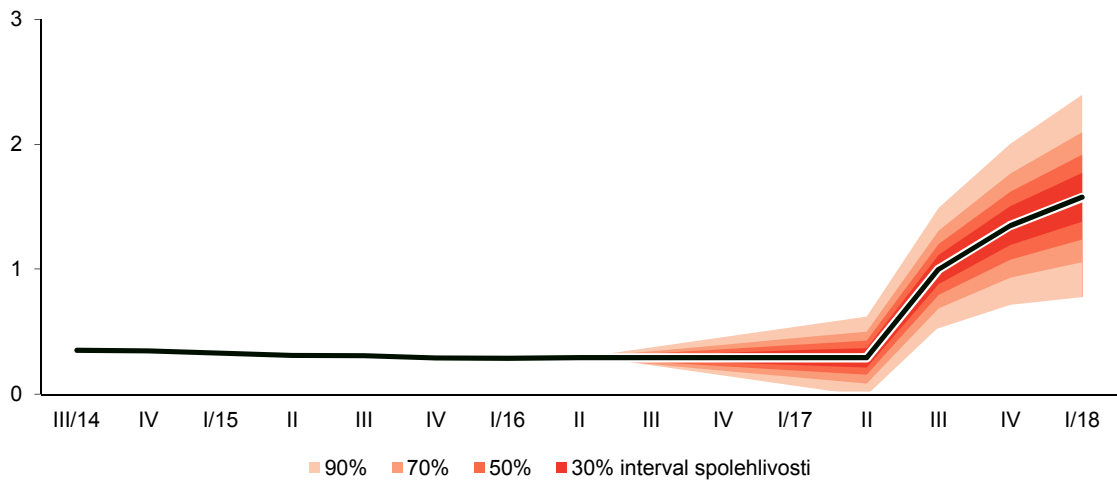
Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



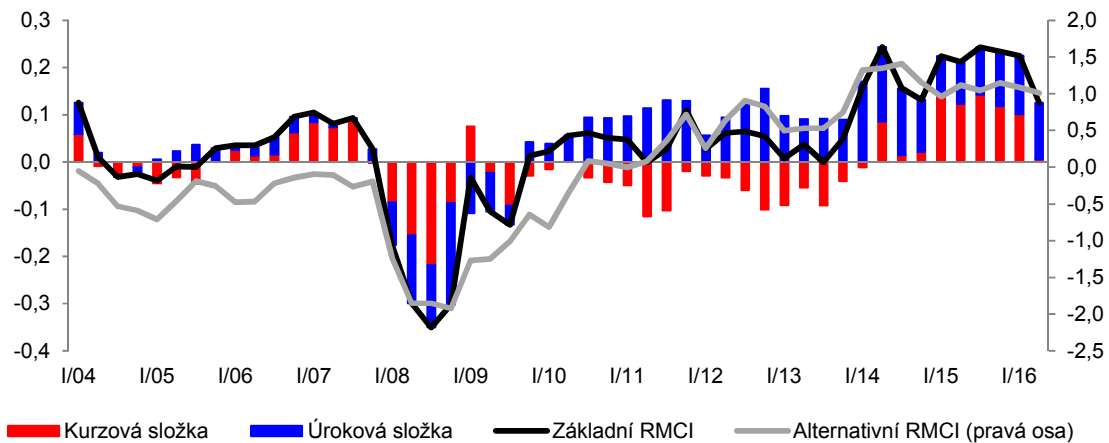
**Graf 18: Vějířový graf úrokových sazeb v %**



**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