

Měnověpolitické doporučení pro 8. SZ 2016

Sekce měnová

1. Prognóza ze 7. SZ 2016

Východiskem pro prosincové měnověpolitické zasedání zůstává **makroekonomická prognóza ze 7. SZ 2016**. Její počáteční podmínky, předpoklady a vyznění ve stručnosti rekapituluje následující odstavce.

Ve třetím čtvrtletí letošního roku pokračovalo zpomalování růstu české ekonomiky. Robustní vývoj na trhu práce se projevoval nárůstem zaměstnanosti, poklesem nezaměstnanosti a zrychlujícím růstem průměrné mzdy. Celková i měnověpolitická meziroční inflace se v dosavadním průběhu čtvrtého čtvrtletí zvýšily a po téměř třech letech se vrátily do dolní poloviny tolerančního pásma cíle ČNB (Graf 6). 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 lehce záporné.

Tempo růstu zahraniční ekonomické aktivity dle předpokladů stávající prognózy v příštím roce zpomalí vlivem dopadů budoucího brexitu na ekonomický sentiment, v roce 2018 se ale vrátí přibližně ke 2 %. Pokles výrobních cen v eurozóně odrážející zejména předchozí propad cen energetických komodit již začal odeznívat. Jejich návrat na růstovou trajektorii se dle stávající prognózy předpokládá začátkem příštího roku. Spotřebitelská inflace v eurozóně se bude z velmi nízkých hodnot postupně zvyšovat v návaznosti na rostoucí poptávku a odeznění vlivu propadu cen ropy, až do konce roku 2018 však nedosáhne 2 %. Stávající prognóza předpokládá, že se tržní úrokové sazby 3M EURIBOR budou na celém horizontu nacházet v záporných hodnotách vlivem pokračující uvolněné měnové politiky ECB včetně kvantitativního uvolňování, s nímž stávající prognóza počítá do března 2017. To rovněž přispívá k prognózou předpokládanému lehkému oslabení kurzu eura vůči americkému dolaru. Výhled ceny ropy Brent na horizontu stávající prognózy předpokládá její pozvolný nárůst.

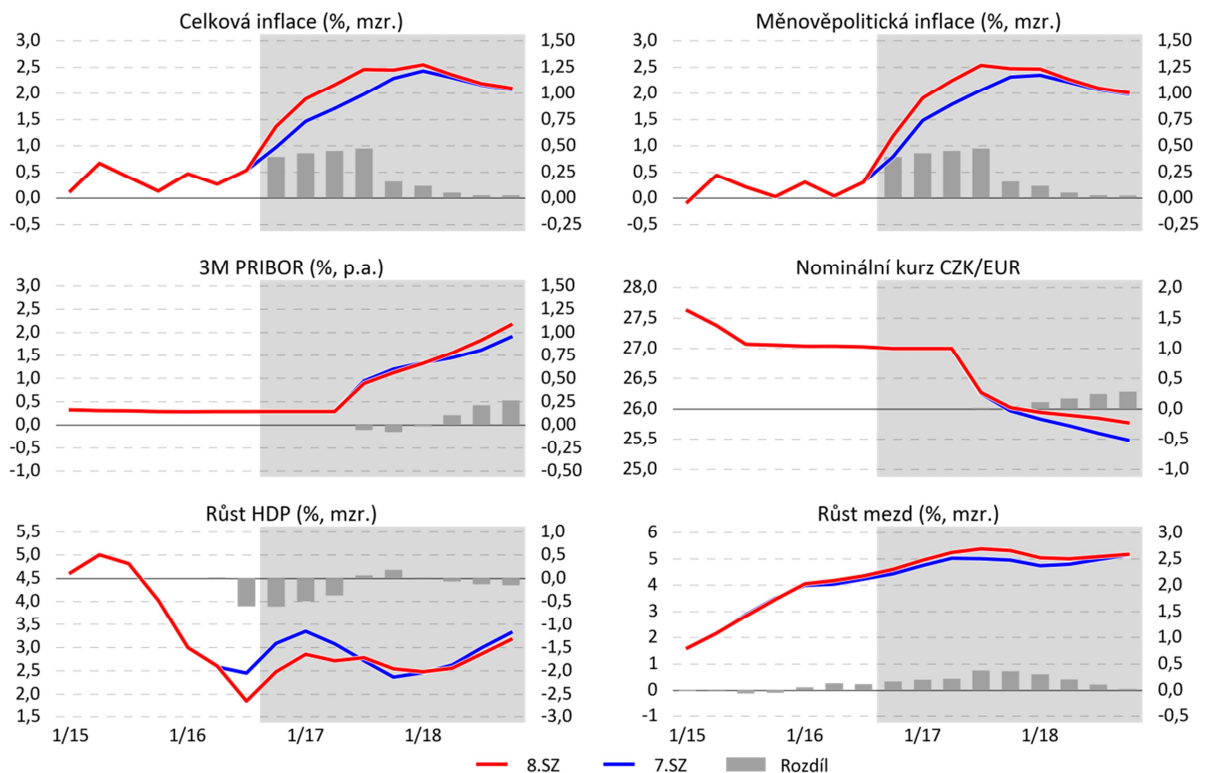
Stávající prognóza předpokládá, že růst české ekonomiky letos celkově dosáhne 2,8 %. Důvodem letošního zvolnění dynamiky HDP oproti roku 2015 je dočasné snížení tvorby hrubého kapitálu způsobené zejména poklesem vládních i podnikových investic, který odráží jen pozvolné čerpání evropských fondů v novém programovém období. V příštích dvou letech setrvá růst HDP na obdobných tempech, když se na jedné straně obnoví kladná dynamika investic a na druhé straně bude růst české ekonomiky poněkud brzděn přechodným zpomalením zahraniční poptávky a posléze i méně uvolněnými měnovými podmínkami po ukončení kurzového závazku ČNB. Pokračující ekonomický růst povede ke zvýšení dynamiky mezd při již jen lehce klesající míře nezaměstnanosti.

Inflace se bude zvyšovat i nadále a na horizontu měnové politiky mírně přesáhne 2% inflační cíl, k němuž se během roku 2018 bude v prostředí postupně posilujícího kurzu a rostoucích úrokových sazeb shora vracet. Ke zvyšování inflace bude přispívat pokračující odeznívání protiinflačního vlivu dovozních cen a setrvalé inflační tlaky z domácí ekonomiky, plynoucí především z růstu mezd i ceny kapitálu v podmínkách pokračujícího růstu ekonomické aktivity.

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 a posílení kurzu koruny. Posílení koruny bude po opuštění kurzového závazku podporováno kladným úrokovým diferenciálem vůči euru a dozvuky kvantitativního uvolňování ECB, s nímž prognóza počítá do března 2017. Stejným směrem bude působit obnovená – i když oproti předkrizovému období výrazně pozvolnější – reálná konvergence české ekonomiky k vyspělým zemím eurozóny.¹

2. Aktualizovaný scénář stávající prognózy

Graf 1: Srovnání aktualizovaného scénáře (8. SZ) s prognózou ze 7. SZ 2016



Výše uvedená simulace zachovává předpoklad ze 7. SZ o stabilitě tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni při současném používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017. Pozorované vyšší hodnoty celkové i měnověpolitické inflace v posledním čtvrtletí letošního roku posouvají jejich výhled k vyšším hodnotám, a to zejména v horizontu do jednoho roku. **Celková i měnověpolitická inflace se tak budou dle aktualizované simulace zvyšovat rychleji a dosáhnou inflačního cíle již v průběhu druhého čtvrtletí příštího roku.** Rovněž výhled tempa růstu mezd se lehce zvyšuje na celém horizontu prognózy. Naproti tomu výhled meziroční dynamiky ekonomické aktivity se pro nejbližší rok v této simulaci snižuje vlivem pozorovaného slabšího růstu domácí ekonomiky v letošním třetím čtvrtletí. O něco pozvolnější posilování nominálního kurzu po opuštění kurzového závazku je v simulaci ovlivněno více faktory: vyšším inflačním diferenciálem, zhoršením nominálního čistého vývozu i přehodnocením výhledu zahraničních tržních úrokových sazeb směrem vzhůru. Tyto faktory částečně vyvažuje vliv prodloužení

¹ 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.

kvantitativního uvolňování ze strany ECB, které bylo do aktualizované simulace rovněž zapracováno, a to skrze snížený výhled zahraničních stínových úrokových sazeb. V souhrnu je post-exitový nárůst domácích úrokových sazeb v roce 2018 v aktualizované simulaci o něco výraznější ve srovnání se stávající prognózou.

Nad rámec výše uvedené simulace existují dodatečná rizika krátkodobé prognózy jdoucí ve směru vyšší inflace pramenící z pravděpodobných sekundárních dopadů zavedení EET a z cen potravin. Další riziko – naopak směrem dolů – se týká domácího ekonomického růstu a plyne z horších předstihových indikátorů v posledním čtvrtletí letošního roku. **Celkově tak sekce měnová hodnotí rizika prognózy na horizontu měnové politiky jako mírně proinflační.**

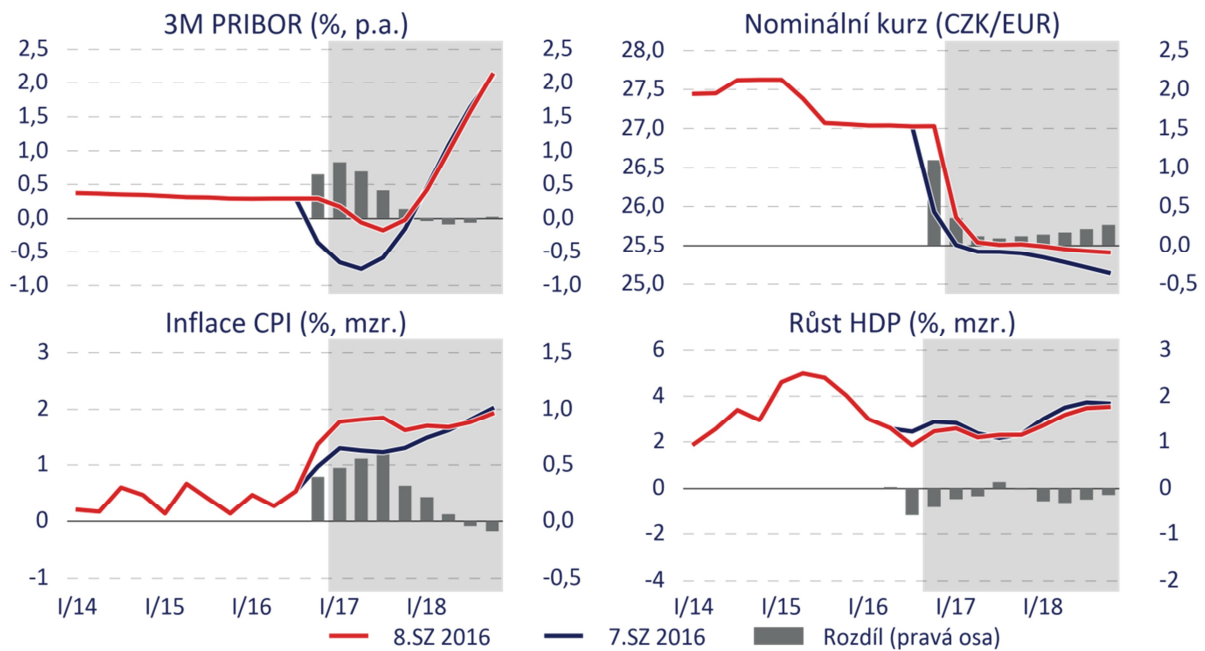
3. Hodnocení potřeby dalšího uvolnění měnové politiky

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 7. SZ. V tom se odráží zejména vyšší pozorovaná inflace a její krátkodobý výhled v kombinaci s přiblížením okamžiku očekávaného dosažení cíle i při stávajícím nastavení měnových podmínek („efekt vysezení“). Hypotetická potřeba poklesu sazeb kulminuje ve třetím čtvrtletí 2017 a činí již jen přibližně dvě snížení o standardních 0,25 procentního bodu.² Celkové uvolnění měnové politiky je však ve srovnání s verzí této simulace ze 7. SZ v souhrnu jen o něco menší, a to díky slabšímu pozorovanému i budoucímu kurzu. Inflace se téměř na celém horizontu pohybuje výše než v simulaci ze 7. SZ, 2% cíle však dosáhne až na samém konci roku 2018.

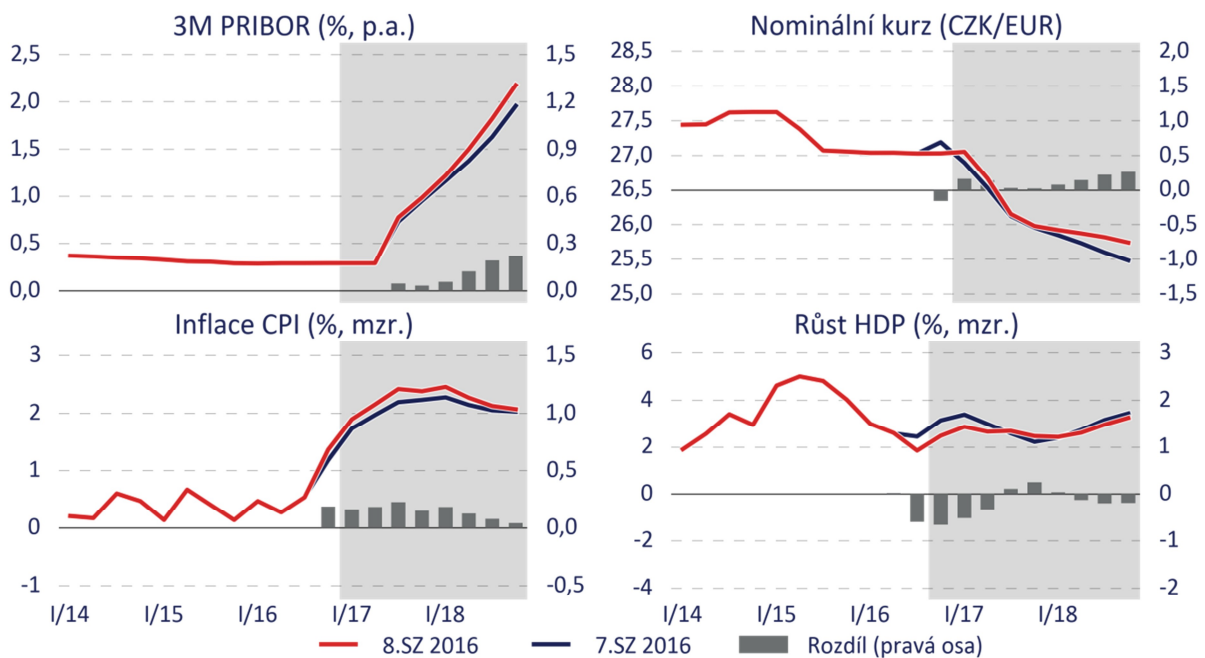
² Konkrétně scénář implikuje hodnotu 3M PRIBOR ve výši -0,2 %.

Graf 2: Scénář s volnými úrokovými sazbami



V **simulaci s endogenním kurzem** aktualizované na základě nových makroekonomických dat (viz Graf 3) se kurz pohybuje poblíž hodnot ze simulace pro 7. SZ. Endogenní kurz již nemá tendenci oslabit, ale naopak od začátku příštího roku postupně posiluje až k hodnotě 25,8 CZK/EUR na konci roku 2018. Trajektorie úrokových sazeb se ve srovnání s minulou verzí simulace posouvá slabě výše. Také inflace se na celém horizontu, tj. včetně horizontu měnové politiky, pohybuje lehce výše.

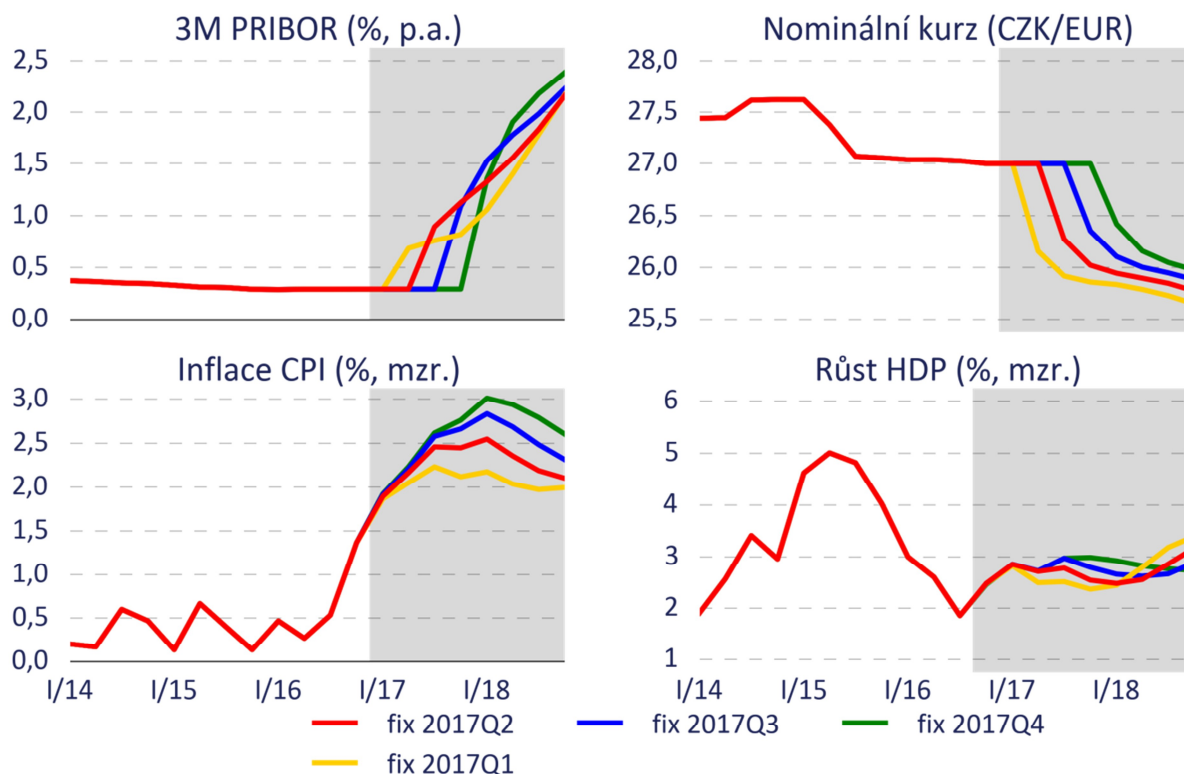
Graf 3: Scénář s endogenním kurzem



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 (červená čára), vede k robustnímu plnění inflačního cíle na horizontu měnové politiky. K plnění cíle by v aktualizovaných simulacích – na rozdíl od verze ze 7. SZ – vedl i o jedno čtvrtletí dřívější exit (žlutá čára - fixace kurzu do konce 1Q17), ale přestřelení cíle by bylo méně výrazné, stejně jako nárůst úrokových sazeb po exitu. Naopak prodlužování doby používání kurzu za horizont poloviny roku 2017 by vedlo ke stále výraznějšímu nadstřelování 2% inflačního cíle. 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



V souhrnu tedy všechny výše uvedené simulace potvrzují reálnost opuštění kurzového závazku zhruba v polovině příštího roku. Vyloučit přitom nelze ani exit již během druhého čtvrtletí 2017. Simulace tedy potvrzují adekvátnost dosavadní komunikace ohledně načasování exitu.

4. Podrobná diskuse rizik prognózy a další úvahy

Vedle základního scénáře stávající prognózy byl v rámci 7. SZ vypracován i citlivostní scénář. Motivací pro jeho zpracování bylo očekávání části trhu o **prodloužení programu nákupu aktiv (QE) ze strany ECB**, které by mohlo mít výrazný vliv na rozhodování ČNB z hlediska realizovatelnosti hladkého exitu z kurzového závazku v polovině roku 2017.

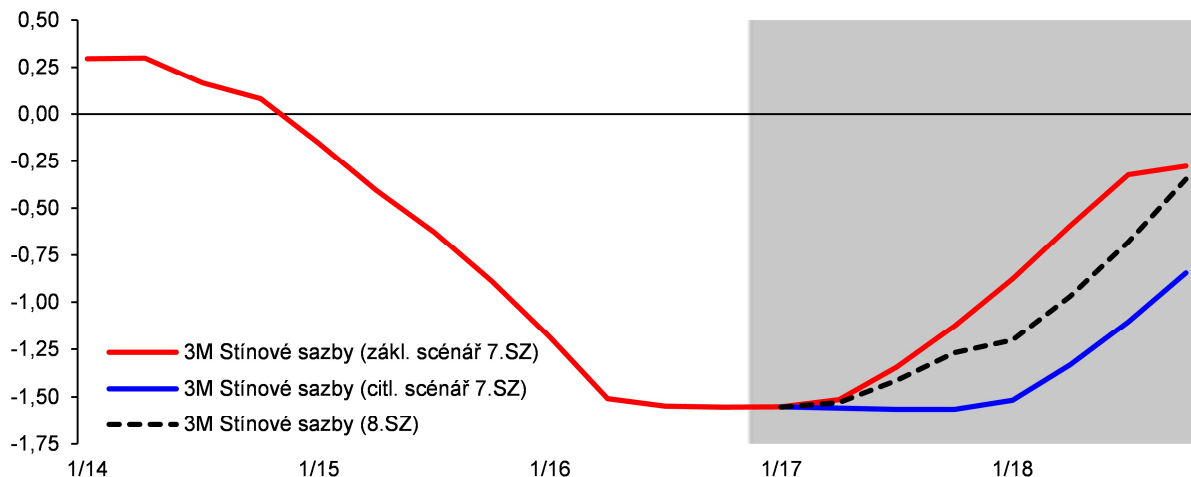
Citlivostní scénář konkrétně předpokládal prodloužení programu QE ze strany ECB do konce roku 2017 s nákupy v nezměněné výši, tj. 80 mld. EUR měsíčně. Od roku 2018 pak zahrnoval postupné ukončování QE v podobě tzv. taperingu tempem 10 mld. EUR měsíčně, tzn. do července 2018. Dále scénář předpokládal postupné odeznívání efektů nekonvenční měnové politiky a pozvolný návrat stínové úrokové sazby k úrovni 3M EURIBOR.

Zpracovaný citlivostní scénář ze 7. SZ ilustroval riziko možného odložení ukončení stávajícího kurzového závazku ČNB za polovinu roku 2017. Scénář totiž nevedl k naplnění předpokladu o dostatečně robustním prvotním zpřísnění domácí měnové politiky prostřednictvím úrokových sazeb po ukončení intervenčního režimu.

ECB na svém prosincovém zasedání prodloužila program nákupu aktiv do konce roku 2017, tedy v souladu s předpoklady citlivostního scénáře, avšak měsíční objem nákupů se od dubna 2017 snižuje z 80 mld. EUR na 60 mld. EUR. U zahraničních stínových sazeb se tak dle aktuálního pohledu do března 2017 nemění dosud odhadovaný dodatečný efekt plynoucí z kvantitativního uvolňování ECB ve výši 1,25 procentního bodu. Poté se tento efekt bude – stejně jako ve stávající prognóze – zmírňovat (tzv. postupné „vychladnutí“), ale v návaznosti na prodloužení programu nákupů v nižších objemech bude jeho zmírňování výrazně pomalejší, a uvedený efekt tak bude přetrvávat delší dobu. Stínové úrokové sazby se tedy v tomto období posouvají do více záporných hodnot, a to v maximu o necelé čtyři desetiny procentního bodu oproti předpokladům základního scénáře prognózy.

Rozhodnutí ECB – včetně na něj navazujícího posunu tržního výhledu úrokových sazeb na delším konci predikce směrem nahoru – současně znamená, že aktuální výhled zahraničních stínových úrokových sazeb (zpracovaný do výše prezentovaných simulací znázorněných v grafech 1 – 4) se nachází zhruba uprostřed mezi trajektorií těchto sazeb ze základního scénáře stávající prognózy a jejího citlivostního scénáře (viz Graf 5).

Graf 5: Stínové zahraniční úrokové sazby



Nadále platí, že měnová politika ECB je jedním z hlavních předpokladů prognózy o vnějším prostředí, když jde o faktor potenciálně ovlivňující budoucí optimální reakci ČNB. Jak nicméně ukazují výše prezentované aktualizované scénáře, změny v nastavení měnové politiky ECB nemusejí automaticky vést k potřebě upravovat analogicky domácí měnovou politiku. Ta sleduje celkový ekonomický obrázek s akcentem na domácí cenový vývoj, jeho výhled a výsledné měnověpolitické implikace (v aktuálním případě s vidinou dosažení cíle již v průběhu prvního pololetí roku 2017 a následné potřeby zpřísnění měnových podmínek dokumentované zřetelným zvyšováním úrokových sazeb po předpokládaném exitu v polovině příštího roku). Nová zjištění z domácí ekonomiky tedy mohou kompenzovat vliv nových informací přicházejících z vnějšího prostředí.

Rizika krátkodobé prognózy inflace pro nejbližší měsíce jsou mírně proinflační, což plyne z vyšší pozorované inflace ke konci roku, možných sekundárních dopadů zavedení EET (v podobě plného nepromítnutí snížené sazby DPH, resp. dokonce zvýšení cen, a to jak jídla a nealkoholických nápojů, tak zejména točeného piva v řadě restaurací, jak naznačuje

anekdotická evidence) a z předstihových indikátorů cen potravin. Na druhé straně u regulovaných cen dochází oproti 7. SZ k přehodnocení jejich výhledu pro rok 2017 mírně směrem dolů. To souvisí zejména s vyhlášením Energetického regulačního úřadu o poklesu regulovaných složek ceny elektřiny (nižší podpora na OZE) a plynu (nižší poplatky za tranzitní přepravu plynu). Ve srovnání s prognózou ze 7. SZ se tak aktualizovaný výhled růstu regulovaných cen pro příští rok přehodnocuje směrem dolů v průměru o 0,9 p.b. (s dopadem do celkové inflace ve výši 0,15 p.b.).

Růst HDP ve třetím čtvrtletí dle očekávání zpomalil, ovšem výrazněji, než předpokládala prognóza (1,9 % vs. 2,5 %). Nižší tempo růstu HDP ve srovnání s prognózou bylo způsobeno především nad očekávání výrazným snížením kladného příspěvku čistého vývozu. Ten odrážel zejména **skokové zpomalení růstu vývozu** (jehož překvapivě nízká dynamika nekoresponduje se setrvalým růstem zahraniční poptávky). Měsíční údaje za počátek čtvrtého čtvrtletí naznačují – navzdory stabilnímu výhledu efektivního ukazatele zahraniční poptávky – další zvolnění růstu ekonomické aktivity a propad vývozu v průmyslu.

Pokles vývozu v září a říjnu byl přitom tažen jak oslabujícím vývozem dopravních prostředků, tak meziročním poklesem komponentů pro jejich výrobu. Odezdnává meziroční růst tržeb výrobců dopravních prostředků z vývozu do zemí eurozóny a klesají tržby z vývozu u dodavatelů dílů pro automobilový průmysl. Současně se trendově snižuje dynamika růstu registrací nových osobních aut v západní Evropě. Zatím však není možné určit, zda pozorovaný vývoj v automobilovém odvětví je pouze krátkodobým výkyvem, nebo zda se jedná o začátek fundamentálnější změny, jež má v případě ČR (nadprůměrně zaměřené na výrobu dopravních prostředků a jejich komponent) potenciál ovlivnit budoucí růst ekonomické aktivity. Jedná se tak o otevřené téma pro novou prognózu v rámci 1. SZ 2017.

Na základě posouzení všech aktualizovaných simulací a diskuse dalších rizik **sekce měnová navrhuje neměnit nastavení měnové politiky ani související komunikaci**. To znamená, že nadále doporučujeme formovat očekávání ekonomických agentů a finančních trhů ohledně ukončení kurzového závazku ze strany ČNB v podobě nezměněného znění „hard commitmentu“ (*exit ne dříve než ve druhém čtvrtletí roku 2017*) i komunikace v „pravděpodobnostním módu“ (*k ukončení závazku dojde pravděpodobně v polovině roku 2017*).³

Zároveň nadále platí, že **záporné úrokové sazby nepovažujeme za vhodný nástroj** k použití v současné fázi vývoje – podrobněji viz Měnověpolitické doporučení pro 7. SZ 2016.

5. Vyjádření sekce bankovních obchodů

Koruna se stále pohybuje v úzkém pásmu, ale po překvapivém zvolení D. Trumpa americkým prezidentem opadl silný zájem o její nákup. Koruna následovala ostatní měny rozvíjejících se trhů a krátce oslabila těsně nad hranici 27,100, aby se poté usadila v oblasti 27,050, kde zůstala většinu sledovaného období. Po zveřejnění neočekávaně vyšších dat CPI v ČR na počátku prosince se pozornost trhů začala opět vracet k exitu z kurzového závazku a koruna se vrátila zpět na 27,020.

Také na trhu derivátů panuje klid s výjimkou středního segmentu křivky, který je pod vlivem konce roku (zesílený vliv díky povinným odvodům bank do rezolučního fondu) a kde

³ Jedinou navrhovanou změnou v klíčových větech komunikace ČNB po měnovém zasedání je vypuštění slova „přinejmenším“ ve větě *Potřeba udržovat měnové podmínky uvolněné přinejmenším v dosavadním rozsahu přetrvává*. Úvahy o možné potřebě dalšího uvolnění měnových podmínek již totiž nejsou aktuální.

implikovaný výnos dosáhl více než -4 %. Na delším konci křivky se implikovaný výnos drží kolem -1,5 až -2 %, cena ročního zajištění na EURCZK se pohybuje kolem 30 haléřů.

Podle našeho názoru není čas na jakoukoli změnu v našem instrumentariu nebo v komunikaci, je zbytečné jakkoli poutat pozornost. V souladu se závěrem našeho boxu o derivátech z MPD k 7.SZ zároveň **doporučujeme již dále neposouvat tvrdý ani měkký závazek** a v další komunikaci ohledně časování exitu se dále vyjadřovat pouze v obecné rovině, že exit nastane tehdy, až bude zajištěno udržitelné plnění inflačního cíle.

6. Dosavadní komunikace ČNB

Na *tiskové konferenci* po listopadovém 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 prognózy inflace* na horizontu měnové politiky jako vyrovnaná. Bankovní rada znovu konstatovala, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém čtvrtletí 2017. Bankovní rada přitom i nadále viděla jako pravděpodobné ukončení závazku v polovině roku 2017.

Během listopadu a prosince 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

22.11.	L. Lízal (prezentace, pracovní snídani, Praha)	...Česká národní banka neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém čtvrtletí 2017. Bankovní rada přitom i nadále vidí jako pravděpodobné ukončení závazku v polovině roku 2017.
23.11.	J. Rusnok (prezentace, Euro Business Breakfast, Praha)	K exitu dojde, až budou vytvořeny podmínky pro udržitelné plnění 2% inflačního cíle i po opuštění kurzového závazku a nebude hrozit návrat k používání nekonvenčních nástrojů. ČNB neukončí používání kurzového závazku jako nástroje měnové politiky dříve než ve 2Q 2017. Členové BR nadále vidí jako pravděpodobné ukončení závazku v polovině 2017. Záporné úrokové sazby nejsou vhodným nástrojem; jejich použití připadá v úvahu pouze v krajním případě, například jako krátkodobá podpora kurzového závazku. Očekávání výraznějšího posílení koruny po exitu z kurzového závazku nemají opodstatnění.
25.11.	V. Benda (Hospodářské noviny)	Budu se samozřejmě dívat na to, zda je udržitelný ekonomický růst a jestli se cenový vývoj vrací k tomu, čemu říkáme udržitelná cenová stabilita (Pozn.: odpověď na otázku, kdy bude hlasovat pro ukončení intervenčního režimu). Tu pro nás představuje dvouprocentní růst indexu spotřebitelských cen... Byl bych asi nejraději, kdybychom v době ukončení intervencí dvouprocentní střed inflačního cíle mírně přestřelovali, než abychom se spoléhali jen na to, že prognóza počítá s dosažením dvouprocentního cíle třeba za tři čtyři měsíce. Jedna z podmínek exitu je to, že se pak budeme moci vrátit k normální měnové politice – že budeme moci začít postupně zvyšovat úrokové sazby, abychom měli do budoucna standardní nástroj pro případ, že by se blížilo oslabení ekonomiky nebo došlo k nepříznivým šokům. Asi nemá moc smysl vyskakovat z kurzového závazku a setrvat potom několik let na úrokových sazbách blízko nuly s rizikem, že se k intervencím budeme muset opět vrátit. Pevně věřím, že se naše prognóza naplní a my budeme moci závazek příští rok ukončit. Co si ještě dovedu představit v případě nepříznivého vývoje, je další odložení maximálně

Omezený přístup po dobu 6 let

		<p>o jedno dvě čtvrtletí.</p> <p>Je dobré mít takový nástroj (<u>Pozn.:</u> záporné úrokové sazby) v šuplíku, ale osobně v tom velký přínos pro uvolnění měnové politiky nevidím. A proto mě to v tuto chvíli až tolik nezajímá. Pokud bychom potřebovali uvolnit podmínky, zvolil bych spíš nástroj, se kterým se trh už víceméně sžil – další oslabení koruny pomocí intervencí. Dovedl bych si také představit využívání kurzu flexibilněji, aktivněji, to znamená používat ho podobně jako úrokové sazby – podle potřeby pružně upravovat hladinu kurzu tak, abychom dosáhli stanoveného inflačního cíle.</p>
26.11.	J. Rusnok (Frekvence 1)	<p>Samozřejmě to (<u>Pozn.:</u> vývoj kurzu po exitu) nikdo předem není schopen odhadnout. V momentě, kdy to necháte jaksí se utvářet na tom trhu, tak předem to nikdo neví. Je vysoce pravděpodobné, že k nějakému posílení mírnému dojde. Nicméně nemělo by to být posílení, které by okamžitě, nebo v nějaké krátké době vyrovnalo, respektive vrátilo se na tu úroveň, se kterou jsme vstupovali do toho kurzu. Proč ne? No, protože v mezidobí u nás stouply ceny, o něco více, než stouply v eurozóně. Takže tady dochází k určitému vzlínání naší cenové hladiny, kdežto tam ty ceny stouply o něco pomaleji, takže kurz by nominálně neměl být ten samý, jako byl předtím umělým, jak jste řekl, zasahováním, čili těmi intervencemi. Dále jsou ještě nějaké další technické důvody, proč dokonce na začátku může dojít také k poklesu té hodnoty koruny. Protože, ale ty jsou krátkodobé a ty by neměly trvat déle, může prostě být nějaká situace na tom trhu taková, že vlastně jaksí ten trh bude takzvaně přeprodán z hlediska eura nebo koruny, to je jedno, z které strany se díváte. Protože jestliže dnes všichni se snaží prodat svá eura do korun za ten pro ně výhodný kurz, zhruba dvacet sedm, no, tak v momentě, kdy se ta situace začne měnit, tak samozřejmě všichni budou jaksí mít málo eur a budou mít hodně korun. A budou chtít zase za ty své koruny dostat eura, zase ve výhodnějším kurzu, aby na té operaci vydělali, že jo...</p> <p>...No, a v ten moment může nastat klidně to, že poptávka bude mnohem větší po eurech, než by byla normálně, a ty eura nebudou a budeme je mít jenom my, jako centrální banka, která je skupuje teď, jo, z toho trhu těmi intervencemi. A my je samozřejmě nebudeme prodávat s nějakou ztrátou dobrovolně, rychle, proč bychom to dělali.</p> <p>...nevím, kdy to (<u>Pozn.:</u> opuštění kurzového závazku) přesně bude. Bude to až v momentě, kdy budeme vidět, že návrat do tohoto režimu víceméně plovoucího tržně se utvářejícího kurzu nás nevrátí zpátky do nějaké deflační situace.</p> <p>To posílení bude, prostě nevíme jaké. Mělo by být někde v intervalu od nuly do, já nevím, tři procent, řekněme, ale, ale to nevíme. Protože taky, jak říkám, krátkodobě může být oslabení. To, to prostě po mně chcete něco, co už centrální banka neví a nemůže ani za daného režimu vědět.</p>
26.11.	L. Lízal (prezentace, 9th Biennial Conference of the Czech Economic Society, Praha)	<p>...the CNB will not discontinue the use of the exchange rate as a monetary policy instrument before 2017 Q2. The Bank Board still considers it likely that the commitment will be discontinued in mid-2017.</p>
1.12.	M. Hampl (Reflex)	<p>Úplně té logice nerozumím (<u>Pozn.:</u> odpověď na dotaz, že z ČNB zazněla varianta, že spolu s ukončením kurzového závazku zavede zápornou úrokovou sazbu). Ukončení kurzového závazku je okamžik, kdy bychom měli naopak měnovou politiku zpřísnit, tedy kdy si zase budeme umět představit, že sazby půjdou nahoru! S tím nejsou záporné sazby příliš v souladu.</p> <p>My si myslíme, že jejich očekávání (<u>Pozn.:</u> na posílení koruny po opuštění kurzového závazku) je příliš silné, protože na trhu nemusí být nutně protistrana, jež dodá eura. To je to, s čím trochu počítáme – že se jejich očekávání nemusí ukázat jako úplně uskutečnitelné, tedy že koruna tolik neposílí.</p> <p>Čekáme, až se cenový vývoj a jeho očekávání stabilizují tak, že budeme moci vrátit do normálu i úrokové sazby. Tato situace zatím nenastala, ale naše prognóza říká, že by se to mohlo stát okolo poloviny roku 2017, dnes by to bylo předčasné. Náš cíl se týká inflace, exit z kurzového závazku potřebuje správnou cenovou stabilitu a správná inflační očekávání.</p>
1.12.	M. Hampl (Faktor S)	<p>Pokud jsme exit z kurzového závazku odkládali, bylo to jen tím, že jsme viděli, že se inflace růst nechystá. Abychom náš závazek opustili, musíme si být opravdu jisti, že se inflace vyvíjí tak, jak chceme. Proto ani dnes nemůžeme říct nic jiného, než že nejpravděpodobnější termín opuštění závazku bude polovina příštího roku. V tuto chvíli vám více neřeknu, protože to skutečně nevím.</p> <p>Podle mě by bylo ideální, aby vystoupení z kurzového závazku bylo obdobné jako vstup do něj. Čili z mého pohledu bude lepší, když to proběhne v jeden a zároveň správný okamžik.</p>

		Nepřijde mi to logické. (Pozn.: reakce na názor některých analytiků, že exitu bude předcházet zavedení negativních úrokových sazeb) V okamžiku, kdy se budeme chystat opustit kurzový závazek, bych naopak očekával, že pak už sazby půjdou jen nahoru, a nikoli dolů. Pokud bychom měli odradit spekulanty zápornými sazbami, musely by klesnout tak hluboko, jak si to ani neumíme představit. I proto dlouhodobě nejsme stoupencem záporných sazeb.
7.12.	T. Nidetzký (prezentace, 20 years of the Czech capital market, London)	CNB will not discontinue the use (Pozn.: of FX commitment) before Q2/2017.
14.12.	J. Rusnok (Vlog ČNB)	Nevidím důvod ke změně pojetí naší měnové politiky...nejen u nás, ale nikde v zahraničí stále neexistuje lepší alternativa. ...kurz je třeba ještě nějakou dobu udržet nad námi stanovenou hranicí 27 korun za euro. A to až do doby, než si budeme jisti, že návrat k řízení plovoucímú kurzu a tedy zřejmě i k o něco silnější koruně než dnes česká ekonomika ustojí a že inflace zase nespadne pod náš cíl. Naše aktuální prognostické modely ukazují, že tyto podmínky by mohla česká ekonomika splnit kolem poloviny příštího roku...skutečný termín ukončení závazku neznáme ani my. Záleží totiž na budoucím hospodářském vývoji nejen u nás, ale i v zahraničí, a na tom, jak dalece se budou naše předpoklady naplňovat. Pro nás klíčové je to, abychom se nemuseli brzy po uvolnění kurzu koruny vrátet k mimořádným nástrojům měnové politiky, jakými jsou nejen kurzový závazek, ale také například záporné úrokové sazby. I když by jejich použití v našich podmínkách nebylo tak efektivní jako v zemích s vyšším podílem bezhotovostních plateb, nemůžeme se dopředu vzdát žádných možností.

7. Reakce a očekávání finančních trhů

Listopadové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno všemi analytiky. Stabilitu základních sazeb ČNB očekávalo všech šestnáct analytiků z dotazníků *IOFT* (14.10.), všech devatenáct analytiků podle šetření agentury *Bloomberg* (31.10.) i všech patnáct analytiků oslovených agenturou *Thomson Reuters* (2.11.). Analytici z průzkumu *IOFT* i *Thomson Reuters* předpokládali ukončení režimu intervencí v období 2Q17 až 1Q18.

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 je tak zhruba v souladu s úrovní úrokových sazeb ze stávající prognózy ČNB. Poté je tržní výhled výrazně nižší, neboť s prognózou ČNB je od třetího čtvrtletí 2017 konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb, se kterým tržní výhled nepočítá.

Sazby IRS se od posledního zasedání BR mírně zvýšily. Výnosová křivka sazeb IRS zůstává rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,4 p.b., spread 10R-1R činí 0,7 p.b. Také výnosy státních dluhopisů se posunuly lehce výše, výnosová křivka je záporná do splatnosti 5R.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků *IOFT* (15.12.) vyplývá, že na prosincovém zasedání BR ČNB i v ročním horizontu všech patnáct analytiků očekává stabilitu základních sazeb ČNB. Rovněž všech patnáct analytiků oslovených agenturou *Bloomberg* (19.12.) očekává stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na prosincovém měnověpolitickém zasedání BR ČNB.

Analytici v rámci šetření *IOFT* a *FECF* v průměru očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na úroveň 26,2 – 26,5 CZK/EUR. Prognóza ČNB předpokládá pro 4Q17 kurz na úrovni 26 CZK/EUR. Okamžik očekávaného ukončení intervenčního režimu je za horizontem 1Q17 rozprostřen relativně rovnoměrně, a to do zbývajících tří čtvrtletí roku 2017, blíže viz Tabulka 2.

Tabulka 2: Očekávání analytiků ohledně okamžiku ukončení režimu devizových intervencí dle IOFT (15.12.)

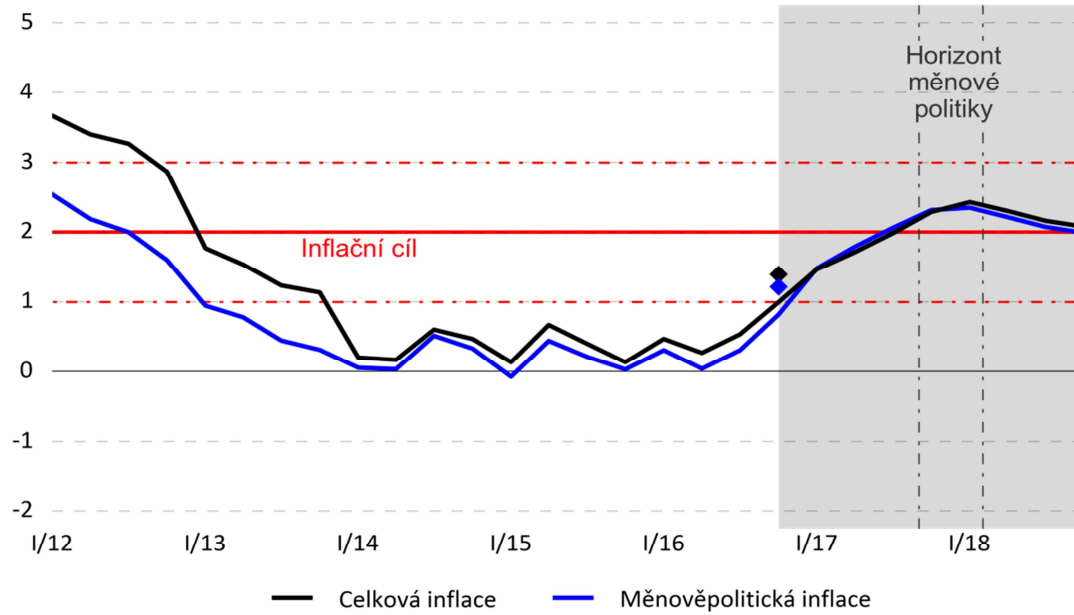
2016	2017				2018			
4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
		●●●●●	●●●●●●	●●●●				

8. Měnověpolitické doporučení sekce měnové (8. SZ)

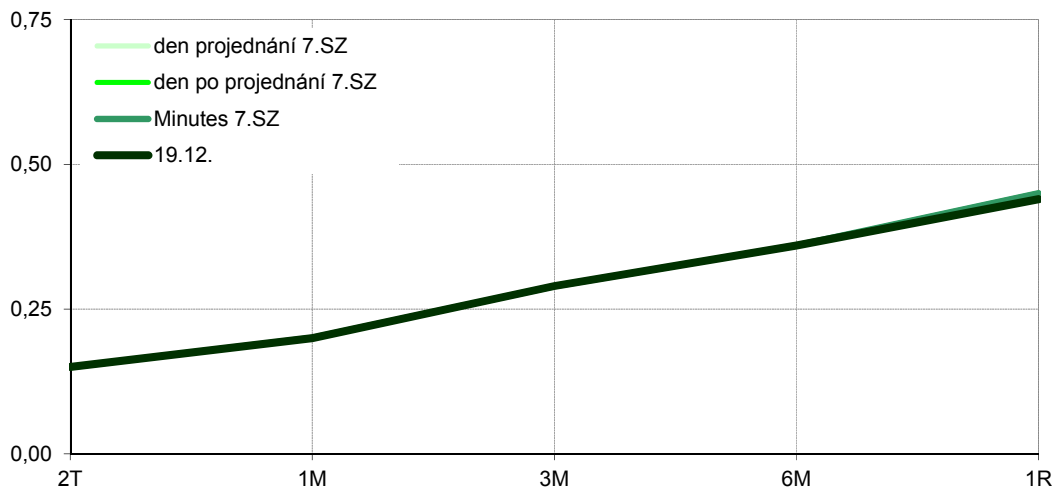
Sekce měnová doporučuje na prosincovém měnovém zasedání bankovní rady:

- 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 provádět časově i objemově neomezené intervence na udržení svého kurzového závazku;
- konstatovat, že dále slábne vliv protiinflačních nákladových faktorů ze zahraničí, který v příštím roce odezní; **korigovaná inflace bez pohonných hmot je přitom nadále zřetelně kladná a dále pozvolna narůstá**, když se v ní pozitivně projevuje růst domácí ekonomiky a mezd;
- sdělit, že **podle stávající prognózy předpokládající používání kurzu do poloviny příštího roku** se bude celková i měnověpolitická inflace dále zvyšovat a **na horizontu měnové politiky (přelom let 2017 a 2018) mírně přesáhne 2% inflační cíl**;
- komunikovat, že **k dalšímu zvyšování inflace směrem k cíli bude přispívat pokračující odeznívání protiinflačního vlivu dovozních cen a setrvalé inflační tlaky z domácí ekonomiky plynoucí především z růstu mezd v podmínkách pokračujícího růstu ekonomické aktivity**;
- **k udržitelnému plnění 2% inflačního cíle, které je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky, tak dle stávající prognózy dojde počínaje polovinou roku 2017**;
- vyhodnotit **bilanci rizik stávající prognózy na horizontu měnové politiky jako mírně proinflační, když v tomto směru působí zejména vyšší pozorovaná inflace a mzdový růst**;
- sdělit, že **potřeba udržovat měnové podmínky uvolněné v dosavadním rozsahu přetrvává**;
- opět konstatovat, že **ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém čtvrtletí 2017**;
- zopakovat, 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. Posílení kurzu koruny po opuštění závazku bude navíc tlumeno zajištěním kurzového rizika ze strany vývozců během trvání závazku, stejně jako uzavíráním korunových pozic finančních investorů a případnými intervencemi ČNB ke zmírnění kurzových výkyvů po ukončení závazku.

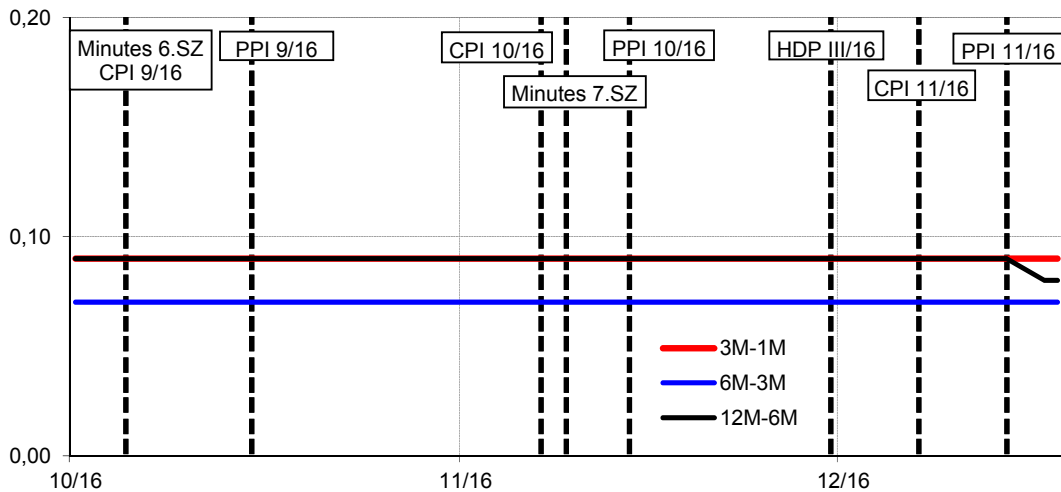
Graf 6: Prognóza inflace ze 7. SZ 2016 a cíl ČNB



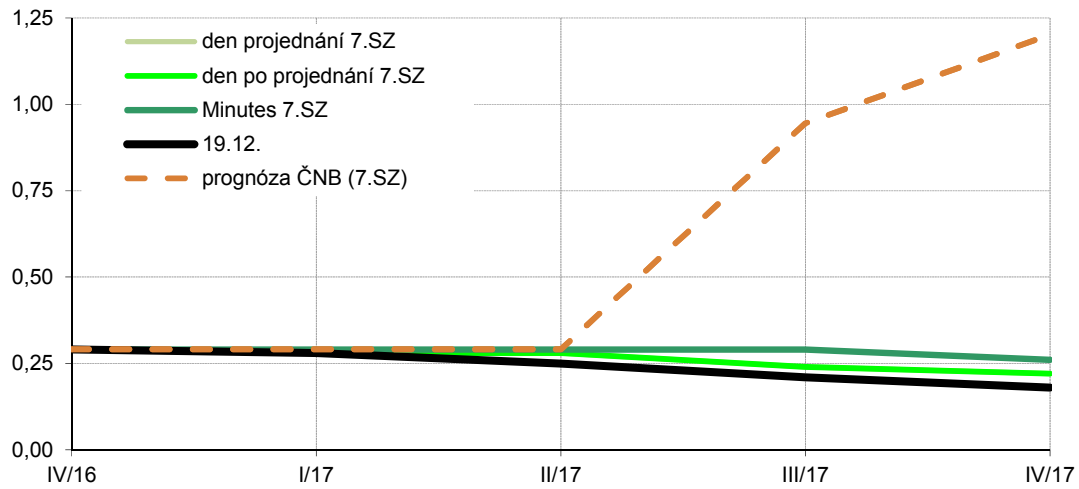
Graf 7: Výnosové křivky PRIBOR



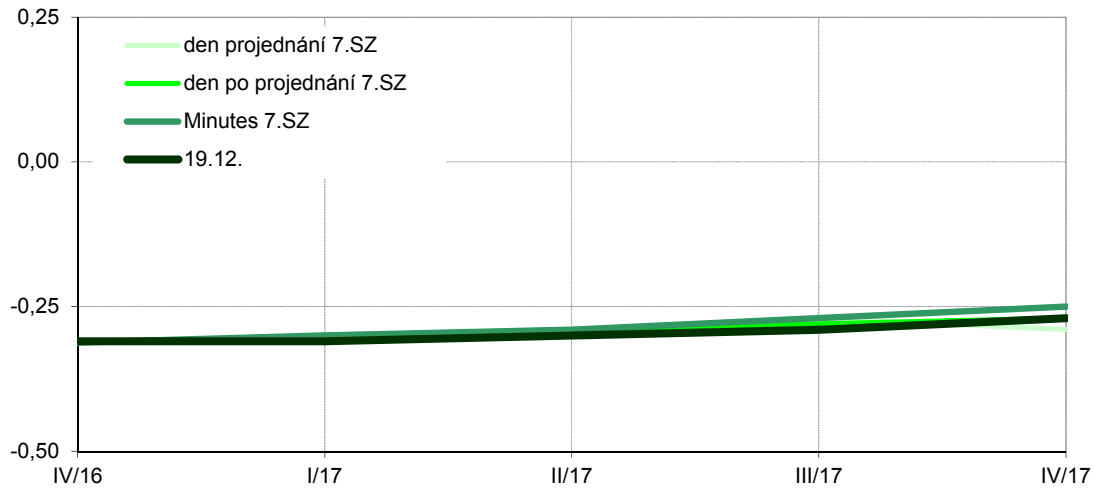
Graf 8: Úroková rozpětí – PRIBOR



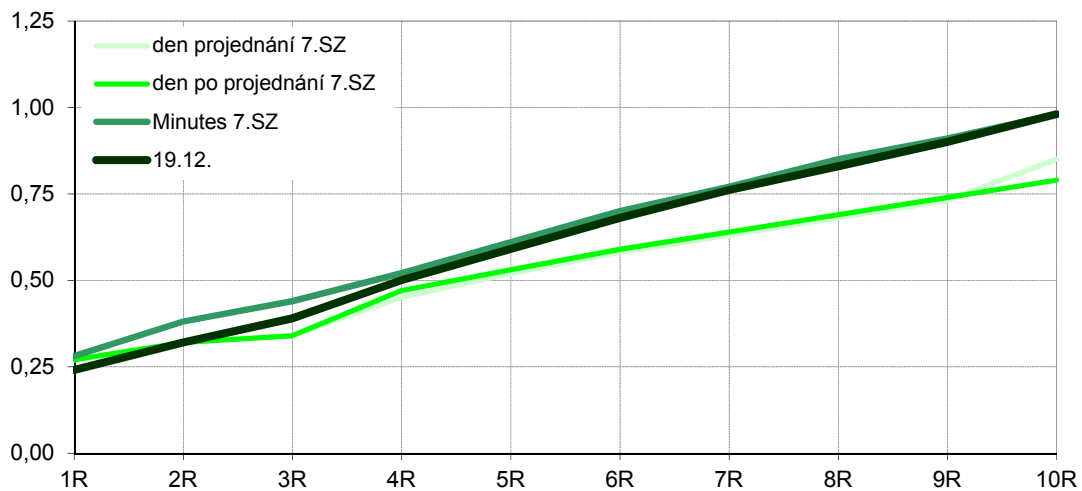
Graf 9: 3M PRIBOR, FRA



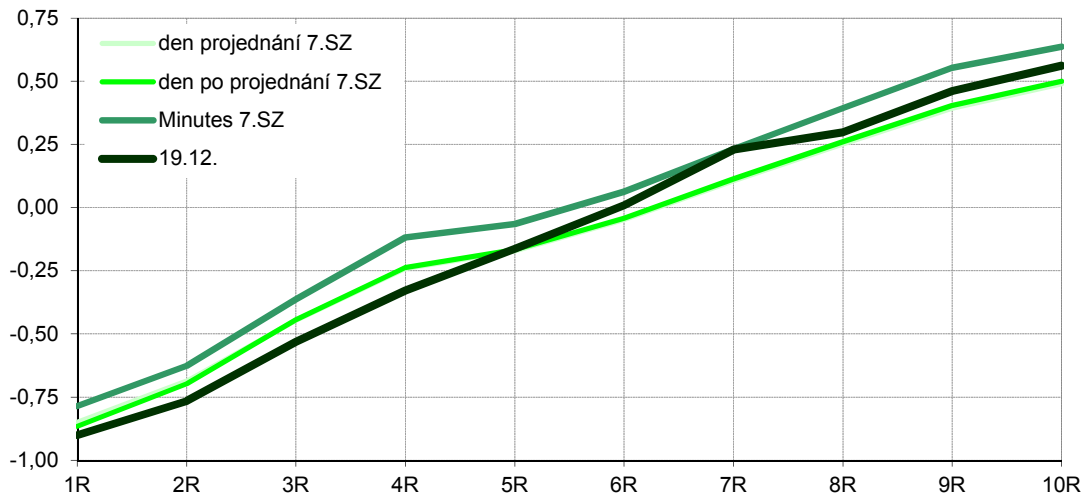
Graf 10: 3M EURIBOR, FRA



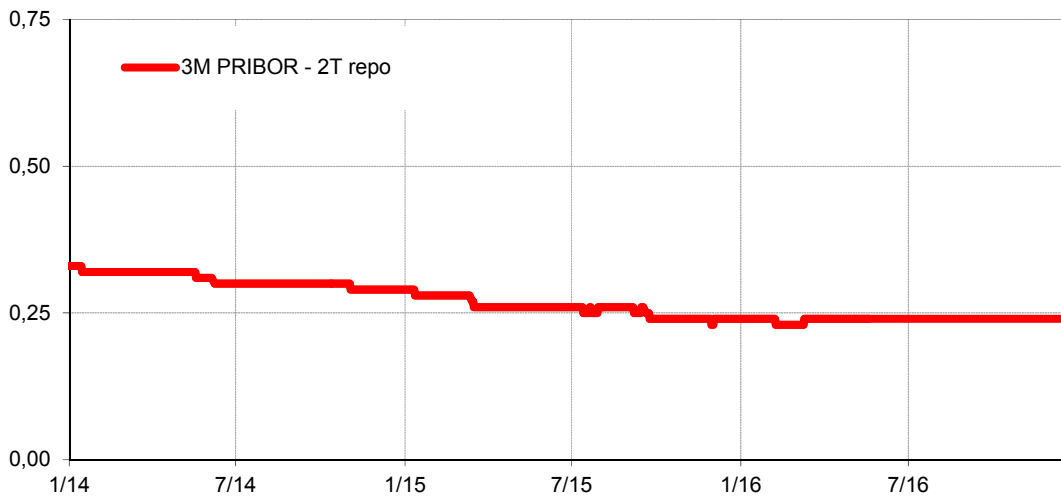
Graf 11: IRS CZK



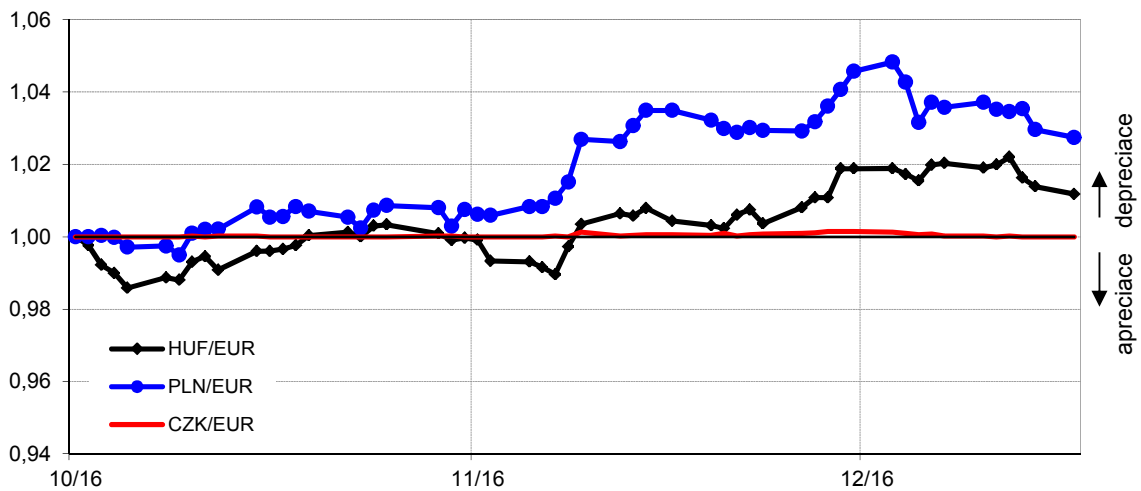
Graf 12: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



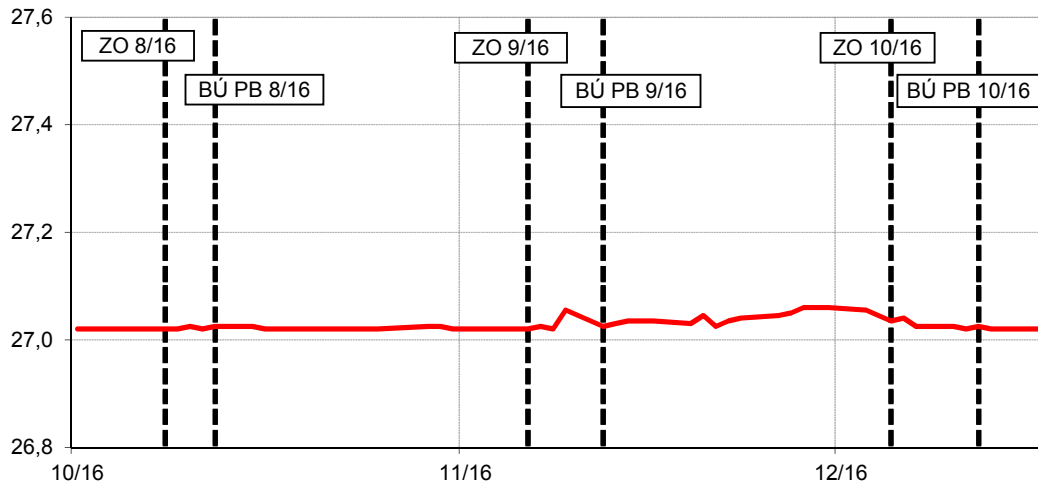
Graf 13: Úrokové rozpětí v ČR



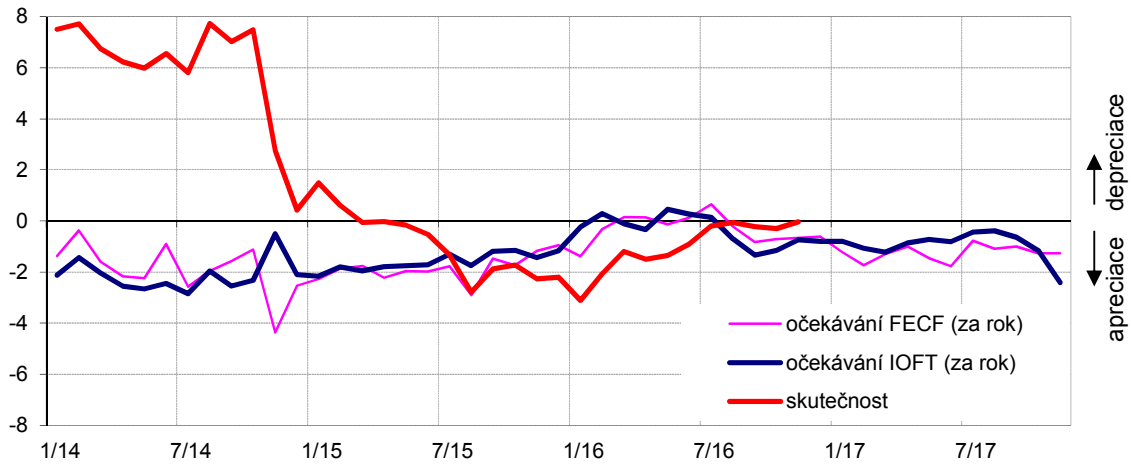
Graf 14: Kurzy středoevropských měn (1.10. = 1,00)



Graf 15: Kurz CZK/EUR

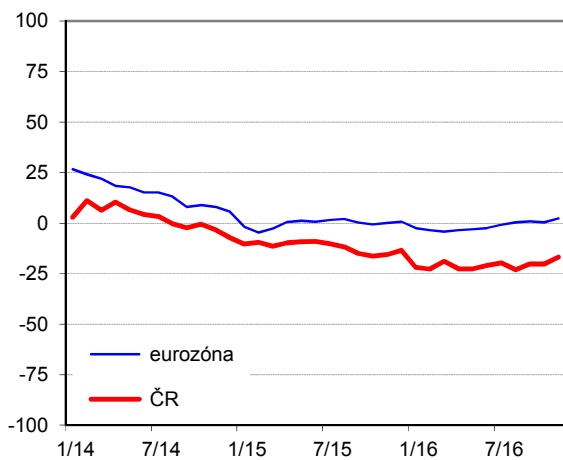


Graf 16: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

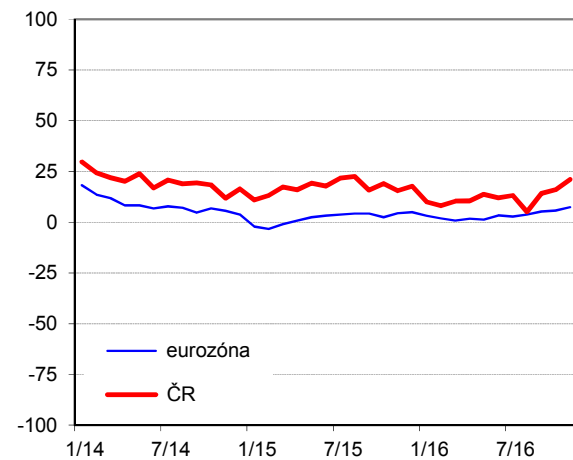


Graf 17: Inflační očekávání a vnímání inflace u domácností (mezinárodní srovnání, saldo odpovědí)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

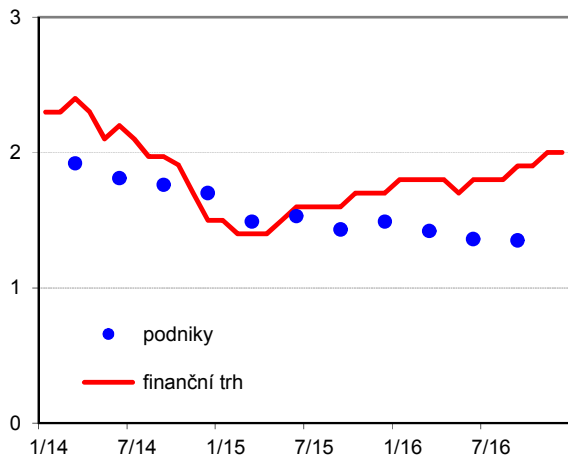


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

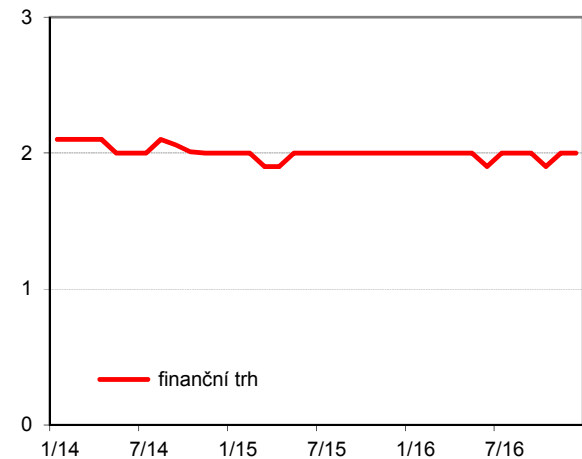


Graf 18: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

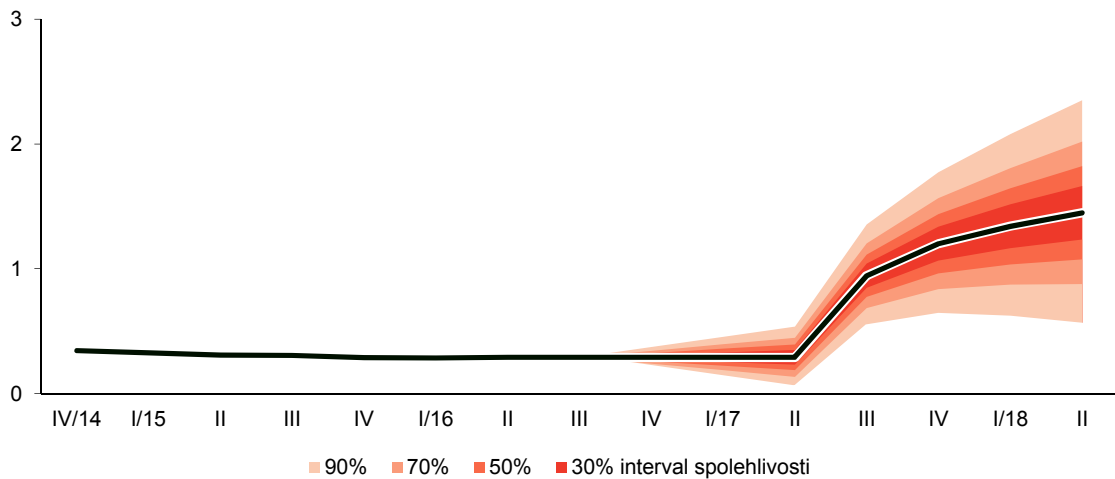
Inflační očekávání v horizontu 1R



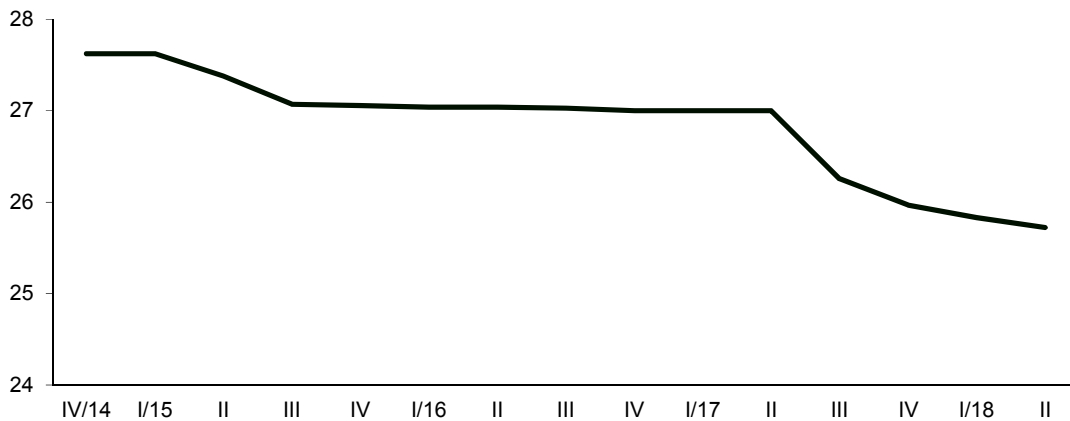
Inflační očekávání v horizontu 3R



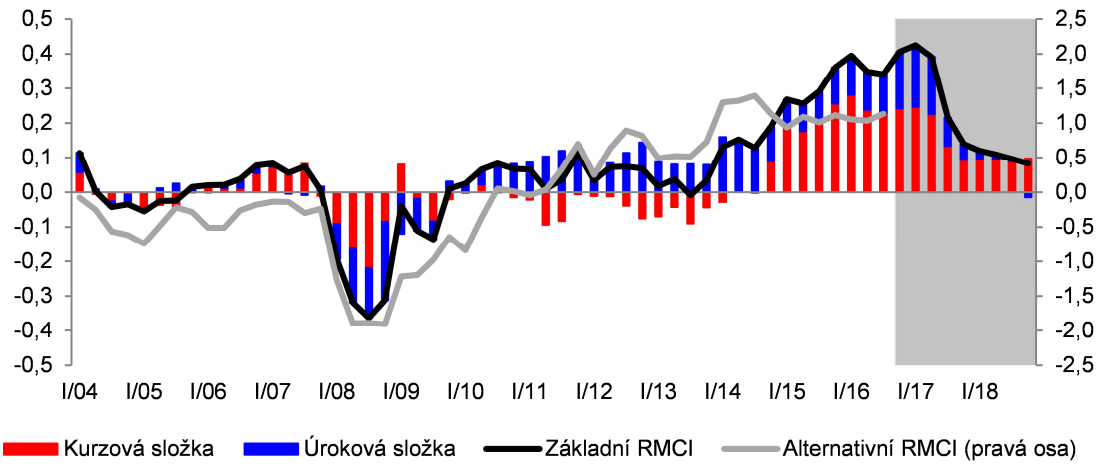
Graf 19: Vějířový graf úrokových sazeb v %



Graf 20: Prognóza měnového kurzu CZK/EUR



Graf 21: Index reálných měnových podmínek



Poznámka:

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