

# Měnověpolitické doporučení pro 1. SZ 2017

Sekce měnová

## 1. Prognóza z 1. SZ 2017

Východiskem pro únorové měnověpolitické zasedání je **nová makroekonomická prognóza z 1. SZ 2017**. Následující odstavce ve stručnosti shrnují počáteční podmínky, předpoklady a vyznění nové prognózy.

Inflace ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku výrazně zrychlila a vrátila se do tolerančního pásma 2% cíle ČNB (Graf 6). V prosinci celková inflace tohoto cíle dosáhla a měnověpolitická inflace byla jen těsně pod ním. Za tímto vývojem stálo znatelné oživení růstu cen potravin a zvýšení korigované inflace bez pohonných hmot, v jejímž vývoji se odrážel růst domácí ekonomiky a mezd. Projevilo se v ní však i zvýšení cen v souvislosti se zavedením elektronické evidence tržeb. Zároveň odezněl meziroční pokles cen pohonných hmot.

Na počátku letošního roku tempo růstu zahraniční ekonomické aktivity dále zpomalí, poté se postupně vrátí ke 2%. Výrobní ceny v eurozóně se začátkem letošního roku vrátí ke kladné meziroční dynamice, když odezní vliv klesajících cen energetických komodit z předchozích let. Spotřebitelská inflace v eurozóně se bude zvyšovat v návaznosti na rostoucí poptávku a odeznění vlivu nízkých cen energií, až do konce roku 2018 však nedosáhne 2%. Výhled tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR se na celém horizontu i nadále nachází v záporných hodnotách, což odráží pokračující uvolněnou měnovou politiku ECB včetně prodloužení kvantitativního uvolňování do konce roku 2017 (při současném snížení objemu nakupovaných aktiv). Ta se rovněž promítá v oslabení kurzu eura vůči americkému dolaru. Výhled ceny ropy Brent předpokládá pro letošní a příští rok její stabilitu přibližně na aktuální úrovni.

Růst české ekonomiky letos zrychlí na 2,8% v důsledku obnoveného zvyšování investic při stabilním růstu spotřeby domácností. V první polovině roku však bude hospodářský růst poněkud tlumen zvolněním dynamiky zahraniční poptávky, posléze pak méně uvolněnými měnovými podmínkami po předpokládaném ukončení kurzového závazku ČNB. Stejným tempem jako letos poroste HDP i v roce 2018. Na trhu práce se růst ekonomiky projeví dalším zrychlením dynamiky mezd a již jen slabým poklesem míry nezaměstnanosti.

Podle prognózy se inflace v letošním roce dále zvýší do horní poloviny tolerančního pásma cíle ČNB. Na horizontu měnové politiky, tedy v první polovině příštího roku, se bude k 2% cíli navracet shora. Domácí náklady dále znatelně porostou vlivem zvyšujících se mezd i ceny kapitálu v podmínkách solidního růstu ekonomické aktivity. Spolu s obnoveným růstem zahraničních průmyslových cen to povede k dalšímu zvýšení korigované inflace bez pohonných hmot, v opačném směru bude od poloviny letošního roku působit posílení kurzu koruny. Také ceny potravin v nejbližších čtvrtletích dále zrychlí svůj růst. Rovněž ceny pohonných hmot dočasně výrazně porostou v návaznosti na meziroční zvýšení světových cen ropy. Naopak růst regulovaných cen oživí až v příštím roce.

Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky na úrovni 27 CZK/EUR do poloviny roku 2017. Poté je s prognózou konzistentní nárůst úrokových sazeb a posílení kurzu koruny (na 25,7 CZK/EUR v závěru roku), ke kterému přispěje kladný úrokový diferenciál vůči euru

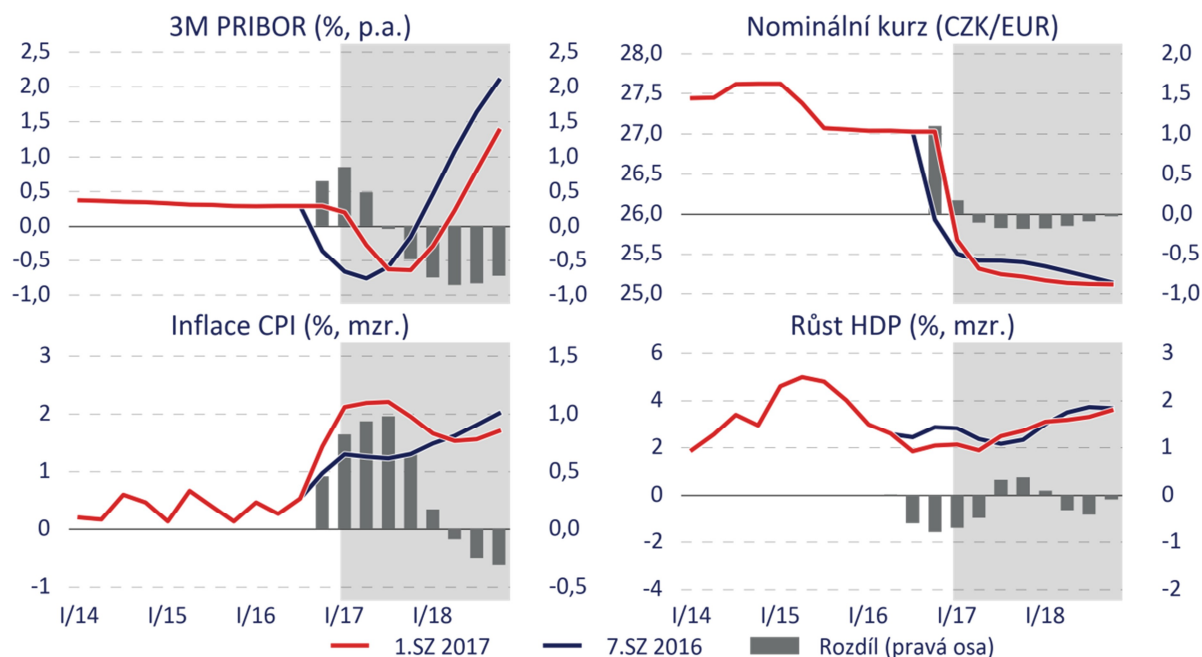
resp. kvantitativní uvolňování ECB. Stejným směrem bude působit obnovená – i když oproti předkrizovému období výrazně pozvolnější – reálná konvergence české ekonomiky k vyspělým zemím eurozóny.<sup>1</sup>

## 2. Diskuze potřeby dalšího uvolnění měnové politiky

Standardním východiskem úvah o případné změně parametrů kurzového závazku (jeho hladiny a doby jeho využívání) jsou vedle prognózy též tři tradiční simulace: scénář s volnými sazbami, který signalizuje rozsah potřebného uvolnění měnových podmínek při použití tradičního nástroje (tedy skrze hypotetické snížení úrokových sazeb), scénář s endogenním kurzem, který ukazuje rozsah potřebného uvolnění měnových podmínek prostřednictvím měnového kurzu, a scénář s variantním časovým umístěním předpokládaného ukončení kurzového závazku.

**Simulace s volnými úrokovými sazbami** (viz Graf 1) abstrahuje od existence jejich nulové dolní meze i kurzového závazku na hladině 27 CZK/EUR. Hypotetický pokles sazby 3M PRIBOR v této simulaci kulminuje ve třetím čtvrtletí 2017 na -0,7 % a činí tedy přibližně čtyři snížení o standardních 0,25 procentního bodu. Oproti simulaci ze 7. SZ 2016 tak aktuální simulace naznačuje zejména zpočátku nižší potřebu uvolnění měnových podmínek prostřednictvím snížení repo sazby. To je dáno nečekaně výrazným zvýšením inflace na konci loňského roku, “efektem vysezení” a ztlačení silnějšími proinflačními tlaky z domácí ekonomiky. V opačném směru působí prodloužení kvantitativního uvolňování ECB. Zejména z tohoto důvodu se kurz v této simulaci pohybuje od druhého čtvrtletí 2017 na mírně silnějších hodnotách, než tomu bylo minule. Trajektorie inflace je v tomto roce ztlačena výše, než naznačovala simulace ze 7. SZ, a pohybuje se mírně nad cílem. V příštím roce se pak inflace snižuje mírně pod cíl.

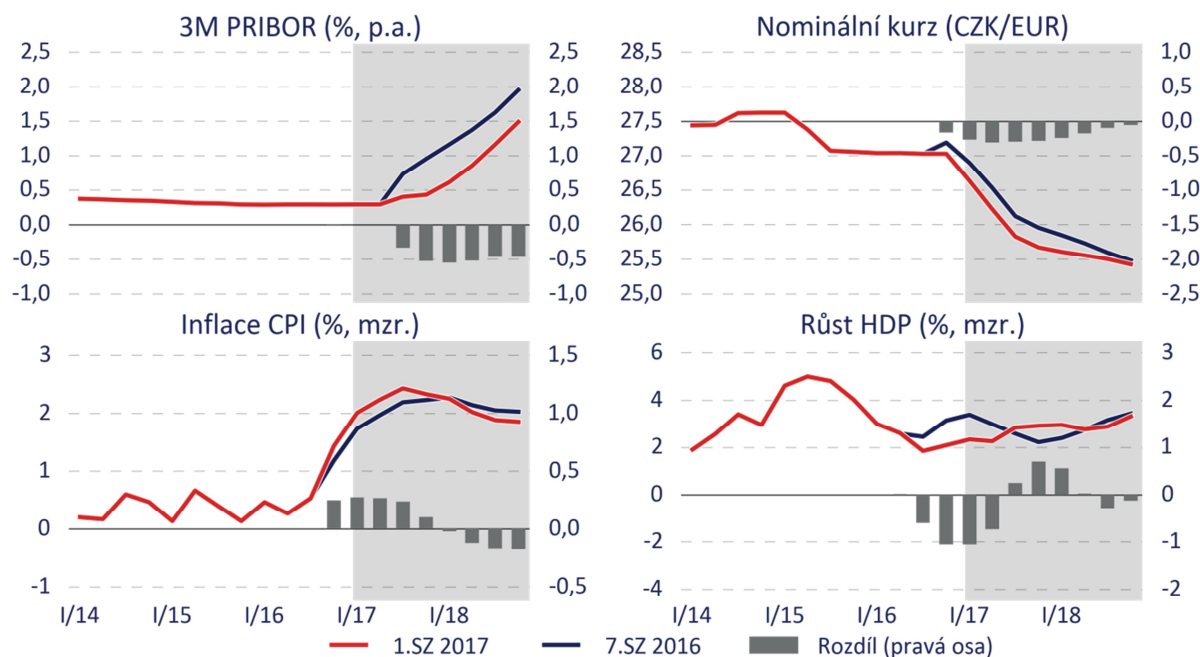
Graf 1: Scénář s volnými úrokovými sazbami



<sup>1</sup> Prognóza ovšem 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.

**Simulace s endogenním kurzem** (viz Graf 2) na rozdíl od simulací z minulých SZ již nenaznačuje potřebu oslabení kurzu nad hodnotu závazku 27 CZK/EUR, když koruna začíná hned od počátku letošního roku postupně posilovat.<sup>2</sup> Kurz se tak pohybuje na celém horizontu prognózy na mírně silnější úrovni, než tomu bylo v simulaci ze 7. SZ, ovšem při nižších úrokových sazbách odrážejících prodloužení programu nákupu aktiv ECB. Trajektorie inflace je v letošním roce zejména vlivem vyšší výchozí hladiny výše než v minulé simulaci a pohybuje se mírně nad cílem, v příštím roce je inflace naopak mírně nižší a pohybuje se těsně pod cílem.

**Graf 2: Scénář s endogenním kurzem**

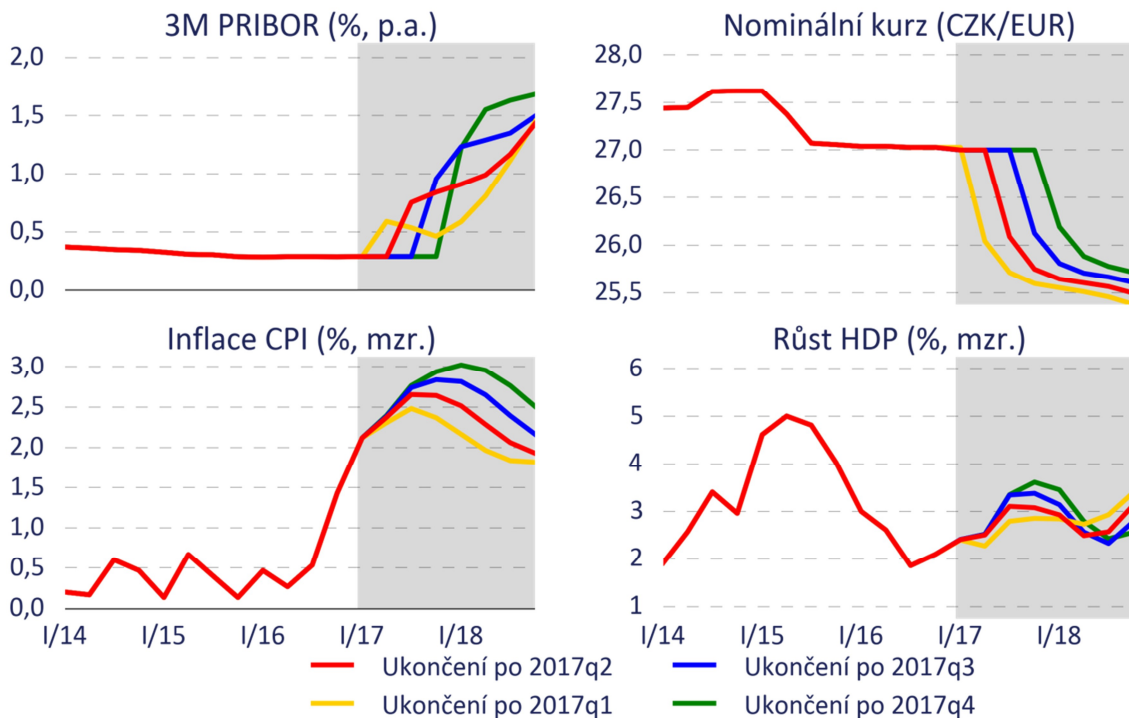


**Simulace s variantním časovým umístěním exitu** (viz Graf 3) ukazuje, že zachování kurzového závazku do poloviny roku 2017, tedy v souladu s předpokladem nové prognózy (červená čára), zaručuje plnění (resp. mírné přestřelení) 2% inflačního cíle nejen na horizontu měnové politiky, ale prakticky na celém výhledu. Úrokové sazby po exitu se přitom v této variantě dostatečně rychle vzdalují od výchozí úrovně. Simulace současně naznačuje, že ani případný dřívější exit (na počátku druhého čtvrtletí - žlutá čára) není na rozdíl od minulých situačních zpráv z ekonomického pohledu zcela vyloučen, a to vlivem více proinflačního domácího prostředí. Plnění inflačního cíle na horizontu měnové politiky a zejména za ním by však v tomto případě bylo méně robustní a například nečekaně výrazné posílení kurzu by jej mohlo poměrně snadno ohrozit. V případě dřívějšího exitu navíc simulace implikuje ve zbytku letošního roku jen mírný nárůst sazeb a tedy méně robustní opuštění prostoru v blízkosti jejich nulové dolní meze.

Naopak odsouvání předpokládaného exitu v čase znamená čím dál výraznější nadstřelování inflačního cíle při strmějším následném nárůstu úrokových sazeb.

<sup>2</sup> Jinými slovy lze říci, že hypoteticky by bylo možno začít uvažovat o řízeném posouvání kurzu k silnějším hodnotám (např. formou postupného transparentního exitu z kurzového závazku) při současném udržení úrokových sazeb na stávající úrovni. Tato varianta exitu však není preferovanou a navíc jí aktuálně brání existence „tvrdého“ závazku ČNB (i když ten je – striktně řečeno – formulován nikoli ve vztahu k hladině 27 CZK/EUR, ale pouze ve vztahu k používání kurzu jako nástroje měnové politiky).

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



### 3. Rizika a nejistoty prognózy

V průběhu zpracování prognózy bylo identifikováno několik dílčích prognostických nejistot. Mezi ně patří robustnost a intenzita aktuálních domácích i zahraničních nákladových tlaků, případný cenový dopad dalších fází zavádění elektronické evidence tržeb a opětovné sladění dynamiky vývozu se zahraniční poptávkou. Žádná z těchto nejistot však nebyla natolik výrazná, aby vedla ke zpracování alternativního či citlivostního scénáře pro účely Situační zprávy/Zprávy o inflaci.

**Sekce měnová hodnotí rizika prognózy celkově jako vyrovnaná.** Obousměrnou nejistotou pro prognózu je dle názoru sekce především vývoj koruny po opuštění kurzového závazku, kde je krátkodobě možno předpokládat vysokou volatilitu s výrazným kolísáním kurzu oběma směry, resp. kolem prognózované trajektorie.

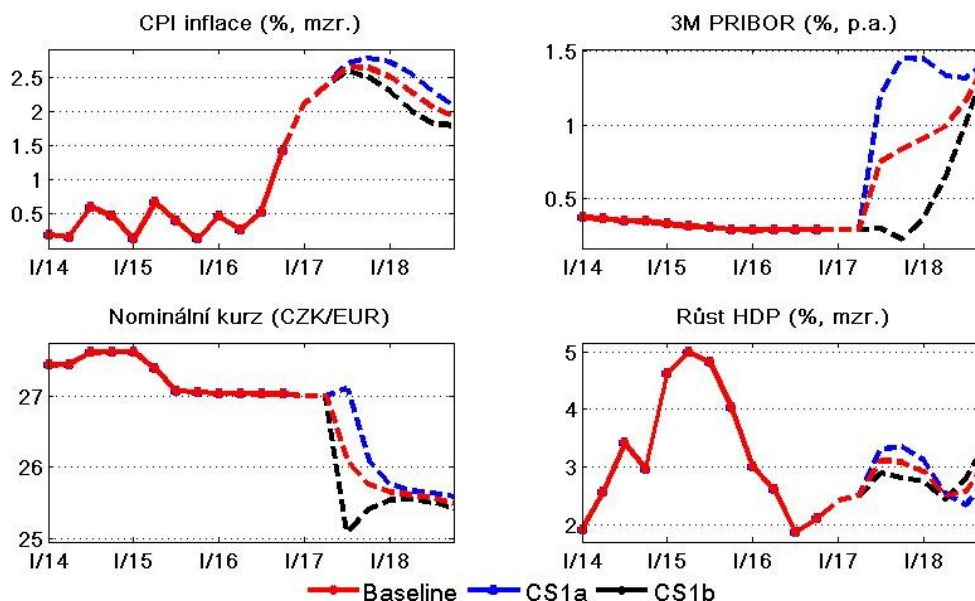
Pro ilustraci této nejistoty byly vytvořeny dvě dodatečné (variantní) měnověpolitické simulace.<sup>3</sup> Jejich motivací je úvaha, že kurz koruny může vlivem předem neznámé výslednice působení fundamentálních faktorů na straně jedné a tržních pozic, resp. strategií hráčů po opuštění kurzového závazku na straně druhé zaznamenat výrazný (více či méně krátkodobý) pohyb jedním či druhým směrem. Zatímco dlouho- a střednědobé fundamentální faktory jsou přitom prognózou zachyceny, krátkodobé tržní faktory mohou vytvářet významné kurzové šoky nad rámec prognózy. Pohyby kurzu mají přirozeně vliv na vývoj inflace, potažmo na plnění inflačního cíle a na trajektorii úrokových sazeb.

**První simulace** ukazuje, že **neočekávané krátkodobé zhodnocení kurzu na 25 CZK/EUR** ve třetím čtvrtletí by na čas znemožnilo zvyšování úrokových sazeb, které by ve zbytku letošního roku (viz Graf 4, CS1a – černá čára) zůstaly zhruba na stávající úrovni. Symetrická druhá varianta této simulace zobrazuje naproti tomu reciproční dopad krátkodobě

<sup>3</sup> Stejně jako základní scénář prognózy předpokládají tyto simulace exit v polovině roku 2017.

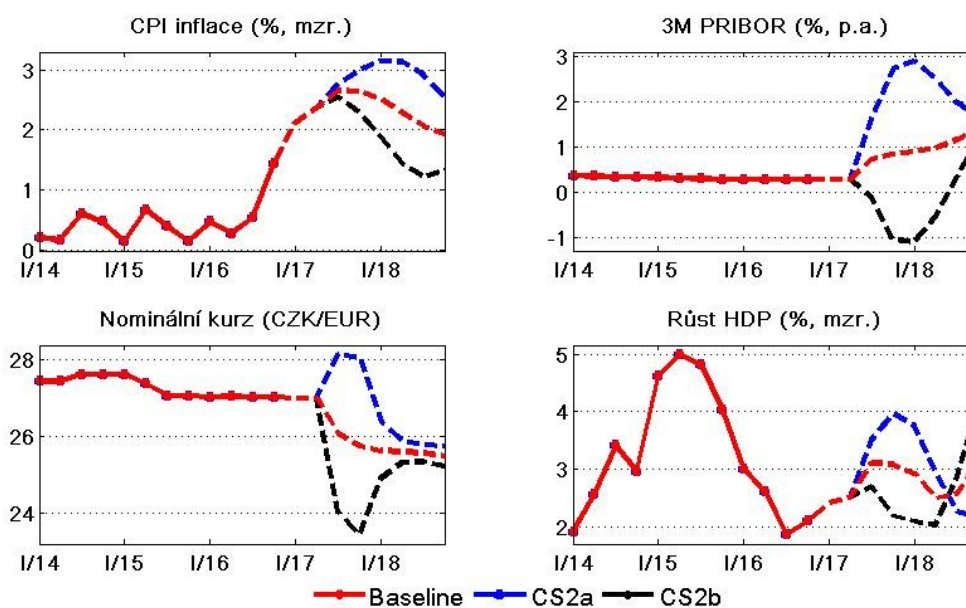
**neočekávaně slabšího kurzu** oproti základnímu scénáři (CS1b – modrá čára), znamenajícího de facto jeho dočasnou spontánní stabilitu poblíž 27 CZK/EUR i po ukončení závazku. To by si naopak vyžádalo ve srovnání se základním scénářem výraznější růst sazeb ve druhé polovině letošního roku. V obou případech jsou přitom uvedené krátkodobé a „poměrně malé“ odchylky kurzu od prognózy celkem úspěšně vyvažovány popsanou endogenní reakcí měnové politiky (úrokových sazeb) a výsledné trajektorie inflace se od základního scénáře liší jen mírně. Výrazně se neliší ani výhled růstu HDP.

**Graf 4: Dopady neočekávaného krátkodobého (1Q) mírného vychýlení kurzu od prognózy**



**Druhá simulace** je záměrně dosti extrémní. S ohledem na pozorované tendence k překoupenosti trhu s korunou – je na slabší straně motivována zejména úvahou o potenciálně silném vlivu tzv. „absence protistrany“ pro uzavírání korunových pozic investorů vedoucí po exitu dočasně k depreciaci koruny nad 27 CZK/EUR. Kupříkladu **neočekávané oslabení kurzu k 28 CZK/EUR v trvání zhruba dvou kvartálů** by dle této simulace (viz Graf 5, CS2a – modrá čára) vedlo na horizontu měnové politiky k nárůstu inflace až těsně nad horní hranici tolerančního pásma inflačního cíle (3 %). S tím by byl po exitu konzistentní velmi rychlý nárůst úrokových sazeb ke 3 % ve zbytku letošního roku. Analogicky opačná varianta simulace zobrazuje dopad **neočekávaného posílení kurzu** oproti základnímu scénáři (CS2b) ve třetím a čtvrtém čtvrtletí letošního roku **až k 24 CZK/EUR**. To vede na horizontu měnové politiky k poklesu inflace pod cíl a vyvolává nutnost hypotetického snížení sazeb hluboko do záporných hodnot (které by bylo „v praxi“ zřejmě substituováno opětovným zahájením používání kurzu jako nástroje měnové politiky). V tomto druhém případě se jedná pouze o hypotetickou variantu, protože takto skokové posílení kurzu by ČNB jistě nepřipustila a včas zakročila intervencemi v rámci režimu řízeného plování kurzu. Obě hypotetické varianty vývoje kurzu se přirozeně projevují i ve výrazně odlišném vývoji HDP oproti prognóze.

Graf 5: Dopady neočekávaného déletrvajících (2Q) výrazného vychýlení kurzu od prognózy



#### 4. Související měnověpolitické úvahy

Blížící se splnění ekonomických podmínek pro opuštění kurzového závazku přirozeně vyvolává řadu otázek souvisejících s technikou provedení exitu. V tomto MPD se jim nicméně nevěnujeme s ohledem na poradu bankovní rady s experty na toto téma naplánovanou na 28.2.2017.

Stejně tak se detailně nevěnujeme ani tématu záporných úrokových sazeb, a to navzdory masivním nákupům devizových rezerv pozorovaným od začátku letošního roku. Sekce měnová totiž vnímá tento příliv do rezerv jako přirozený důsledek blížícího se exitu v situaci, kdy ČNB volila při zahájení nekonvenční měnové politiky veřejně deklarovaný kurzový závazek a transparentně komunikuje i ohledně jeho budoucího ukončení. V souladu s tímto názorem je i vyjádření SBO (viz níže), podle kterého jsou za přílivem kapitálu kurzové spekulace hedge fondů a real money klientů, resp. zvýšený zájem o kurzové zajištění ze strany exportérů. Spekulanti přitom již čelí záporným tržním úrokovým sazbám a ke zmírnění jejich zájmu o dlouhé korunové pozice může přispět spíše komunikace ohledně „překoupenosti trhu“ než zavedení záporných měnověpolitických sazeb.

Nová prognóza a další zpracované simulace ukazují, že potřeba udržovat měnové podmínky uvolněné v dosavadním rozsahu prozatím přetrvává. Dle nové prognózy dojde zhruba počínaje polovinou roku 2017 k dosažení podmínek pro udržitelné plnění 2% inflačního cíle i po předpokládaném exitu. Z ekonomického, resp. měnověpolitického, hlediska je proto provedení exitu v polovině letošního roku dle sekce měnové stále jeho nejlepším načasováním. Dřívější exit (ve 2Q) je pak z tohoto hlediska sice představitelný (viz scénář variantního exitu, resp. scénář s endogenním kurzem), ale nikoliv optimální.

Situaci lze přitom charakterizovat tak, že při načasování (případně i rozhodování o způsobu provedení) exitu budeme čelit dichotomii v konstelaci relevantních fundamentů. Na jedné straně bude stát poměrně silně „natlakovaná“ domácí ekonomika (včetně pokračujícího růstu na trhu nemovitostí a hypotéčním trhu). Její působení na inflaci je podpořené rychlým odezněním předchozích silných protiinflačních nákladových (převážně zahraničních) vlivů a zároveň aktuálními proinflačními nákladovými a administrativními vlivy (ceny potravin,

zavedení EET). Na straně druhé je prostor pro optimální reakci domácí měnové politiky ovlivňován výrazně uvolněnou měnovou politikou ECB v podobě jejich záporných úrokových sazeb a programu nákupu aktiv, který skončí nejdříve na konci letošního roku. Výrazně kladný (byť z velké části virtuální) úrokový diferenciál mezi našimi sazbami a (shadow) rates ECB je v prognóze hlavním faktorem, který tlumí nárůst domácích úrokových sazeb, a současně zrychluje posilování kurzu. Výsledné posilování koruny vede spolu s (prognózou předpokládaným) paralelním zvyšováním nominálních úrokových sazeb k žádoucímu posunu doposud velmi uvolněných celkových domácích měnových podmínek směrem k jejich postupné neutralizaci (viz Graf 21 na konci tohoto MPD).

V této souvislosti je však třeba připustit, že v realitě nebude mít ČNB skladbu měnových podmínek při jejich posunu k neutrálnímu nastavení zcela pod kontrolou, resp. jí do značné míry určí trh tím, na jaké hladině se kurz ustálí po odeznění počátečního období (předpokládané) zvýšené volatility. Implikace různých scénářů kurzových šoků po exitu do vývoje inflace a úrokových sazeb ukazuje předchozí kapitola MPD. Spolu s dalšími zpracovanými prognostickými scénáři z nich plyne, že exit z kurzového závazku bude dobré neuspěchat, resp. případný dřívější exit by musel být učiněn s vědomím toho, že ČNB i po něm musí být připravena svými intervencemi tlumit případné apreciační šoky.

Prostor pro zvyšování sazeb v případě naopak neočekávaně slabšího kurzu po exitu nebude shora nijak omezen. Proto je riziko, že by se ČNB – při zmírňování měnového uvolnění – dostala výrazně „behind-the-curve“, limitované. A to tím spíše, že na rostoucí fázi souvisejícího finančního cyklu už ČNB průběžně reaguje zpříšňováním svých makro-obezřetnostních nástrojů. Nicméně je dobré být dopředu připraven na potřebu případného rychlého zvyšování měnověpolitických úrokových sazeb po exitu (a případně i odprodejem části rezerv, pokud by kurz výrazně přestřelil úroveň 27 CZK/EUR), a to v situaci výrazně slabšího než očekávaného kurzu (viz scénář CS2a). Současně platí, že případné odkládání exitu – pokud by bylo doprovázeno pokračujícím přílivem kapitálu – může zesilovat „překoupenost“ trhu s korunou a ceteris paribus vést k omezování rychlosti posilování kurzu v následujících čtvrtletích (které je přitom v prognózované míře „potřebné“ pro obrat ve vývoji inflace koncem letošního roku a její návrat k cíli shora v roce 2018). Příliš pozdní exit (následovaný navíc dočasným oslabením kurzu vlivem chybějící protistrany) by mohl vést k dalšímu – nyní již nežádoucímu – uvolnění MP a riziku déletrvajících a výrazného přestřelování 2% cíle ČNB, které by uškodilo kredibilitě ČNB.

Po zvážení všech výše diskutovaných skutečností navrhuje na únorovém zasedání bankovní rady neměnit nastavení měnové politiky. Také komunikaci ohledně exitu z kurzového závazku navrhuje ponechat bez velkých změn s tím, že navržené formulační úpravy z velké části pouze reflektují vyznění nové prognózy.

Jedinou významnější inovací v oficiální komunikaci (jdoucí nicméně v linii publikovaných individuálních názorů některých členů bankovní rady – viz Tabulka 1) je zmínění nejistoty ohledně kurzového vývoje po exitu. Zde navrhuje explicitně komunikovat, že kurz může krátkodobě kolísat oběma směry, jeho volatilita bude po nějakou dobu po exitu pravděpodobně výrazně zvýšená s tím, že – jak komunikujeme doposud – případnou nadměrnou volatilitu bude ČNB připravena tlumit svými zásahy na devizovém trhu v souladu s rámcem řízeně plovoucího kurzu (viz část 8 tohoto MPD).

## 5. Vyjádření sekce bankovních obchodů

Listopadová inflace v ČR zveřejněná v prosinci překvapila trhy, pro které to byl návrat k tématu exitu po čase oddechu po zvolení D. Trumpa. Tím, že začátkem ledna vyšla navíc

výrazně vyšší inflace v Německu, se začalo očekávat, že následně zveřejněná data za ČR budou překvapivá ve stejném směru, a tedy že listopadová data nebyla jen jednorázovou epizodou. Skutečnost, že se prosincová inflace nakonec vyšplhala na cíl ČNB, byla pro trh dostatečně pádným argumentem k výraznému přehodnocení očekávaného data exitu z původně předpokládaného druhého pololetí 2017 již na druhé čtvrtletí, čemuž pak odpovídala úprava tržních pozic. Na trhu byli aktivní zejména spekulanti z řady hedge fondů a real money klientů, ale zvýšenou poptávku po hedgingu zaznamenaly banky také od domácích korporátů. Pro ně však byl vývoj na derivátovém trhu spíše demotivační.

Derivátový trh byl pod tlakem zvýšeného zájmu o termínované dlouhé korunové pozice. Zpočátku se korunové implikované sazby držely zhruba kolem -2 až -2,5 %, nakonec došlo k faktickému zamrznutí derivátového trhu, kdy se implikované sazby na krátkém konci dostaly i pod -20 %. Cena ročního zajištění se krátkodobě pohybovala kolem 55 haléřů. Tato krize fundingu znamenala pro některé subjekty zásadní překážku pro správu dlouhé korunové pozice, navíc byla silně demotivační pro vytváření pozic nových. Byla to zároveň neklamná známka toho, že trh je silně překoupený a že po exitu nebude možné takové objemy spekulativních pozic zavřít. Spolu s tím přišla první doporučení od bank vážně se zabývající faktorem „chybějící protistrany“, což odstartovalo vlnu přivírání dlouhých korunových pozic. Tím došlo k odeznění masivní distorze derivátů a cena zajištění začala výrazně klesat na hodnoty kolem 35 haléřů u ročního zajištění (k 25.1.). K rychlému odeznění krize na derivátovém trhu zásadně přispěla také zvýšená aktivita tzv. arbitrážérů, pro které vysoké implikované EUR sazby znamenaly lákavou možnost na uložení EUR likvidity. Podobně jako ceny zajištění se vyvíjela i situace na trhu dluhopisů. V době největší distorze se výnos domácích krátkých dluhopisů blížil -2 %, v poslední aukci cena ročního dluhopisu korigovala na -1,27 %.

Nejen situace na trhu derivátů dávala tušit, že ČNB čelí výraznému spekulativnímu kapitálu. Banky poměrně správně odhadovaly (z naší bilance a predikcí likvidity) naši „angažovanost“ na zhruba 1 mld. EUR denně. Je možné, že trh bude očekávat nějaké komentáře ke zvýšené intervenční aktivitě, nicméně podle nás je stále důležité neukázat jakýkoli náznak slabosti. Navíc nelze vyloučit situaci, že s blížícím se termínem exitu bude budování pozic ještě mnohem robustnější. I nadále nedoporučujeme zavedení záporných sazeb, ani komentáře ohledně intervencí či časování exitu nad rámec naší běžné komunikace. Jsme názoru, že tato zdánlivá komunikační nečinnost bude pro trh lepší barometr naší (ne)splacenosti s nakupovanými objemy než jakákoli prohlášení.

## 6. Dosavadní komunikace ČNB

Na tiskové konferenci po **prosincovém měnověpolitickém zasedání** přednesl guvernér ČNB J. Rusnok *Prohlášení bankovní rady* rekapitulující minulou prognózu a hodnotící nově dostupné informace získané od jejího zpracování. Prognóza byla založena na předpokladu stability tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017.

Bankovní rada vyhodnotila rizika minulé prognózy na horizontu měnové politiky jako vyrovnaná a 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 prosince a ledna se většina členů BR vyjádřila k měnové politice ČNB, resp. k jejímu budoucímu nastavení (viz Tabulka 1). Jejich prohlášení potvrzovala, že k ukončení používání kurzu jako nástroje měnové politiky pravděpodobně dojde kolem poloviny roku 2017, ne však



dříve než ve druhém čtvrtletí. Řada členů bankovní rady také vyjádřila názor, že kurz koruny po opuštění kurzového závazku nemusí nutně posilovat.

Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů bankovní rady v médiích

28.12.	J. Rusnok (ihned.cz)	<p>Lze zřejmě předpokládat, že v prvních dnech po exitu se bude kurz vyznačovat poněkud větší volatilitou, ale ta se poté bude snižovat spolu s tím, jak se kurz bude blížit k hodnotám daným ekonomickými fundamenty a nastavením měnové politiky ČNB a ECB. Není však mnoho důvodů se domnívat, že kurz po exitu mimořádně posílí.</p> <p>Pravděpodobné opuštění kurzového závazku v roce 2017 je podmíněno růstem inflace a poté udržitelným plněním inflačního cíle ve výši dvou procent. Očekáváme, že kolem poloviny roku 2017 inflace dosáhne našeho cíle, a ve druhém pololetí ho dokonce mírně převýší.</p>
5.1.	V. Tomšík (Hospodářské noviny)	<p>Proti skokovému a nadměrnému posílení koruny mluví jasně čtyři aspekty.</p> <p>Předně platí, že díky tomu, že jsme přešli deflaci, je cenová hladina vyšší, než by byla, kdyby k intervencím nedošlo. Pro skokový návrat kurzu na předintervenci úroveň proto neexistuje ekonomické opodstatnění, protože změna naší cenové hladiny posunula i dlouhodobě udržitelný nominální kurz. Za druhé, případné zvyšování úrokových sazeb proběhne až po opuštění kurzového závazku a bude dávkováno tak, abychom se vyhnuli nadměrnému posílení kurzu. Za třetí, je nutné mít na paměti, že i po opuštění intervencí zůstaneme v režimu „řízeného plovoucího kurzu“. Tento systém umožňuje ČNB prostřednictvím devizových intervencí zasáhnout, kdykoli by volatilita kurzu byla příliš velká a ohrožovala by plnění inflačního cíle. A konečně, pořád platí faktor chybějící protistrany na devizovém trhu, který po opuštění závazku může ve výsledku vést až ke znehodnocení koruny.</p>
14.1.	M. Hampl (Lidové noviny)	<p>Nikdo neumí předvídat denní pohyby kurzu. Řada ekonomů tvrdí, že nelze odhadnout ani krátkodobý pohyb kurzu. A predikovat denní změny po ukončení kurzového závazku je podle mne ještě o dva řády těžší. Proto by mě rozkolísanost kurzu na obě strany rozhodně nepřekvapila. Pokud se ptáte na střednědobý a dlouhodobý vývoj, tak ten bude záviset na správném načasování opuštění závazku. Pokud to uděláme dobře, tak budeme bohatnout, ekonomicky dohánět ostatní země a naše inflace s nimi zůstane srovnatelná. Nutným důsledkem toho ale je, že postupně bude posilovat kurz a centrální banka bude vytvářet ztrátu z držby devizových rezerv. Každý, kdo volá, aby byla koruna silnější, současně naprosto nevyhnutelně volá po ztrátě centrální banky.</p> <p>Například takzvaný tvrdý závazek znamená, že intervence neskončí do konce prvního kvartálu tohoto roku. Měkký závazek pak zase říká, že nejpravděpodobnější termín opuštění kurzového závazku je někdy kolem poloviny roku 2017. Zároveň říkáme, že kdyby po ukončení intervencí došlo k vývoji, který by byl v rozporu s plněním inflačního cíle, tak stejně jako v minulosti pro nás není problém vstoupit na trh a mimořádné pohyby kurzu vyhlazovat.</p>
17.1.	J. Rusnok (seznam.cz)	<p>Tvrdý závazek znamená to, že jsme řekli, že neopustíme ten kursový závazek dřív, než skončí první čtvrtletí, čili dříve než ve druhém čtvrtletí. My o tom kursu budeme samozřejmě rozhodovat na základě nové prognózy, která nám ukáže, jestli jsme opravdu na nějaké udržitelné trajektorii v budoucnu, protože bychom neradi postupovali způsobem brzda - plyn. Teď začneme brzdit a za chvíli zjistíme „sakra, zpomalili jsme příliš“, tak zase budeme přidávat plyn, zase uvolníme měnovou politiku. To je něco, co tomu hospodářství neprospívá.</p> <p>My skutečně nevíme, nikdo neví, jaký bude vývoj kursu. Pravděpodobně na začátku hodně rozkolísaný, než se ustálí v nějaké nové hladině. Jsou důvody pro to, aby kurs mírně posílil. Jsou důvody pro to, aby mohl teoreticky nebo prakticky oslabit.</p> <p>Investoři, kteří sem nainvestovali poměrně velké sumy peněz, najednou budou chtít všichni vyinkasovat zisk a odejít zpátky do své mateřské země. Je otázka, kdo jim eura za nové kursy bude chtít nabídnout. Eura v té době v Česku budeme mít levně my, po intervencích máme v devizových rezervách velké sumy. Neříkám, že to tak bude, máme při velikosti devizových rezerv možnost ovlivnit i teoretické nadměrné oslabování koruny.</p>
19.1.	M. Hampl (Bloomberg)	<p>I wouldn't be absolutely sure that there is only one way in which the koruna FX rate can go after we leave the exchange rate commitment. I wouldn't be surprised even by some currency depreciation. I'd expect a more volatile, bumpy road to a new equilibrium.</p> <p>There is still our hypothesis of the missing counterparty.</p> <p>We will have the euros, and if everybody is trying to buy the euros and exit from those koruna positions, who will be on the other side of the trade if it's not the central bank? This is one market factor that everybody should be aware of.</p> <p>We have standard tools. We can, of course, intervene whenever we believe the development is going against fundamentals and is going against the goal of price stability. We've always had a managed-float regime. So, at times, it can be more managed than floating. Everybody should be</p>

		<p>prepared for that, because we will be ready to use our toolkit.</p> <p>The only change in the big picture is that now it's more likely that the exit will be possible around the first half of this year, provided that macroeconomic developments are in line with our forecast.</p>
19.1.	J. Rusnok (Econom)	<p>Řekli jsme jasně a opakovaně, že máme „tvrdý“ závazek, což je konec tohoto čtvrtletí, kdy intervenční režim rozhodně opouštět nebudeme. Po konci prvního kvartálu je ta věc otevřená. Ale až podle naší nové prognózy se rozhodneme, zda nastal čas pro zpřísnění měnověpolitických podmínek. To znamená, že růst cen bude odpovídat našemu cíli a bude i do budoucna udržitelný. Pokud k takovému názoru dojdeme, prvním krokem zpřísnění bude uvolnění kurzového závazku. Nicméně, nemůžeme se rozhodovat na základě statistik z jednoho měsíce.</p> <p>Souhlasím s vámi v tom, že výkyvy (Pozn.: výkyvy kurzu koruny po opuštění kurzového závazku) mohou nastat na obě strany. Pokud by ale byly přehnané, nehodláme jen přihlížet a budeme na to reagovat.</p>
20.1.	J. Rusnok (MF Dnes)	<p>Jasně jsme řekli, že nynější režim opustíme, až uvidíme dlouhodobě udržitelnou inflaci v pásmu mezi jedním a třemi procenty. A také, že inflace by měla dvoupromětní cíl spíše překračovat, aby se k němu mohla postupně shora vracet. Platí onen „tvrdý“ kurzový závazek nenechat posílit korunu pod úroveň 27 korun za euro do konce prvního čtvrtletí, pro jehož prodloužení už určitě nevidíme důvod, a platí, že nejvyšší pravděpodobnost „exitu“ vidíme někde kolem poloviny roku.</p> <p>Souhlasím s těmi, kteří říkají, že kurz koruny bude po nějakou dobu kolísat. To je jediná jistota. Ale nikdo neví, jestli první den posílí a druhý den oslabí.</p> <p>Vždy jsme se o této možnosti (Pozn.: o záporných úrokových sazbách) zmiňovali ve specifickém kontextu jako o možném nástroji, který by nám pomohl uchránit udržení kurzového závazku v době těsně před jeho opuštěním. Především proto, abychom trochu znepríjemnili situaci těm, kteří spekulují na posílení koruny ve větším objemu. Museli by strpět nějakou vysokou negativní sazbu, kterou bychom zavedli na přírůstky vkladů u nás. Stále si to dovedeme představit, ale je to skutečně velmi nestandardní nástroj a pravděpodobnost jeho použití je relativně malá. Ale nemůžeme ho ze svého repertoáru zcela vyškrtnout.</p>
23.1.	L. Lízal (Euro)	<p>Vzhledem k překoupenosti trhu v korunách to odhaduji spíše na protipohyb k oslabení.</p>
23.1.	L. Lízal (Hospodárske noviny, SK)	<p>Můj odhad je, že v okamihu, keď skončíme intervencie, tak sa koruna skôr oslabí, nie posilní, na čo stavajú špekulanti. Trh s korunou je prekúpený, a tí, čo si myslia, že na jej posílení rýchlo zarobia, budú asi sklamaní.</p> <p>Negatívne úrokové sadzby môžu byť celkom vhodný taktický nástroj. Ak by sa zaviedli záporné sadzby ešte skôr a včas, k čomu nedošlo, tak by vytvorili zábranu proti prekúpeniu trhu, čo sa už stalo.</p>
24.1.	V. Benda (ING Czech Macro Round-Table)	<p>CNB will not discontinue use of exchange rate as monetary policy instrument before 2017Q2.</p> <p>Exit from commitment will mean that managed-float regime will be employed and central bank will stand ready to act in event of undue ER volatility.</p> <p>Negative rates are not preferred variant...Negative rates are not suitable tool for further monetary policy easing; their use would be very specific...Negative rates might be considered for support of FX commitment.</p> <p>FX commitment will last at least until end of 2017Q1, currently, likely exit expected in mid-2017.</p> <p>Foreign exchange could move in either direction after exit... CNB will stand ready to smooth excessive volatility.</p>
25.1.	V. Tomšík (Reuters)	<p>Mohu potvrdit, že došlo k nárůstu dlouhých pozic, přičemž se v souhrnu bavíme o desítkách miliard eur. "Když srovnám tato čísla s tím, jaká je výše ročního čistého českého exportu, tak je logické říci, že korunový trh je v tuto chvíli překoupený. Jsem přesvědčen, že se koruna po opuštění kurzového závazku, tedy v krátkém období, může pohybovat oběma směry. Ti, kdo spekulují na prudké posílení koruny po exitu, se můžou značně spálit.</p> <p>Domnívám se, že se z makroekonomického hlediska stále vyplatí uvažovat o exitu v polovině tohoto roku, protože nám to umožní větší pravděpodobnost udržitelnosti inflace v budoucnu... Potřebuji vidět stabilní inflační tlaky z domácí ekonomiky. Pro mě je důležitá udržitelnost inflace blízko cíli a vůbec mi nevádí, pokud bude prognózovaná inflace mířit v horizontu roku, roku a půl na cíl seshora.</p> <p>Nevidím důvod v tuto chvíli sáhnout k negativním sazbám, protože trh je už sám 'doručil'. Snížit sazby v okamžiku exitu by bylo kontraindikativní, když zároveň říkám, že chci začít dodávat</p>

		méně uvolněnou měnovou politiku. To by šlo proti sobě.
26.1.	P. Řežábek (Hospodářské noviny)	<p>Můj názor je, že odejít z takto uměle nastaveného režimu nemusí být jednoduché. Ukončit kurzový závazek s mezikroky také není řešení – to by byl jen návod pro spekulanty. Pokud bychom navíc dál pokračovali v nákupu a prodeji měn, znamenalo by to, že vlastně intervenční režim neopouštíme; jen nesdělujeme nově stanovenou hladinu kurzu a hlídáme, aby posílení měny nebylo příliš velké.</p> <p>Ano, ČNB může teoreticky intervenovat donekonečna, ale i investoři si mohou počkat déle, protože investovali do vládních dluhopisů. To přispívá k nafukování bubliny na trhu dluhopisů, jejíž korekce nemusí být bezbolestná. Kdy tedy intervence úplně skončí? Reálná ekonomika trpí zejména tím, že ztrácí přirozené vodítko budoucího vývoje kurzu. Jakmile říkáte trhu, že to budete udržovat, tak dáváte zase příležitost dalším spekulativním investicím v korunách, což celý proces neúměrně prodlužuje a vede k obrovským nákladům.</p> <p>Znovu říkám, že považuji za chybu, že jsme do toho vstoupili a že jsme v tom dlouhodobě pokračovali. Ale to, co říkáte, ČNB vlastně nemůže udělat (Pozn.: ukončit kurzový závazek dříve než ve druhém čtvrtletí letošního roku). Osobně je pro mě nepředstavitelné, když se sliby neplní.</p>

## 7. Reakce a očekávání finančních trhů

**Prosincové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno všemi analytiky.** Stabilitu základních sazeb ČNB očekávalo všech patnáct analytiků z dotazníků *IOFT* (15.12.), všech patnáct analytiků podle šetření agentury *Bloomberg* (19.12.) i všech čtrnáct analytiků oslovených agenturou *Thomson Reuters* (20.12.). Analytici z průzkumu *IOFT* i *Thomson Reuters* předpokládali ukončení režimu intervencí v období 2Q17 až 4Q17.

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 sazby 3M PRIBOR. Do poloviny letošního roku se tak pohybuje zhruba v souladu s úrovní úrokových sazeb předpokládanou v nové prognóze ČNB, se kterou je poté od 3Q17 konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb, s nímž tržní výhled nepočítá.

Sazby **IRS** se od posledního zasedání BR mírně zvýšily ve všech splatnostech. Výnosová křivka sazeb IRS zůstává rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,4 p.b., spread 10R-1R činí 0,8 p.b. Také výnosy státních dluhopisů se v kratší a střední části křivky posunuly výše, výnosová křivka je záporná do splatnosti 5R.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků *IOFT* (13.1.) vyplývá, že na únorovém zasedání BR ČNB (a se dvěma výjimkami i v ročním horizontu) všech šestnáct analytiků očekává stabilitu základních sazeb ČNB. Rovněž všech třináct analytiků oslovených agenturou *Bloomberg* (30.1.) očekávalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na únorovém měnověpolitickém zasedání BR ČNB.

Analytici v rámci šetření *IOFT*, resp. *FECF* očekávají, že kurz v horizontu 1R posílí na 26,2, resp. 26,4 CZK/EUR, což jsou znatelně slabší hodnoty ve srovnání s prognózou ČNB (25,6 CZK/EUR pro 1Q18). Okamžik ukončení intervenčního režimu je aktuálně očekáván v období 2Q17 (převážná většina analytiků) až 4Q17, blíže viz Tabulka 2.

Tabulka 2: Očekávání analytiků ohledně okamžiku ukončení režimu devizových intervencí dle IOFT (13.1.)

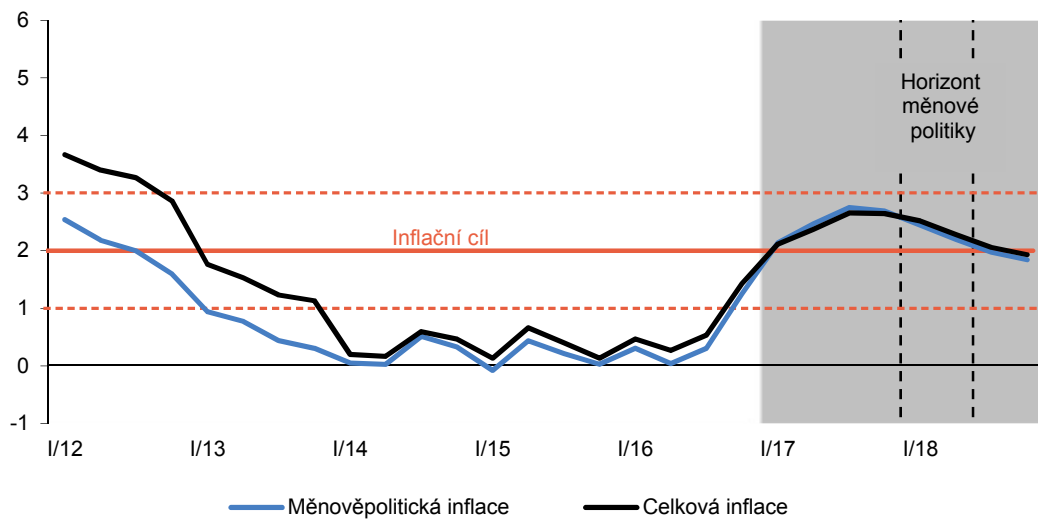
2017				2018			
1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
	●●●●●● ●●●●●●	●●	●●				

## 8. Měnověpolitické doporučení sekce měnové

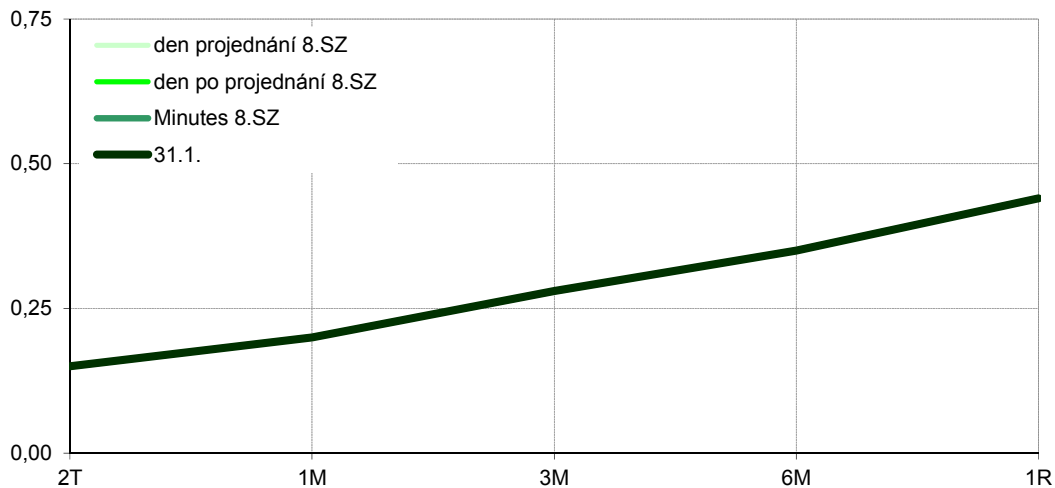
Sekce měnová doporučuje na únorovém měnovém zasedání bankovní rady:

- 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 odezněl vliv protiinflačních nákladových faktorů ze zahraničí; **korigovaná inflace bez pohonných hmot se dále zvyšuje**, když se v ní projevuje zejména pokračující růst domácí ekonomiky a zvyšující se dynamika mezd;
- sdělit, že **podle nové prognózy předpokládající používání kurzu do poloviny letošního roku** se inflace dále zvýší do horní poloviny tolerančního pásma cíle a **na horizontu měnové politiky (v první polovině roku 2018) mírně přesáhne 2% inflační cíl, resp. se k němu v tomto období bude navracet shora**;
- konstatovat, že **dle nové prognózy dojde počínaje zhruba polovinou roku 2017 k dosažení podmínek pro udržitelné plnění 2% inflačního cíle i do budoucna, tedy po předpokládaném návratu do standardního režimu měnové politiky**;
- vyhodnotit bilanci rizik nové prognózy jako vyrovnanou;
- sdělit, že **potřeba udržovat měnové podmínky uvolněné v dosavadním rozsahu přetrvává**;
- konstatovat, že **ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém čtvrtletí 2017**;
- dodat současně, že bankovní rada vidí i nadále jako **pravděpodobné ukončení závazku v polovině roku 2017**;
- explicitně zmínit, že **kurz po ukončení závazku ČNB může krátkodobě kolísat oběma směry a jeho volatilita bude po nějakou dobu pravděpodobně výrazně zvýšená s tím, že ČNB bude připravena intervencemi zmírňovat případné nadměrné kurzové výkyvy po ukončení svého závazku**.

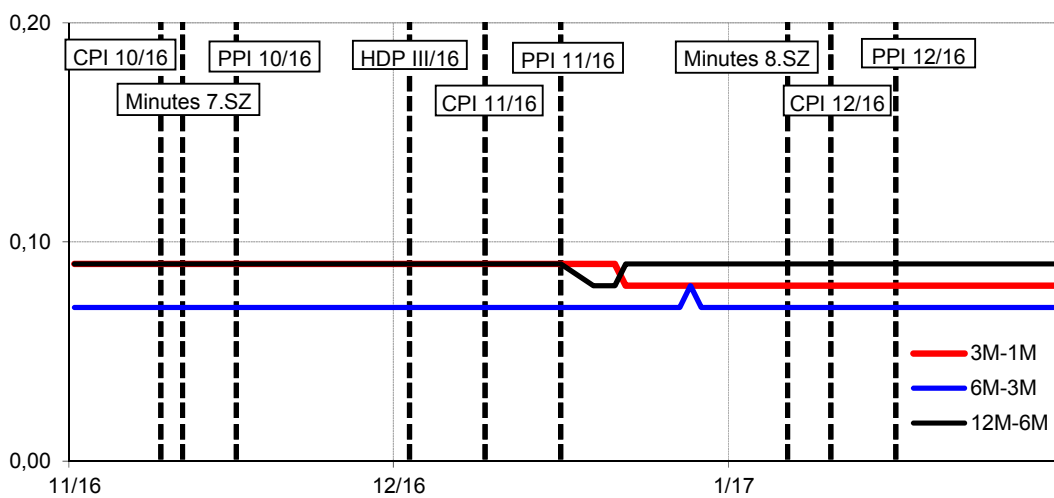
Graf 6: Prognóza inflace z 1. SZ 2017 a cíl ČNB



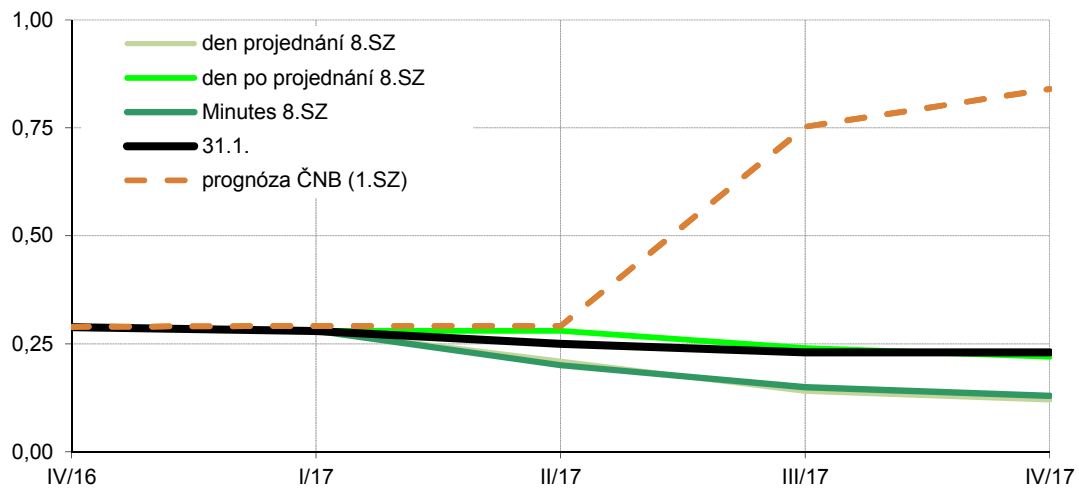
Graf 7: Výnosové křivky PRIBOR



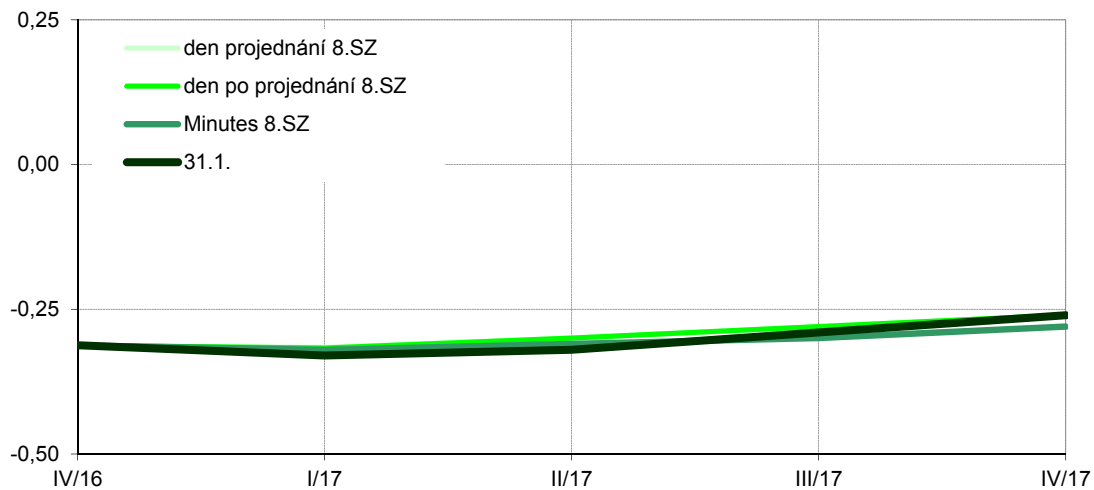
Graf 8: Úroková rozpětí – PRIBOR



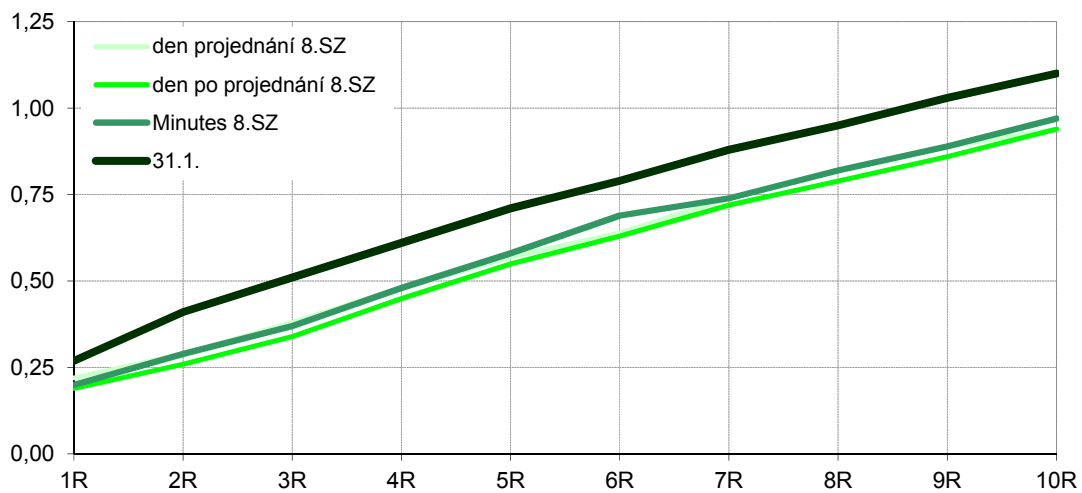
Graf 9: 3M PRIBOR, FRA



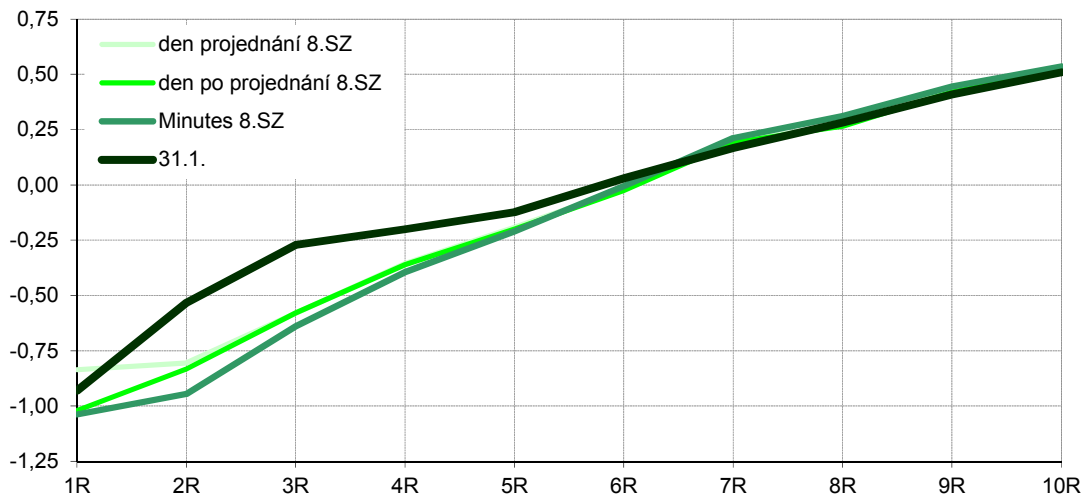
Graf 10: 3M EURIBOR, FRA



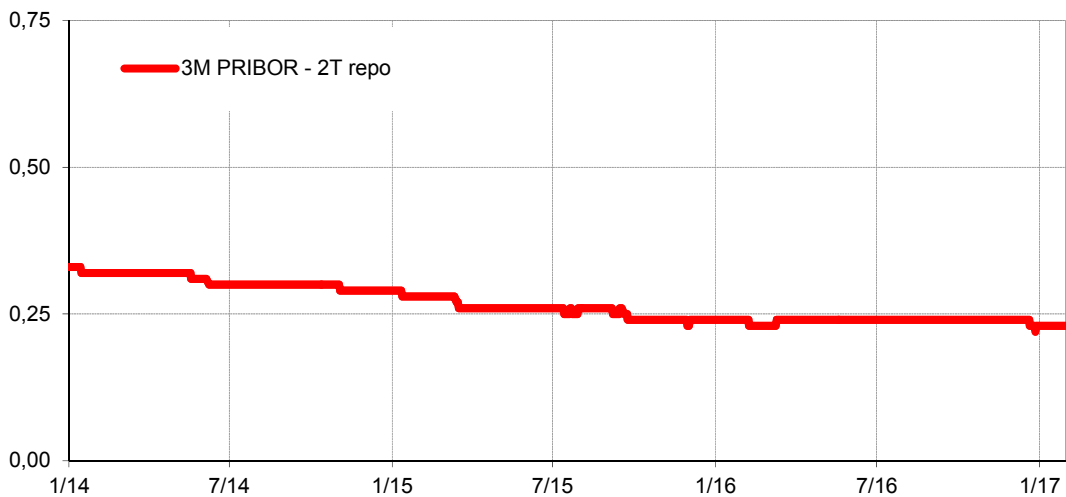
Graf 11: IRS CZK



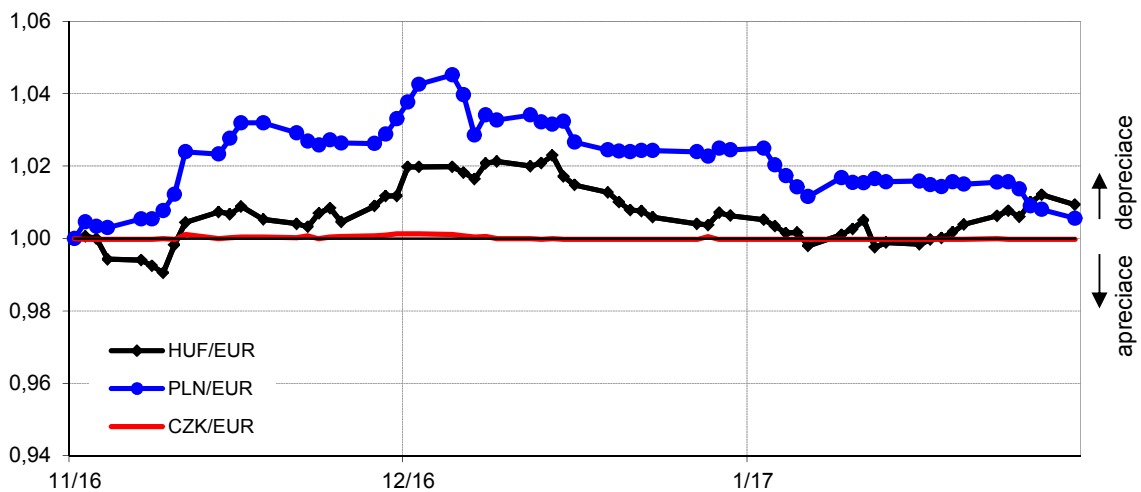
Graf 12: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



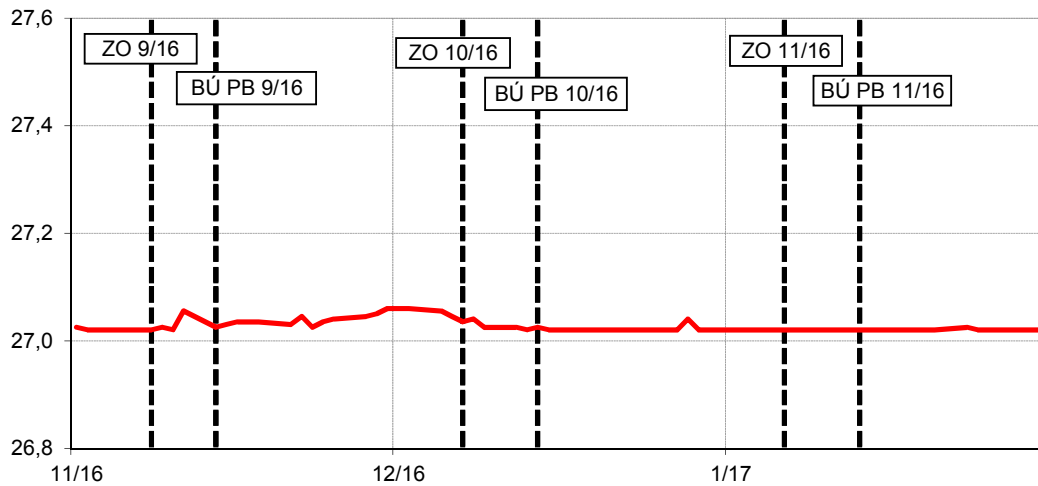
Graf 13: Úrokové rozpětí v ČR



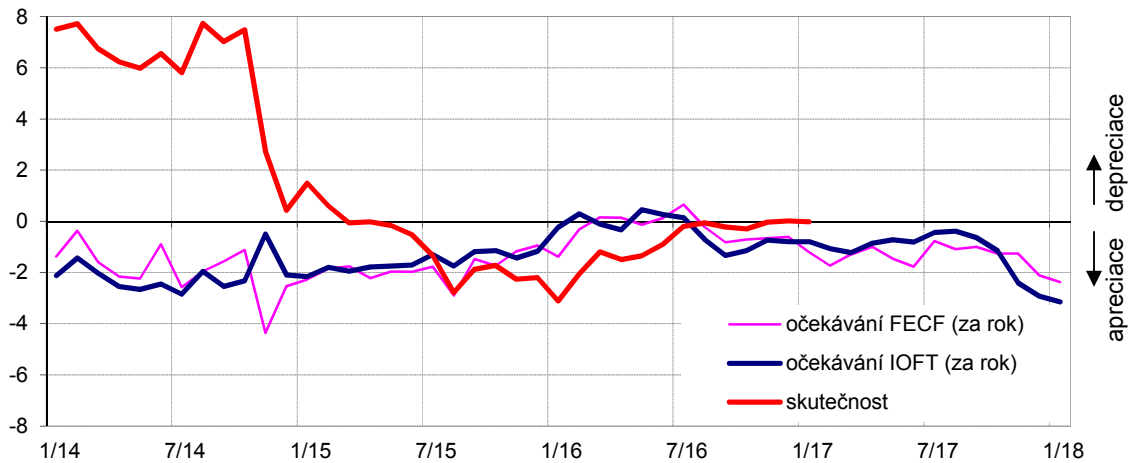
Graf 14: Kurzy středoevropských měn (1.11. = 1,00)



Graf 15: Kurz CZK/EUR

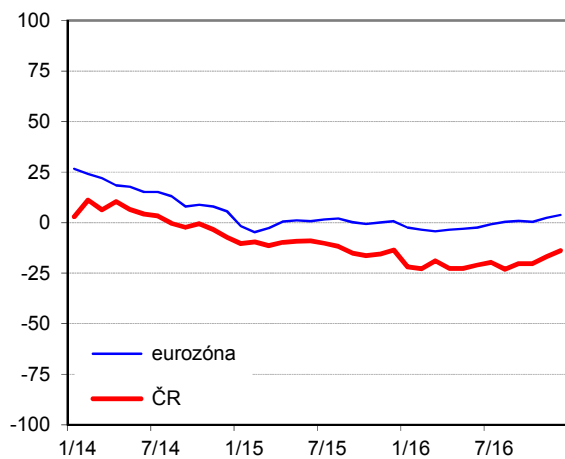


Graf 16: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

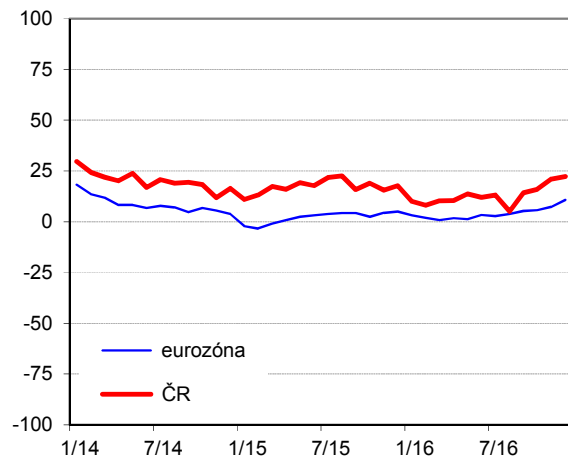


Graf 17: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

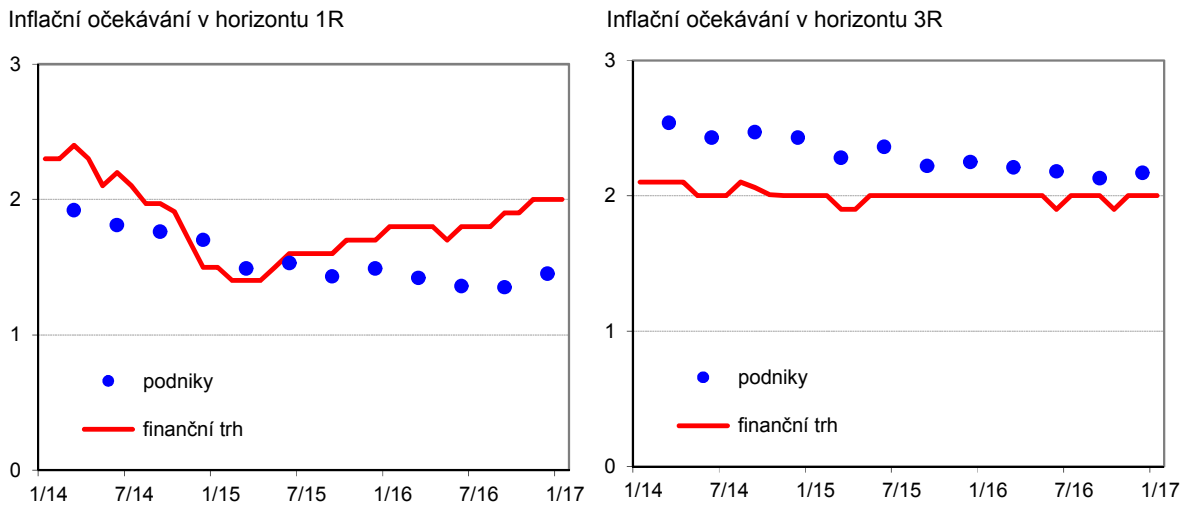


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

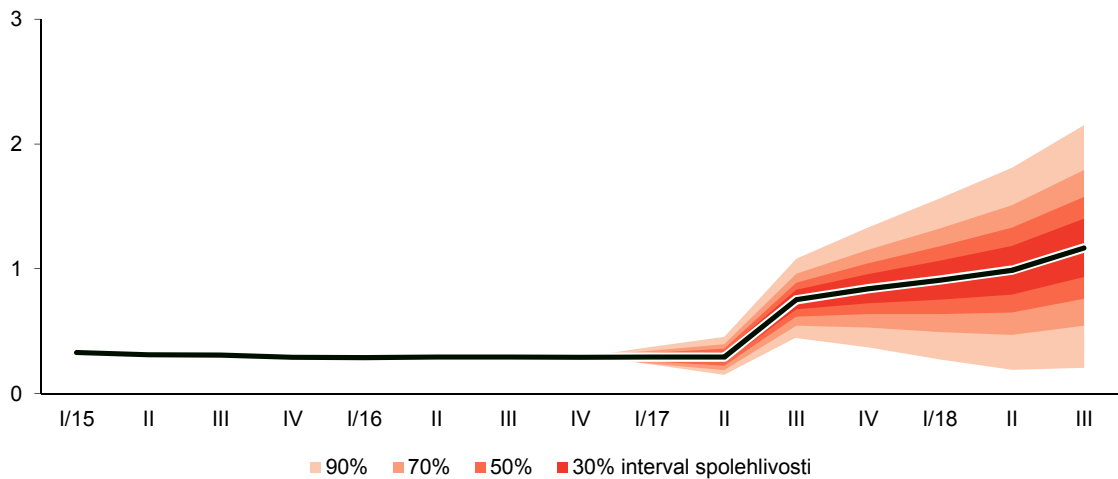




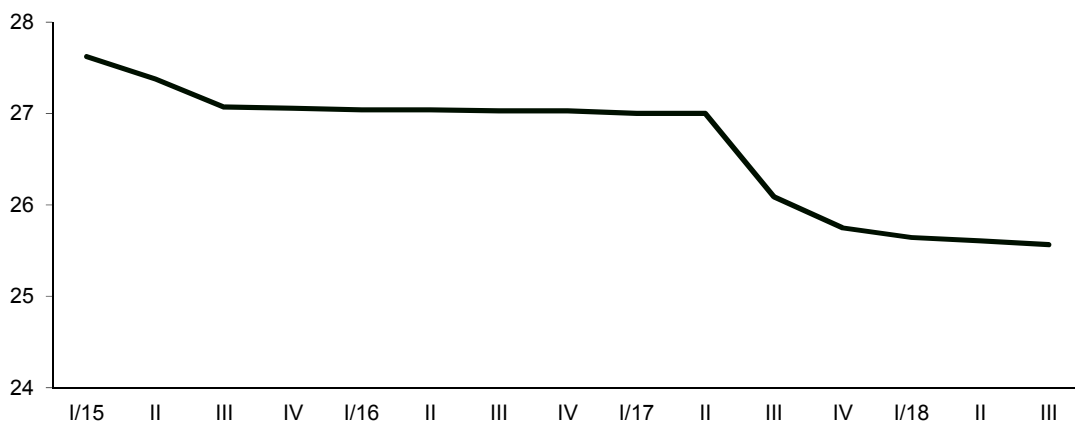
**Graf 18: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %**



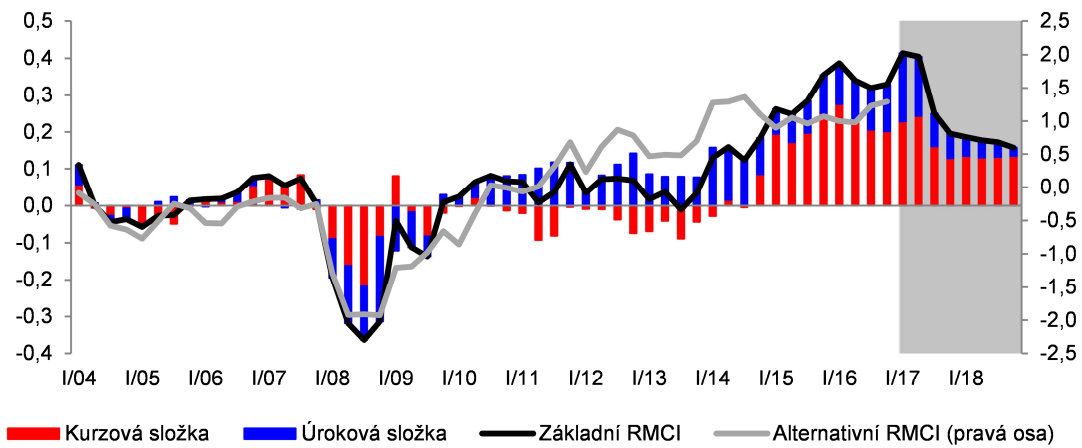
**Graf 19: Vějířový graf úrokových sazeb v %**



**Graf 20: Prognóza měnového kurzu CZK/EUR**



Graf 21: Index reálných měnových podmínek



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