

# Měnověpolitické doporučení pro 2. SZ 2017

Sekce měnová

## 1. Prognóza z 1. SZ 2017

Východiskem pro březnové měnověpolitické zasedání zůstává **makroekonomická prognóza z 1. SZ 2017**. Její počáteční podmínky, předpoklady a vyznění ve stručnosti rekapituluje následující odstavce.

Ve čtvrtém čtvrtletí 2016 se dle očekávání zastavilo zpomalování růstu ekonomické aktivity, když reálný HDP mírně zrychlil na 1,9 %. K ekonomickému růstu nadále výrazně přispívala stabilně rostoucí spotřeba domácností. Pokračující výrazný růst poptávky po práci vedl ke zrychlení růstu zaměstnanosti a dalšímu poklesu míry nezaměstnanosti. Celková meziroční inflace v průběhu prvního čtvrtletí letošního roku zrychlila.

Dle předpokladů stávající prognózy na počátku letošního roku dále zvolňuje meziroční růst zahraniční ekonomické aktivity, poté se postupně vrátí ke 2 %. Výrobní ceny v eurozóně se začátkem letošního roku vrátily ke kladné meziroční dynamice, když odezněl vliv klesajících cen energetických komodit z předchozích let. Spotřebitelská inflace v eurozóně se dle předpokladů stávající prognózy 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 od dubna letošního roku). Ta se rovněž promítá v předpokládaném oslabení kurzu eura vůči americkému dolaru. Výhled ceny ropy Brent konzistentní se stávající prognózou předpokládá pro letošní a příští rok její stabilitu lehce pod 60 USD/b.

Stávající prognóza předpokládá, že 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.

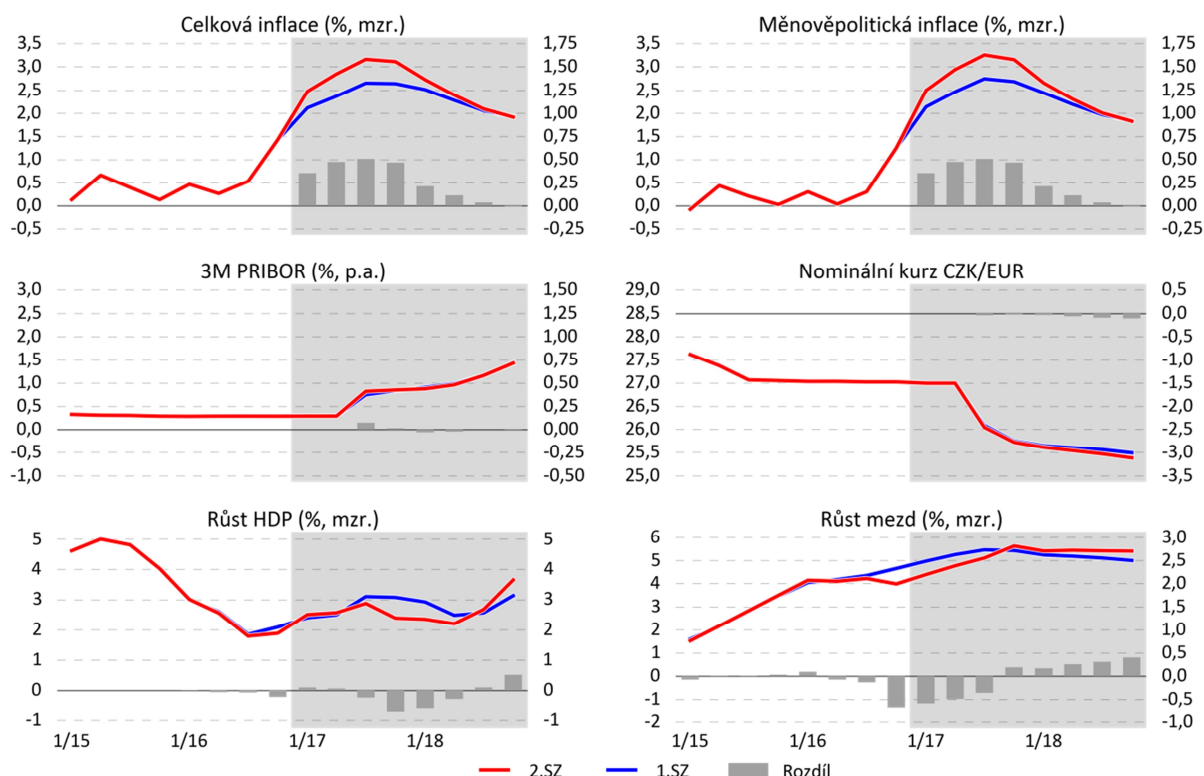
Podle stávající prognózy se inflace v letošním roce setrvá v horní polovině tolerančního pásma cíle ČNB. V první polovině příštího roku se inflace bude k 2% cíli navracet shora. Domácí náklady dále zdatelně porostou vlivem zvyšujících se mezd i ceny kapitálu v podmínkách solidního růstu ekonomické aktivity. 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 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.

Stávající prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na současné 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. Aktualizovaný scénář stávající prognózy a její další rizika

Graf 1: Srovnání aktualizovaného scénáře (2. SZ) se stávající prognózou z 1. SZ 2017



Výše uvedená simulace zachovává předpoklad z 1. SZ o stabilitě tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni při současném používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017. Vyšší pozorované hodnoty celkové i měnověpolitické inflace v prvním čtvrtletí letošního roku spolu s vyšším výhledem cen zahraničních výrobců posouvají výhled domácí inflace k vyšším hodnotám, a to především v ročním horizontu. **Celková i měnověpolitická inflace se tak budou podle aktualizované simulace zvyšovat rychleji a ve druhé polovině letošního roku lehce přesáhnou horní hranici tolerančního pásma inflačního cíle.** Nižší pozorovaný mzdový růst v závěru loňského roku se promítá do méně výrazného mzdového růstu v letošním roce. Rovněž výhled ekonomické aktivity se v letošním i příštím roce mírně snižuje vlivem jejího mírnějšího vykázaného růstu a pozvolnějšího očekávaného růstu reálných mezd. Prognóza trajektorie nominálního měnového kurzu se téměř nemění. To platí i o úrokové sazbě, kde je vliv vyššího výhledu zahraničních sazeb kompenzován nižšími domácími inflačními tlaky z mezd.

<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.

Nad rámec výše uvedené simulace zůstává výrazným zdrojem nejistoty vývoj kurzu koruny po ukončení závazku ČNB (blíže viz část 4 tohoto MPD). Nejistoty panují rovněž ohledně interpretace nečekaně rychlého zvýšení inflace, tj. do jaké míry je dáno silnějšími fundamentálními tlaky z domácí ekonomiky i dovozních cen a do jaké míry naopak odráží krátkodobé vlivy na vývoj cen potravin i jádrové inflace. Nižší oproti předpokladům predikce je aktuální výhled ceny ropy, i to však může být krátkodobý výkyv. Současně ve směru vyššího růstu HDP oproti simulaci může působit vyšší růst zaměstnanosti kompenzující pomalejší růst průměrné mzdy.

**Celkově sekce měnová hodnotí rizika stávající prognózy krátkodobě jako proinflační, na horizontu měnové politiky jsou však tato rizika proinflační jen lehce.**

### **3. Hodnocení adekvátnosti stávajícího nastavení měnové politiky**

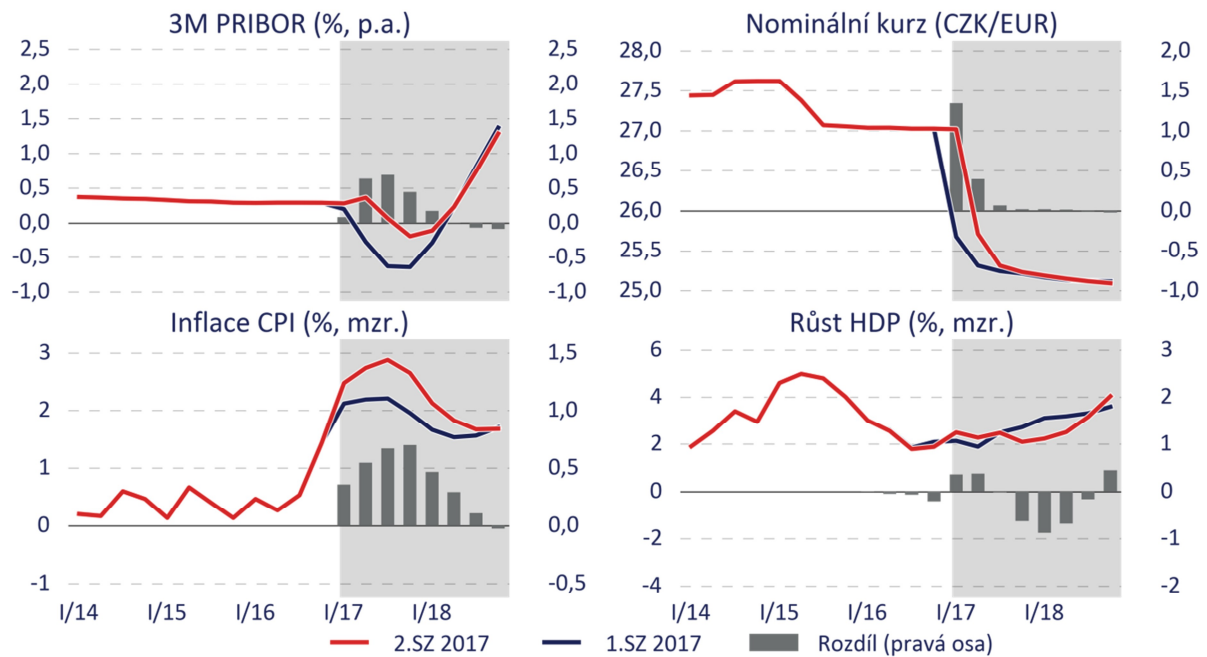
Standardním východiskem úvah o adekvátnosti současného nastavení měnové politiky jsou vedle prognózy také tři další simulace: scénář s volnými sazbami, který popisuje optimální vývoj měnových podmínek při použití tradičního nástroje (tedy skrze pohyb úrokových sazeb), scénář s endogenním kurzem, který ukazuje totéž 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 pro nejbližší čtvrtletí zachování zhruba stávající výše repo sazby a následně její pokles lehce pod nulu. Hypotetická potřeba poklesu sazeb vrcholí ve čtvrtém čtvrtletí 2017 a činí zhruba již jen dvě snížení o standardních 0,25 procentního bodu.<sup>2</sup> Trajektorie sazeb tedy leží ve srovnání s 1. SZ v horizontu do jednoho roku znatelně výše, což je dáno jednak efektem „vysedění“ (tj. posunem v čase), jednak vyšší pozorovanou i budoucí inflací. Trajektorie inflace je rovněž viditelně výše než v minulé simulaci – v průběhu tohoto roku se blíží k horní hranici tolerančního pásma. V příštím roce se však snižuje mírně pod 2% cíl.

---

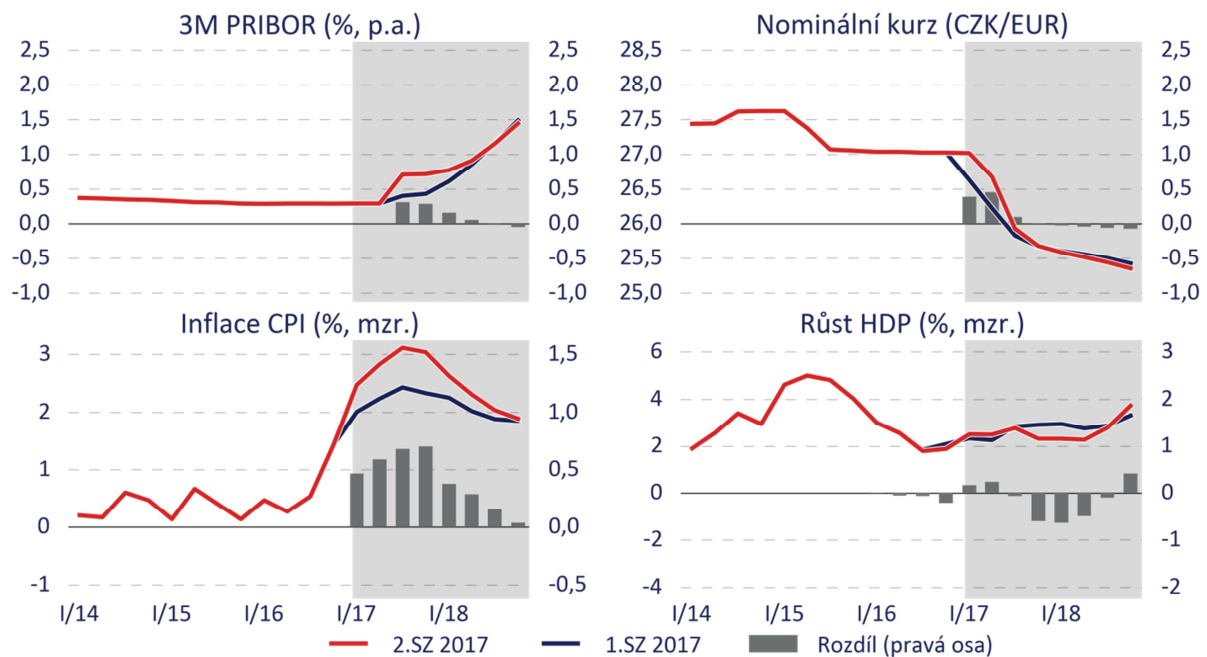
<sup>2</sup> Konkrétně scénář implikuje hodnotu 3M PRIBORU ve výši -0,2 %.

Graf 2: Scénář s volnými úrokovými sazbami



**Simulace s endogenním kurzem** aktualizovaná na základě nových makroekonomických dat (viz Graf 3), stejně jako minulá verze této simulace z 1. SZ, již nenaznačuje potřebu oslabení kurzu nad hodnotu závazku 27 CZK/EUR. Z výchozí hodnoty kurzu koruny v aktualizované simulaci postupně (předpokládáme, že řízeně) posiluje na celém horizontu prognózy, a to až k hodnotám okolo 25,4 CZK/EUR na konci roku 2018. Úrokové sazby leží oproti minulé simulaci výše. Trajektorie inflace se posouvá oproti minulé simulaci ztelně nahoru, a ve druhé polovině letošního roku tak mírně překračuje horní hranici tolerančního pásma. V příštím roce se pak snižuje zpět k cíli.

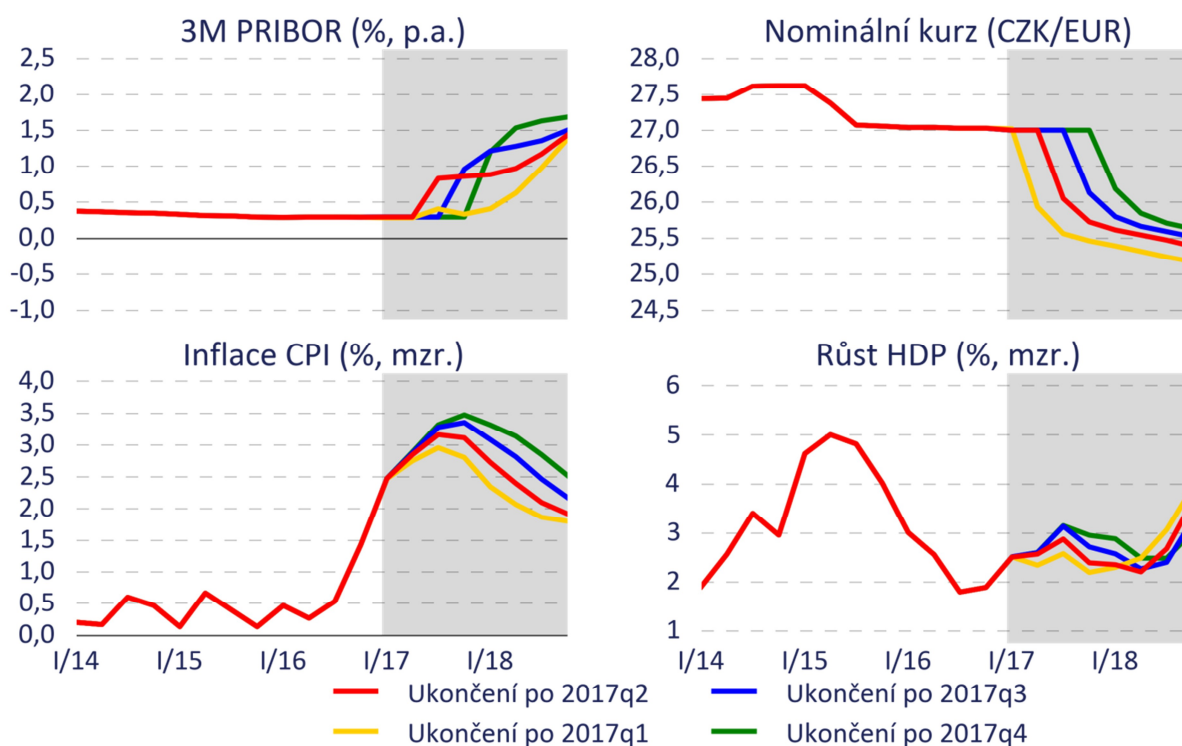
Graf 3: Scénář s endogenním kurzem



**Aktualizovaná simulace s variantním časovým umístěním exitu** (viz Graf 4) ukazuje, že zachování kurzového závazku do poloviny roku 2017, tedy v souladu s předpokladem stávající prognózy (červená čára), vede na horizontu měnové politiky (nyní již 2Q a 3Q 2018) k mírnému přestřelení 2% inflačního cíle, kterému předchází dočasné lehké překročení horní hranice tolerančního pásma. Úrokové sazby po exitu se v této variantě dostatečně rychle vzdalují od nízké výchozí úrovně. Případné odsouvání exitu za horizont poloviny letošního roku by znamenalo čím dál výraznější nadstřelování inflačního cíle (až znatelně nad jeho toleranční pásmo) při strmějším nárůstu úrokových sazeb.

Naopak případný exit na začátku druhého čtvrtletí 2017 (žlutá čára)<sup>3</sup>, tedy o čtvrtletí dříve oproti prognóze a bezprostředně po uplynutí „hard commitmentu“, je z měnového hlediska proveditelný, nedává však prostor pro následný růst úrokových sazeb. Ty tak zůstávají po celý zbytek letošního roku poblíž nulových hodnot. To zároveň znamená, že s ohledem na plnění inflačního cíle na horizontu měnové politiky nesmí dojít k posílení kurzu pod zde vyznačenou trajektorii (žlutá čára), protože měnová politika nebude schopna poklesem (resp. pomalejším zvyšováním) sazeb jeho vliv kompenzovat. Také jakékoliv jiné výraznější protiinflační šoky by – vzhledem k setrvání na nulové dolní mezi sazeb – mohly vést ke zřetelnému podstřelení inflačního cíle v příštím roce, pokud by nebyly kompenzovány dostatečným oslabením kurzu nad předpokládanou trajektorii.

**Graf 4: Upravený scénář s variantním časovým umístěním předpokládaného konce kurzového závazku**



<sup>3</sup> V prezentované verzi exitu ve druhém čtvrtletí byly provedeny expertní úpravy, zmírňující technické problémy spojené s bezprostředním přepnutím do standardního režimu měnové politiky (viz trajektorie sazeb ve volné modelové simulaci). Jde jednak o vložení realistického předpokladu, že úrokové sazby by ve druhém čtvrtletí zůstaly beze změny na úrovni technické nuly, jednak o zmírnění vlivu zahraničních stínových úrokových sazeb.

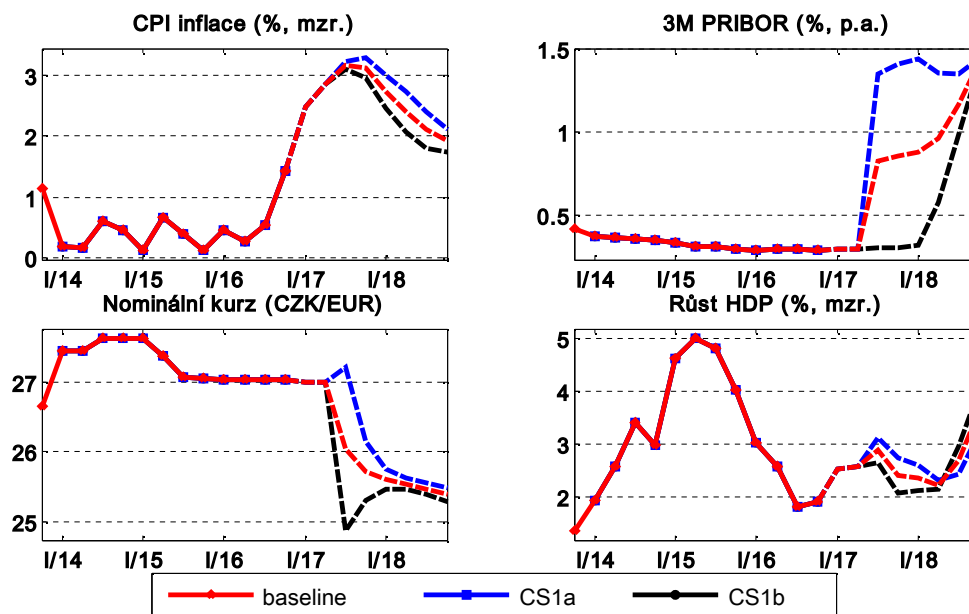
## 4. Diskuse kurzové nejistoty

Za obousměrnou nejistotu pro stávající prognózu lze nadále považovat především vývoj koruny po ukončení kurzového závazku, u kterého se dá předpokládat krátkodobě vysoká volatilita s výrazným kolísáním kurzu jedním i druhým směrem.

Pro ilustraci této nejistoty byly pro minulé měnověpolitické doporučení vytvořeny dvě dodatečné (variantní) simulace. Jejich motivací byla 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. Na základě nových makroekonomických dat a aktualizovaného scénáře stávající prognózy (s předpokládaným exitem v polovině letošního roku) byly nyní aktualizovány i tyto kurzové citlivostní simulace.<sup>4</sup>

**První simulace** ukazuje, že **neočekávané fundamentálně nepodložené zhodnocení kurzu na úroveň mírně pod 25 CZK/EUR** ve třetím čtvrtletí by na čas znemožnilo zvyšování úrokových sazeb, které by až do začátku příštího roku zůstaly zhruba na stávající úrovni (viz Graf 5, CS1b – černá čára). Symetrická druhá varianta této simulace zobrazuje reciproční dopad krátkodobě **neočekávaně slabšího kurzu** oproti základnímu scénáři (CS1a – modrá čára), znamenajícího de facto jeho dočasné spontánní oslabení lehce nad 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.

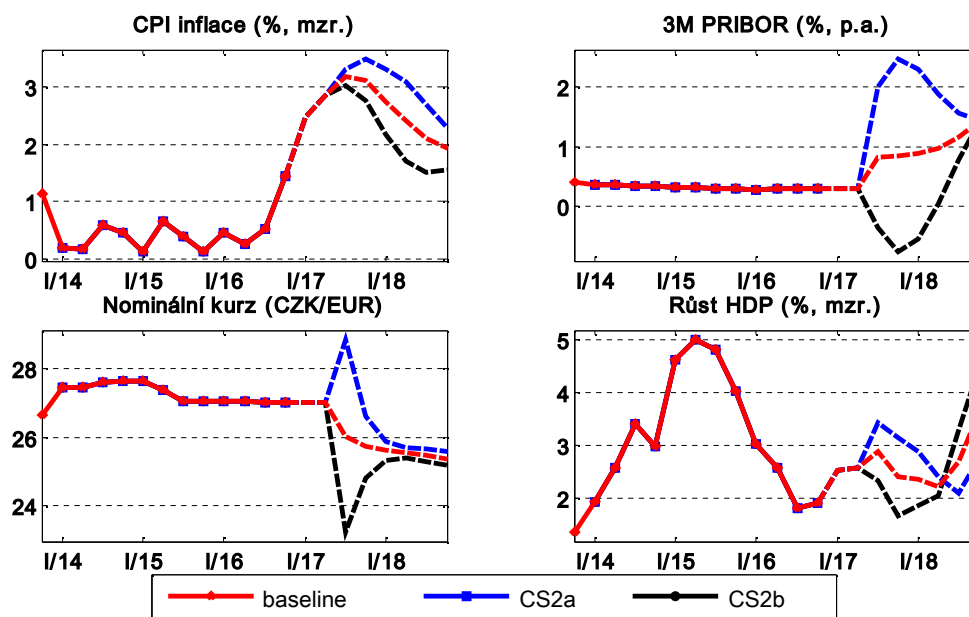
Graf 5: Dopady neočekávaného umírněného vychýlení kurzu od prognózy



<sup>4</sup> Stejně jako v 1. SZ předpokládají tyto simulace exit v polovině roku 2017.

**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 28,50 CZK/EUR** by dle této simulace (viz Graf 6, CS2a – modrá čára) vedlo na horizontu měnové politiky k pokračujícímu přestřelování horní hranice tolerančního pásma inflačního cíle (3 %). S tím by byl po exitu konzistentní velmi rychlý nárůst úrokových sazeb nad 2 % ve zbytku letošního roku. Analogicky opačná varianta simulace zobrazuje dopad **neočekávaného posílení kurzu** oproti základnímu scénáři (CS2b) ve třetím čtvrtletí letošního roku **až znatelně pod 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 – stejně jako minule – 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 6: Dopady neočekávaného výrazného vychýlení kurzu od prognózy



## 5. Další měnověpolitické úvahy

Aktualizované prognostické scénáře, zejména simulace s variantním exitem, ukazují, že z měnověpolitického hlediska je – při současné znalosti – i nadále optimální ukončit kurzový závazek zhruba v polovině letošního roku. Exit o kvartál dříve je z čistě měnověpolitického hlediska také možný, avšak nemusel by být dostatečně robustní, neboť neposkytuje prostor pro růst sazeb v následujících čtvrtletích. Provedení exitu přibližně v polovině letošního roku by tak bylo dle názoru sekce měnové jeho optimálním načasováním.

Tento názor je podporován i vyhodnocením rizika chyby plynoucí z obou variant rozhodnutí (tj. okamžitý exit vs. jeho odložení na pozdější dobu) za předpokladu, že jsou možné jak

proinflační, tak protiinflační šoky.<sup>5</sup> Okamžitý exit by se jako optimální řešení jevil v situaci, že by se v brzké budoucnosti objevily proinflační šoky. Při výskytu protiinflačních šoků by naopak vyústil ve scénář předčasného exitu (viz švýcarská zkušenost), což je chyba, kterou je obtížné napravit jinak než obnovením (pravděpodobně implicitního) kurzového závazku, vedoucím k reputačním škodám a potenciálně masivní další akumulaci devizových rezerv. Naproti tomu odložení exitu by mělo reputační náklady v podobě „zbytečné“ akumulace rezerv během letošního druhého čtvrtletí a déletrvajícího přestřelení horní hranice tolerančního pásma cíle. Tuto chybu by však bylo možno napravit – byť z reputačního hlediska ne dokonale – rozhodnutím o ukončení kurzového závazku na mimořádném jednání během druhého čtvrtletí<sup>6</sup> a následných rychlejších zpříšňováním měnových podmínek oproti prognóze. Odložení exitu za okamžik uplynutí tvrdého závazku je tedy rozhodnutí zabraňující nejhorší možné variantě následného vývoje.<sup>7</sup>

Citlivější vnímání proinflačních rizik či jiné než čistě měnověpolitické úvahy však mohou motivovat bankovní radu k rozhodnutí ukončit závazek o něco dříve, tedy již v průběhu druhého čtvrtletí, případně – zejména z taktických důvodů – už na jeho počátku. Podoba prohlášení bankovní rady po březnovém měnovém zasedání by proto měla pro takovou taktickou volbu připravit vhodné výchozí předpoklady. Za tím účelem bylo v mezidobí připraveno pracovní znění mírně modifikovaného prohlášení, které již bylo ve svých hlavních obrysech předjednáno s bankovní radou.

Na rozdíl od dosavadních prohlášení půjde o text vědomě neobsahující hodnotící věty ohledně potřeby uvolněnosti měnové politiky a pravděpodobného načasování ukončení kurzového závazku (posun od *time-contingent* ke *state-contingent* komunikaci). Text tak záměrně neumožní čtenáři jednoznačně vyhodnotit posun v pohledu ČNB na základě sledování „code words“. Ex post bude po případném exitu již během druhého čtvrtletí možno takové prohlášení hodnotit (zpětně označit) jako relativně transparentní, ovšem bez zjevné signalizace brzkého exitu ex ante. Prohlášení však současně musí zůstat jeho příjemcům povědomé, jakékoliv výraznější inovace by vzbudily nežádoucí pozornost a spekulace. Text se proto bude – stejně jako doposud – věnovat jednotlivým skupinám nově dostupných dat, přičemž bude uvádět skutečnosti, které mohou mít vliv na vyhodnocení udržitelnosti plnění inflačního cíle v budoucnosti. Návrh prohlášení bude standardně součástí komunikačního balíčku (viz též část 9 tohoto MPD).

Vedle toho bude mít p. guvernér/bankovní rada k dispozici separátní „two-pager“ podklad. Ten bude obsahovat odpovědi na dotazy, které lze důvodně očekávat, a to s ohledem na dobu, ve které se nacházíme (těsně před vypršením „tvrdého závazku“), i na mírně upravenou verzi prohlášení.

---

<sup>5</sup> Proinflačním šokem by – kromě slabšího než predikovaného kurzu po exitu – mohlo být například to, že by se dosavadní překvapení ve vývoji inflace směrem nahoru ukázala být podložena fundamentálními nákladovými tlaky do větší míry, než předpokládá 2.SZ. V protiinflačním směru může naopak překvapit rychlá korekce aktuálního nárůstu volatilních cen potravin, pokračování nižších cen ropy oproti předpokladům prognózy či zastavení růstu cen v pohostinství poté, co podnikatelé v tomto oboru využili EET ke zvýšení svých ziskových marží nad dlouhodobě rovnovážnou úroveň.

<sup>6</sup> Sekce měnová sice obecně preferuje provést exit na řádném měnovém zasedání bankovní rady, kdy je k dispozici úplná sada podkladů (ideálně včetně nové prognózy a Situační zprávy/Zprávy o inflaci) a komunikačních kanálů (zveřejnění Zprávy o inflaci, seminář s analytiky atd.). Nicméně bude během druhého čtvrtletí chystat průběžně podklady tak, aby rozhodnutí bylo založeno na co nejvíce plnohodnotných analýzách a komunikačních doporučeních i v případě, že by bylo přijato na mimořádném jednání.

<sup>7</sup> Podobně „risk-management“ úvahy hrály významnou roli i při zavedení kurzového závazku, kde nejhorší možnou variantou byla nečinnost měnové politiky v kombinaci s následnými protiinflačními šoky, což by mohlo vyústit v dlouhodobou deflaci, tedy velmi negativní a navíc obtížně korigovatelný vývoj.



## 6. Vyjádření sekce bankovních obchodů

Koruna se již trvale pohybuje ve velmi úzkém pásmu kolem 27,020, např. nad 27,030 se naposledy obchodovala krátce na konci ledna. Samotný pohyb kurzu tak dobře ilustruje setrvalý zájem o nákup CZK. Tradičně pokračuje příliv kapitálu od hedge fundů a real money klientů, nicméně zejména během února byli velmi aktivní také exportéři, kteří budovali zajišťovací operace se splatností většinou do tří let. Se zkracujícím se horizontem očekávaného exitu se zkracovaly také splatnosti obchodovaných derivátů (pro spekulativní účely), kde je zároveň největší likvidita, takže dopad do trhu derivátů byl tlumenější než v dřívějších obdobích. Zejména dlouhý konec forwardové křivky zůstává relativně stabilně kolem implikovaného výnosu -1 až -1,5 %, kratší konec se přechodně dostával pod tlak a týden před měnovým zasedáním se implikovaný výnos dostal krátkodobě až na zhruba -8 %.

Jsme názoru, že exit by měl být proveden tak, aby z toho nebylo možné odvodit, že tak činíme kvůli neochotě dál akumulovat rezervy. Např. jeho načasování hned na první dubnové dny nepovažujeme za vhodné, trh by si to přeložil tak, že nám vadí nakoupený objem devizových rezerv, a proto exit děláme ihned po konci tvrdého závazku. Ani po exitu přitom nemůžeme vyloučit riziko, že kurz koruny bude atakován, a bylo by velmi nežádoucí zahájit nový režim se zdáním, že nejsme ochotni dále hromadit rezervy. To by jen posilovalo odhodlání hráčů na trhu testovat naši odolnost na silné straně koruny a ve výsledku by to vedlo k ještě větší akumulaci rezerv po exitu. Za úvahu tak stojí časování směřovat například na dny publikace dat inflace, zveřejňovaných ve druhém čtvrtletí 10. dubna<sup>8</sup>, 10. května nebo 9. června. Tyto dny jednak skýtají jistý prvek překvapení, ale co je důležitější, dávají možnost interpretovat náš exit jako *data dependent*, ne *volume dependent*, což by mohlo být užitečné pro následnou obhajobu tohoto kroku, která bude z výše zmíněných důvodů důležitá pro úspěch v následujícím období, ve kterém se také dají očekávat naše další a zřejmě významné nákupy EUR.

## 7. Dosavadní komunikace ČNB

Na *tiskové konferenci* po **únorovém 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 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 okolo poloviny roku 2017.

Během února a března se několik členů BR vyjádřilo 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, nikoli však před koncem prvního čtvrtletí. Podle některých členů může být kurz koruny po exitu vysoce volatilní s tím, že nemusí nutně jen posilovat.

<sup>8</sup> Z pohledu sekce měnové je v dubnu ještě vhodnější týden po Velikonocích, kdy již bude bankovní radě na tradiční schůzce k alternativám představena nová prognóza, představující plnohodnotný, vpředhledící podklad pro měnověpolitické rozhodování.

Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů bankovní rady v médiích

|       |                                                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|-------|--------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 16.2. | J. Rusnok<br>(ČT24)                                                      | I kdybych to (Pozn.: termín ukončení intervencí) věděl, tak neřeknu. Ale mohu říci, že to nevím. Platí, co jsme řekli po posledním zasedání, tedy závazek, že v prvním čtvrtletí to neukončíme. Zatím naše prognózy ukazují, že bezpečná doba by mohla být někdy kolem poloviny letošního roku.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| 22.2. | M. Hampl<br>(ČRo Plus)                                                   | ...pokud by v budoucnu nastalo, že koruna nějak silně neudržitelně, nefundamentálně, nerovnovážně posílí, tak je samozřejmě centrální banka připravena zasáhnout, to jsme řekli opakovaně a nástroje na to má.<br>Platí tvrdá verze kurzového závazku. Neopustíme ho do konce prvního čtvrtletí a nejpravděpodobnější je, že ho opustíme někdy okolo poloviny tohoto roku. Na těchto větech se nic nemění. To jsou kanonické věty.<br>S neuhrazenou ztrátou vzniklou úplně stejným způsobem jako u nás vstupovalo do eurozóny Slovensko (Pozn.: reakce na komentář, že velká ztráta ČNB z titulu přecenění devizových rezerv nebude bránit přijetí eura).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| 28.2. | V. Benda<br>(diskuse na seznam.cz/Zprávy)                                | ...může to (Pozn.: opuštění závazku) být počátkem dubna, může to být i v květnu, může to být i v červnu – my jsme zcela jasně řekli a opakujeme stále tu mantru, do kdy korunu nepustíme k té přirozené volatilitě, k tomu létání nahoru dolů, jak tady bylo zmíněno. Tedy koruna bude držena na úrovni 27 a nad ní do konce prvního čtvrtletí a potom bude záležet na vývoji ekonomických fundamentů, bude to záležet na tom, jak nám poroste poptávka, jaké budou inflační tlaky. My předpokládáme zatím podle těch současných údajů, které máme, že ten ideální čas by byl někde kolem poloviny roku.<br>Centrální banka vydává koruny, za které nakupuje cizí měnu a tu cizí měnu investuje do dalších aktiv. Nejsou to tedy peníze utracené, které by skončily někde prostě ve stokách, jak si někteří myslí. Jsou to peníze, které zůstávají v bilanci centrální banky v podobě zahraničních aktiv, takže to nejsou utracené peníze, nejsou to náklady.                                                                                                            |
| 2.3.  | J. Rusnok<br>prezentace na CFA Society<br>Forecasting Dinner 2017, Praha | The Bank Board considers it likely that the exchange rate commitment will be discontinued around the middle of 2017.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| 2.3.  | J. Rusnok<br>(Bloomberg)                                                 | What we have said is still valid; the current policy will not be removed until the end of the first quarter. After that, anything can happen, so to say, though for now the exit still appears most likely closer to the middle of the year.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| 7.3.  | J. Rusnok<br>(Kulatý stůl, Ústí nad Labem)                               | Máme tady ten tzv. tvrdý závazek do konce tohoto čtvrtletí. Po uplynutí závazku, jak jsme již avizovali, se bankovní rada bude rozhodovat, jak nadále tento nástroj používat. Zatím z těch prognóz, které máme, z poslední aktuální prognózy z února, vidíme pravděpodobnost toho opuštění okolo poloviny roku 2017.<br>...není naším zájmem připustit nějakou extrémní úroveň kurzu po opuštění závazku v dalším období. Rozhodně bychom reagovali na takovéto výkyvy, které by mohly být vyvolány nějakými tržními nerovnováhami. Ten trh s českou korunou není nějak velký a hluboký a může tam dojít k určitým výkyvům významným. Kdyby ty výkyvy přetrvávaly jaksi podle našeho úsudku příliš dlouho, tak určitě proti nim zasáhneme a jsme samozřejmě schopni na obě strany toho výkyvu velmi efektivně zasáhnout.<br>...důvod pro použití záporných sazeb v tuto chvíli v tom kontextu měnové politiky nevidíme. Samozřejmě je to nástroj, který v tom repertoáru si necháme, kdyby se mělo dít něco extrémně mimořádného, ale to nepředpokládám v tuto chvíli... |
| 10.3. | V. Benda<br>(Trend.sk)                                                   | Centrálna banka deklarovala, že sa kurzový záväzok neskončí skôr než v druhom štvrtroku 2017 a zároveň, že k jeho ukončeniu dôjde vo chvíli, keď bude zjavné, že plnenie inflačného cieľa bude udržateľné. Na základe predchádzajúcich analýz sa ukazuje, že by k tomu mohlo dôjsť v polovici roku 2017. Či k tomu vtedy naozaj dôjde, bude záležať na ďalšom vývoji ekonomických indikátorov.<br>Zatiaľ teda nevidíme riziko toho, že by ECB mohla zásadne ovplyvniť naše rozhodnutie opustiť kurzový záväzok.<br>Čo však už ČNB hovorí dlhší čas, čoraz viac rastie riziko nenaplnenia špekulácií na výrazné posilnenie koruny po exite à la švajčiarsky frank, trh koruny je prekúpený. Nemožno vylúčiť nejaké pohyby kurzu na obe strany, to vám nehovorím nič nové. Každopádne náš výhľad je taký, že dlhodobu udržateľnú a ekonomickými ukazovateľmi podloženú posilňovanie reálneho devízového kurzu je okolo 1,5 percenta ročne, čo neznamená žiaden zásadný skok... Centrálna banka je vždy pripravená zasiahnuť.                                               |
| 17.3. | M. Hampl                                                                 | Je pravděpodobné, že to (Pozn.: opuštění kurzového závazku) nastane kolem poloviny                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |

|       |                         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|-------|-------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|       | (Hospodářské noviny)    | <p>roku. Kdybyste se ptal jenom na můj osobní názor, na rozdíl od řady tržních hráčů si umím představit, že exit může nastat i o chvíli později. Opuštění o něco později by nebránilo naplnění cíle a naopak by bylo dle mého názoru bezpečnější.</p> <p>Ano, ale podle mého názoru musíme dát trhu čas na to, najít si nějakou novou rovnováhu. Pokud bude načasování (Pozn.: opuštění kurzového závazku) správné, ani hledání rovnováhy nemusí trvat dlouho. Můžete si ale říci: Co když se objeví rovnovážná úroveň kurzu, která nebude konzistentní s dosažením inflačního cíle? To nemohu úplně vyloučit. Pak by to znamenalo, že jsme udělali manévr ve špatném okamžiku a intervence budou potřeba déle.</p> <p>Tato ekonomika může žít s úrokovými sazbami vyššími i nižšími než v eurozóně. Obojí jsme si vyzkoušeli.</p> <p>Počítáme s tím, že pokud se po opuštění kurzového závazku měnové podmínky prostřednictvím kurzu trochu zpřísní, je docela dobře představitelné, že v rozmezí několika měsíců až čtvrtletí půjdeme se sazbami nahoru. Budeme totiž konečně v normální situaci. To je za jistých okolností představitelné i v druhé půlce tohoto roku a v roce 2018.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| 18.3. | J. Rusnok<br>(deník.cz) | <p>Stáli bychom před dilematem, jak dál (Pozn.: zda intervence po opuštění znovu opakovat). Centrální úrokové sazby jsou na nule, leda bychom s nimi šli do minusu, což je problematické a pro nás, zdá se, ne úplně vhodné. A opět zavést kurzový závazek? Jak vysoký by měl být a jak dlouho by měl platit? Debaty, které vedeme, jsou prostě velmi složité a co rozhodně nechceme udělat, je to, že pod tlakem momentálních dojmů, kdy inflace vyskočila nad dvě procenta, šlápneme na brzdu a pak zase rychle na plyn ... V prvním čtvrtletí stále platí náš „tvrdý“ kurzový závazek a v následujícím období budeme netrpělivě čekat na další vývoj. Uvidíme, co nám ukáže březnová inflace a jiné parametry, například mzdy.</p> <p>To je teď ještě těžké říci (Pozn.: zda se budou zvyšovat úrokové sazby již letos). Uvidíme, jaký bude vývoj inflace a kurzu koruny, která nemusí jen posílit, ale může třeba taky oslabit. A v takovém případě růst sazeb vstupuje do hry. Ale znovu říkám, že v tuto chvíli vidíme spíše nějaký časový odstup mezi koncem intervencí a zvýšením sazeb. Proto taky inflaci necháváme trochu „dozrát“, aby byla stálejší...státy s dohánějící ekonomikou, mezi které stále patříme, obecně lépe prospívají s mírně vyšší než s nízkou inflací. Je to celosvětově potvrzená zkušenost tzv. emerging markets, včetně států, jako je Polsko či Maďarsko. Nám tedy nevádí, pokud nyní s inflací trochu přestřelíme dvě procenta, ale zároveň ji udržíme pod třemi procenty.</p> <p>Potenciální ztráta (Pozn.: z titulu přeceňování devizových rezerv) sice vzniknout může, ale účetní ztrátu ČNB měla už dlouhých deset či skoro patnáct let před zavedením intervencí. Šlo o desítky miliard korun a veřejnost o tom tehdy v podstatě ani nevěděla, takže je to svého druhu virtuální problém...jakákoliv účetní ztráta, pokud by vznikla, nebude mít vliv na chod země. Třeba Slovenská národní banka dodneška umožňuje účetní ztrátu, se kterou vstupovala do eurozóny. A žádný vliv to nemělo a nemá. Ztráta centrální banky prostě žádné ohrožení nepřináší.</p> |
| 21.3. | M. Hampl<br>(ihned.cz)  | <p>Dnešní obava, že má ekonomika příliš mnoho pojistek proti spekulantům, mi prostě přijde přepjatá. Co jiného jsou devizové rezervy než obrana proti stádnímu, fundamentálně nepodmíněnému chování trhů, které se může kdykoli v budoucnu opakovat? Pro mě je to něco jako trochu lepší pojištění, byť taková pojistka samozřejmě není zadarmo.</p> <p>Všichni v této ekonomice se těší, jak budeme bohatnout skrze sílící kurz, a přitom je problémem ztráta centrální banky? Já jako občan této země budu rád, pokud se budeme přibližovat úrovni vyspělých zemí rychleji. A proto bych si vlastně měl přát, aby centrální banka tímto způsobem ztráty vytvářela.</p> <p>Jestli někdo chce centrální banku, která bude zisková, tak chce centrální banku, která bude buď v režimu fixního kurzu, nebo v režimu, kde průběžně oslabuje kurz. Ale to chce, myslím, málokdo. Samotný fakt, že si politická elita nezvykla na to, že jí centrální banka odvádí zisk, dle mého naopak nezávislost banky posiluje.</p> <p>Slovensko je přesně příklad ekonomiky, která hromadila ztráty z přecenění rezerv a byla přijata do eurozóny v roce 2009 s neuhrazenou ztrátou. Pokud vím, ta není uhrazena dodnes.</p> <p>Není to téma, které by daňové poplatníky mělo trápit, protože pokud centrální banka zůstane striktně oddělená od veřejných rozpočtů – což je její definice –, tak se hospodaření centrální banky nerovná hospodaření daňových poplatníků. Čím rychleji budeme bohatnout, tím je pravděpodobnější, že budeme mít nějakou ztrátu, kterou budeme uhrazovat ze svých budoucích výnosů od momentu, kdy už nebudeme bohatnout.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |

|       |                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|-------|------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 22.3. | M. Hampl<br>(Roklen24) | Říkáme, že „tvrdý“ závazek skončí na konci prvního čtvrtletí a že jeho opuštění je pravděpodobné okolo poloviny roku.<br>Čistě z hlediska makroekonomického by vůbec nevadilo, kdyby byl exit o chloupek později než okolo poloviny roku. Ale to je můj názor a prosím, necht' je to tak bráno.<br>... strop logicky nemá (Pozn.: pro nákup devizových rezerv), protože kurzový závazek je nepodmíněný a nutnou podmínkou nepodmíněného závazku je to, že pro velikost své bilance nemáte stanovený žádný limit... Systém, jak je nastaven teď, v zásadě umožňuje řídit nebo spravovat i takové rezervy, které jsou klidně o řád větší, než byly před více než deseti lety. |
|-------|------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

## 8. Reakce a očekávání finančních trhů

**Únorové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno všemi analytiky.** Stabilitu základních sazeb ČNB očekávalo šestnáct analytiků z dotazníků *IOFT* (13.1.), všech třináct analytiků podle šetření agentury *Bloomberg* (30.1.) i všech šestnáct analytiků oslovených agenturou *Thomson Reuters* (1.2.). 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 lehký nárůst sazby 3M PRIBOR. Do poloviny letošního roku se tak pohybuje v souladu s úrovní úrokových sazeb ze stávající prognózy ČNB, se kterou je poté ve 3Q17 konzistentní znatelný 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 0,5 p.b., spread 10R-1R činí 1 p.b. Také výnosy státních dluhopisů se posunuly výše a jsou záporné již jen do splatnosti 2R.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Na březnovém zasedání BR ČNB očekává stabilitu základních sazeb ČNB všech patnáct analytiků z dotazníků *IOFT* (15.3.), všech šestnáct analytiků oslovených agenturou *Thomson Reuters* (17.3.) i všech dvanáct analytiků podle šetření agentury *Bloomberg* (27.3.). Očekávání prvního zvýšení úrokových sazeb jsou rozprostřena do období 4Q17 až 2Q19.

Analytici v šetření *IOFT* i *FECF* očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 26 CZK/EUR, zatímco prognóza ČNB předpokládá pro 1Q18 hodnotu 25,6 CZK/EUR. Okamžik ukončení intervenčního režimu je shodně všemi analytiky očekáván ve 2Q17, viz Tabulka 2.

**Tabulka 2: Očekávání analytiků ohledně směru, rozsahu a časování další změny 2T repo sazby a okamžiku ukončení režimu devizových intervencí dle IOFT (15.3.) a Thomson Reuters (17.3.)**

| 2017 |                                           |      |      | 2018 |             |      |      | 2019 |      |
|------|-------------------------------------------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| 1Q17 | 2Q17                                      | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18        | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 |
|      | ○○○○○<br>○○○○○<br>●●●●●<br>●●●●●<br>●●●●● |      | ↑↑↑  | ↑↑↑  | ↑↑↑↑<br>↑↑↑ |      | ↑    |      | ↑↑   |

### Vysvětlivky:

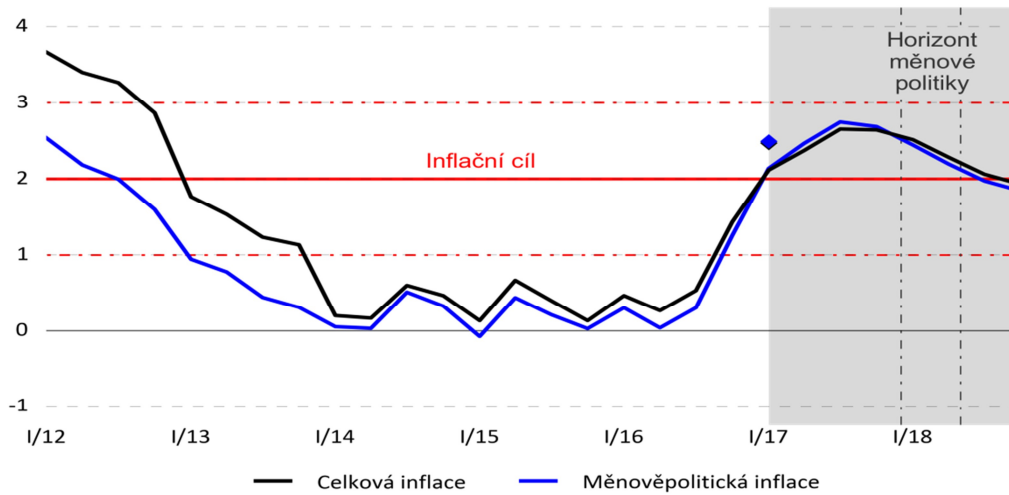
- u úrokových sazeb se jedná o další očekávanou změnu každého analytika ze šetření Thomson Reuters, tzn. počet šipek se shoduje s počtem analytiků, kteří očekávají změnu v horizontu, který pokrývá tabulka
- očekávané změny 2T repo sazby dosahují výše 0,10 až 0,25 p.b. (↑)
- ○ předpokládané ukončení režimu devizových intervencí dle analytiků ze šetření Thomson Reuters
- ● předpokládané ukončení režimu devizových intervencí dle analytiků ze šetření IOFT

## 9. Měnověpolitické doporučení sekce měnové

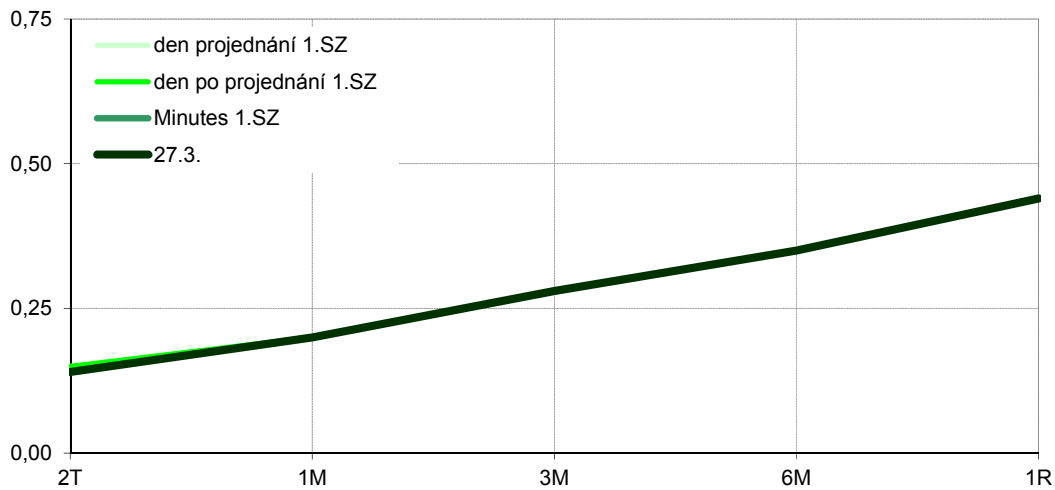
Sekce měnová doporučuje na březnovém měnovém zasedání bankovní rady:

- 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;
- vyhodnotit rizika stávající prognózy inflace pro zbytek letošního roku jako proinflační s tím, že na horizontu měnové politiky – který aktuálně pokrývá druhé a třetí čtvrtletí příštího roku – je však vyznění nově dostupných informací smíšené;
- opět přitom zdůraznit, že podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky zůstává udržitelné plnění inflačního cíle na horizontu měnové politiky;
- již dále nezmiňovat pravděpodobný termín ukončení kurzového závazku;
- explicitně naopak zmínit, že s uplynutím tzv. „tvrdého“ závazku bude pro další kroky České národní banky klíčové posouzení relativní váhy nových protichůdných informací a zohlednění případných dalších analýz a dat;
- konstatovat, že záměr dosáhnout krátkodobého nárůstu inflace nad 2% cíl v rámci jeho tolerančního pásma avizovala ČNB již při samotném zavedení kurzového závazku v závěru roku 2013;
- a že stávající prognóza nárůst inflace nad cíl v letošním roce předvíдалa, došlo k němu však o něco dříve a prozatím ve větší míře, než bylo očekáváno, a to z části vlivem jednorázových cenových vlivů;
- ty se přidaly k nárůstu jádrové inflace, v níž se již delší dobu pozitivně projevuje pokračující růst domácí ekonomiky a mezd a na níž začal v poslední době působit i obnovený růst výrobních cen v eurozóně;
- uvést, že významnou nejistotou prognózy pro období po opuštění kurzového závazku zůstává vývoj kurzu koruny, který může krátkodobě kolísat jedním i druhým směrem;
- a že ČNB bude připravena případné nadměrné výkyvy po ukončení kurzového závazku zmírňovat svými nástroji.

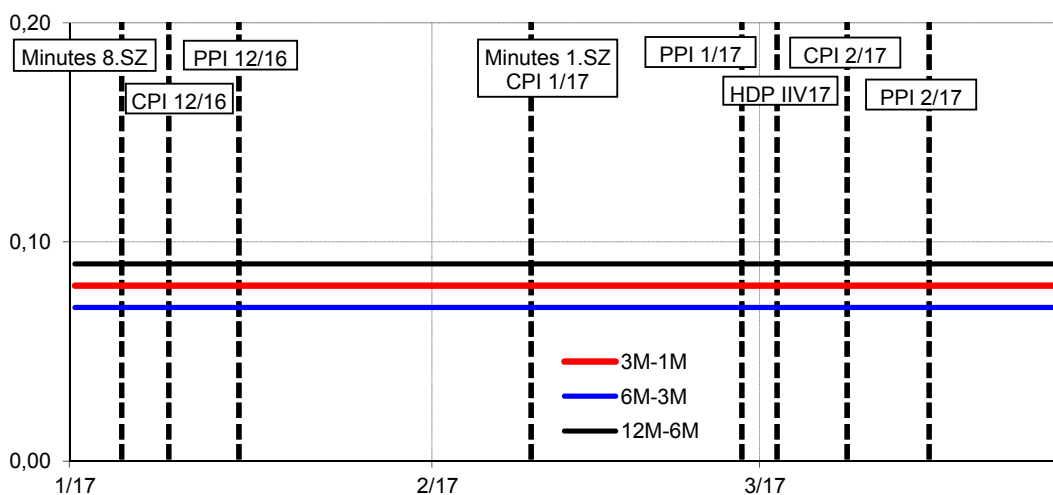
Graf 7: Prognóza inflace z 1. SZ 2016 a cíl ČNB



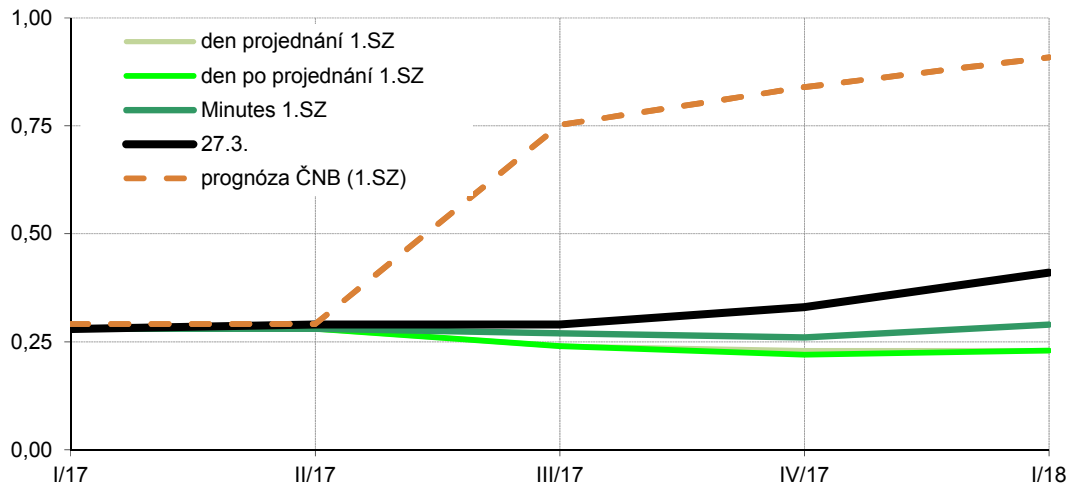
Graf 8: Výnosové křivky PRIBOR



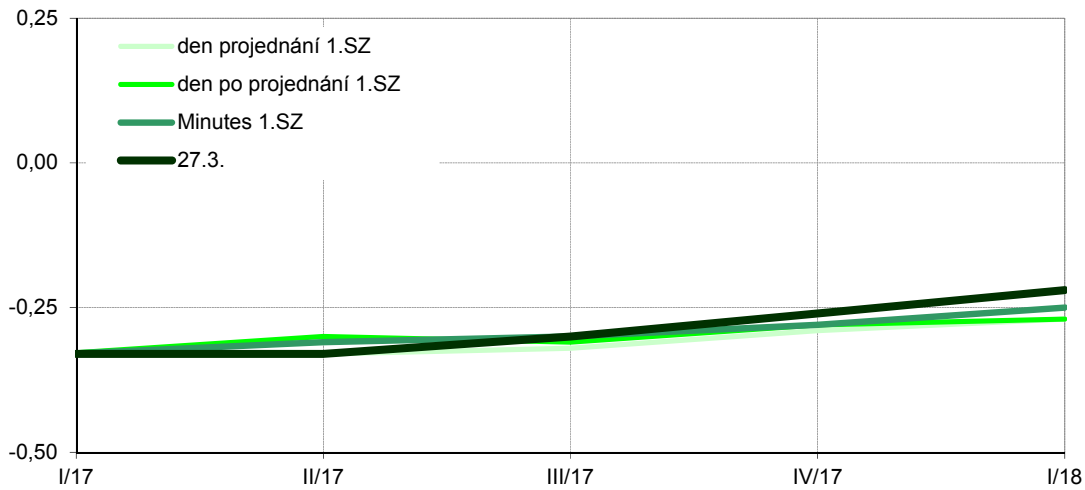
Graf 9: Úroková rozpětí – PRIBOR



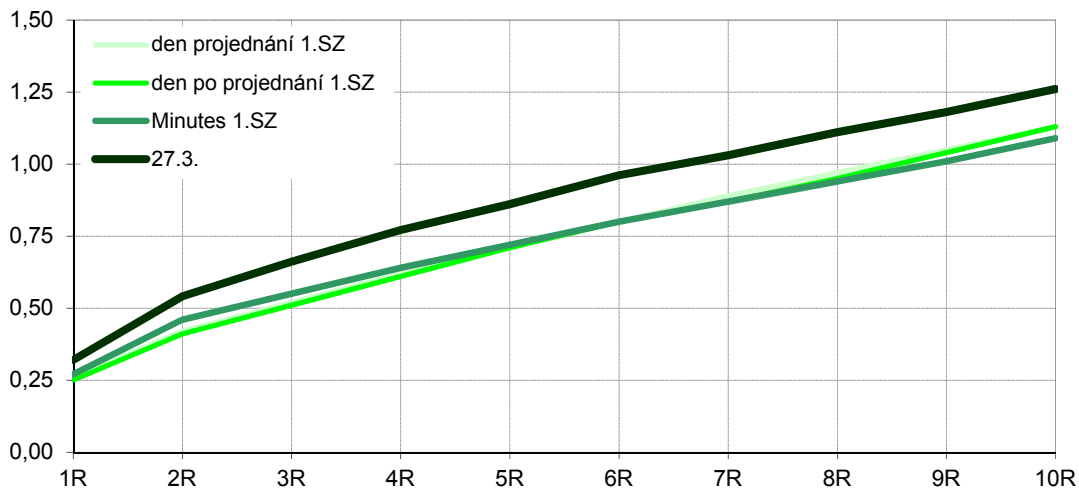
Graf 10: 3M PRIBOR, FRA



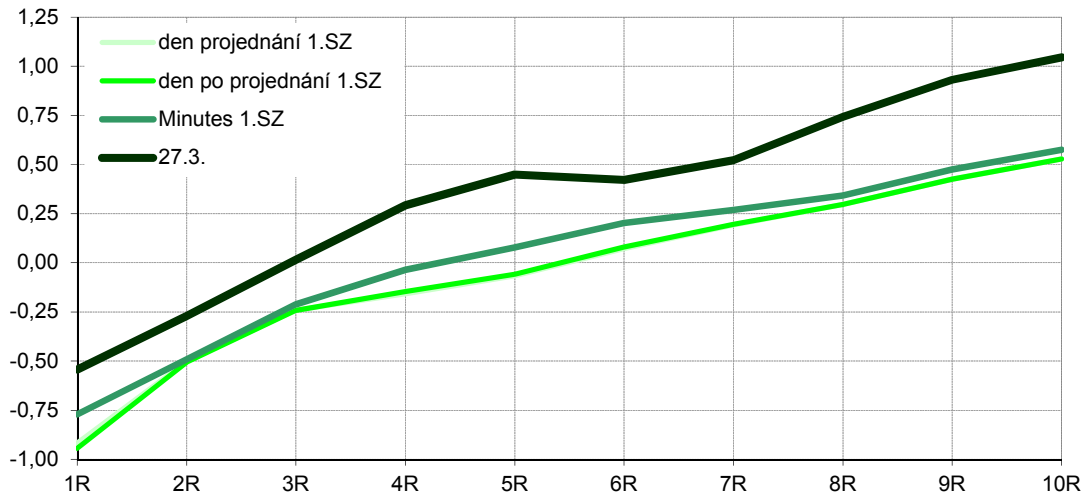
Graf 11: 3M EURIBOR, FRA



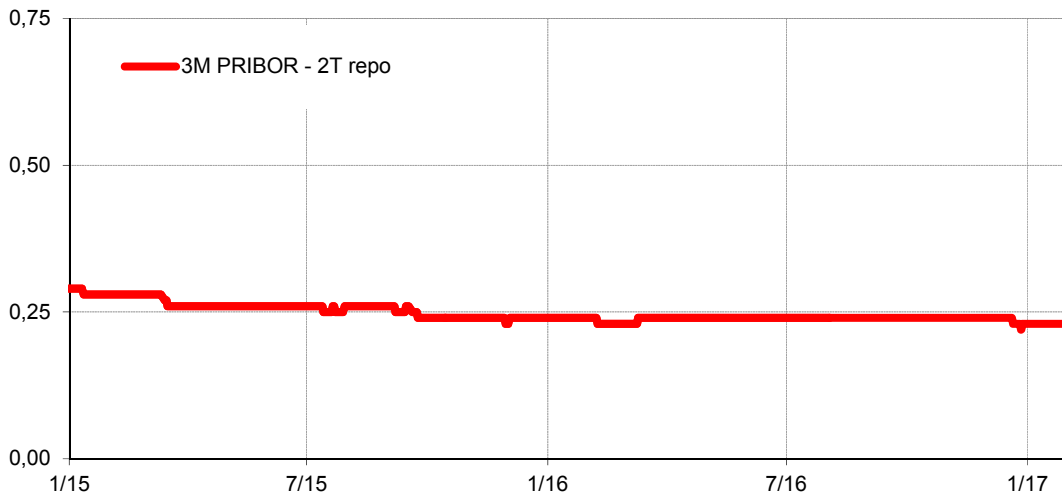
Graf 12: IRS CZK



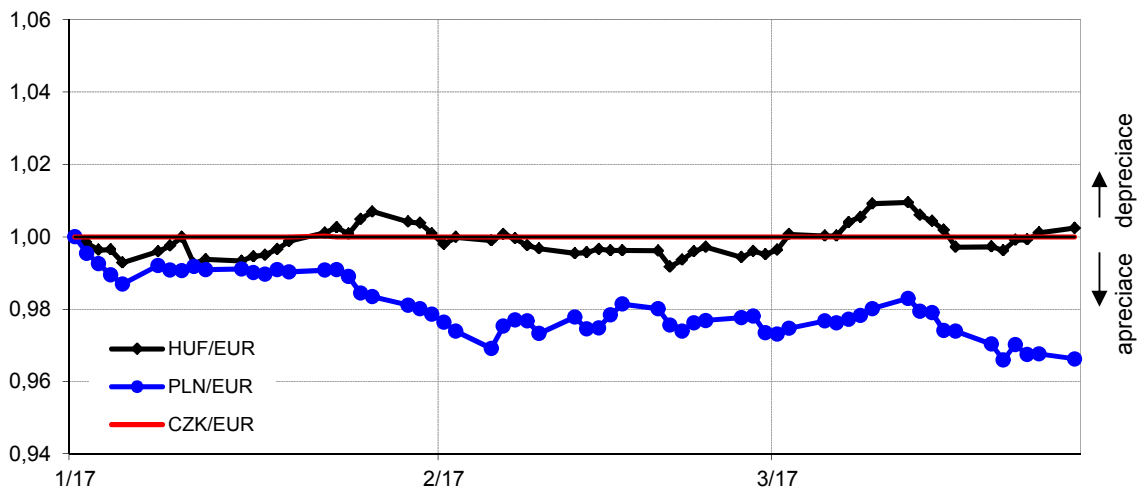
Graf 13: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



Graf 14: Úrokové rozpětí v ČR

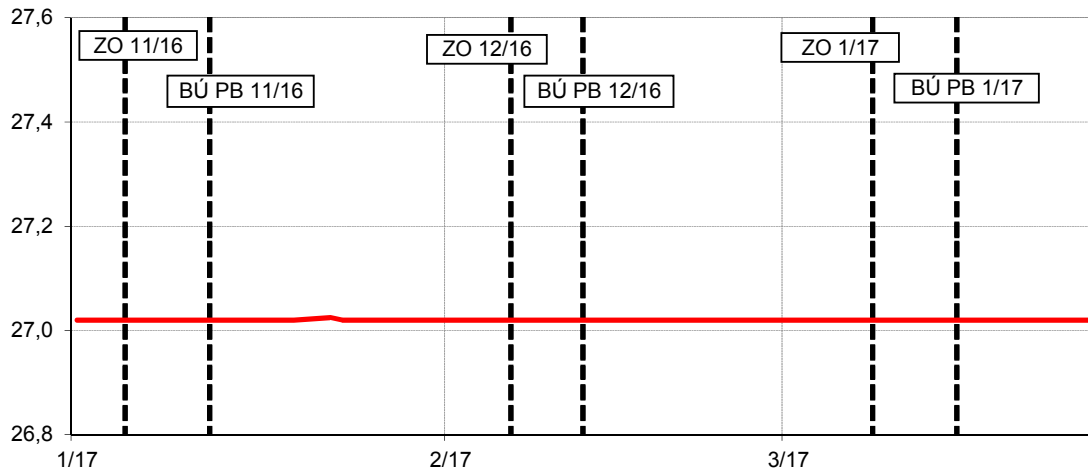


Graf 15: Kurzy středoevropských měn (1.1. = 1,00)

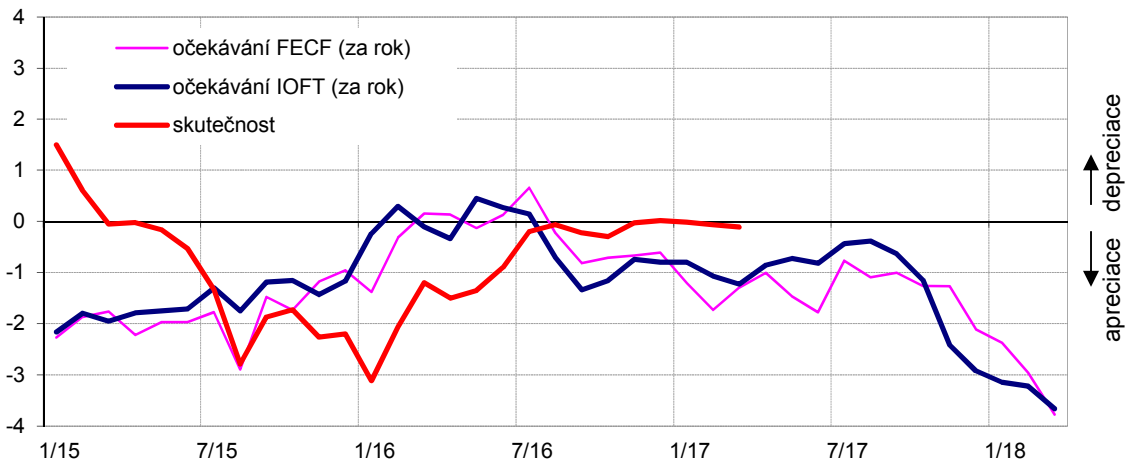




Graf 16: Kurz CZK/EUR

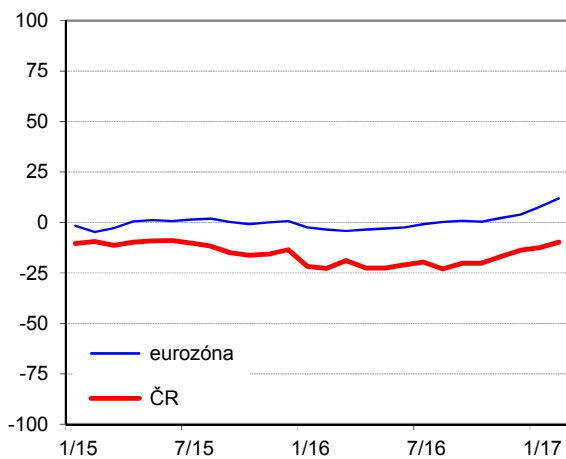


Graf 17: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

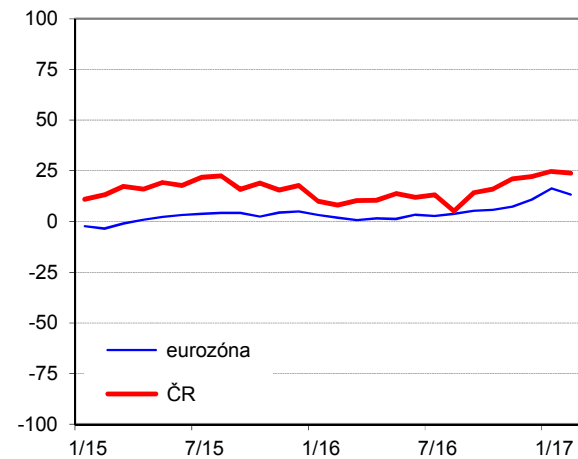


Graf 18: Inflační očekávání a vnímání inflace u domácností (mezinárodní srovnání, saldo odpovědi)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

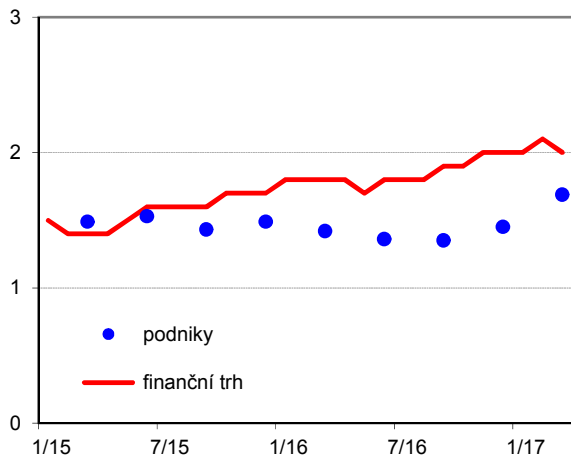


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

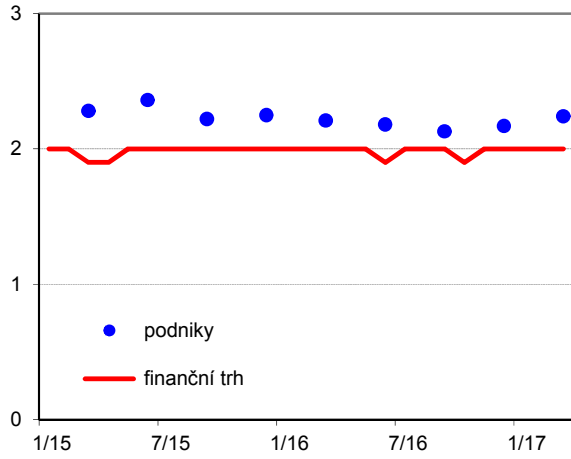


**Graf 19: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %**

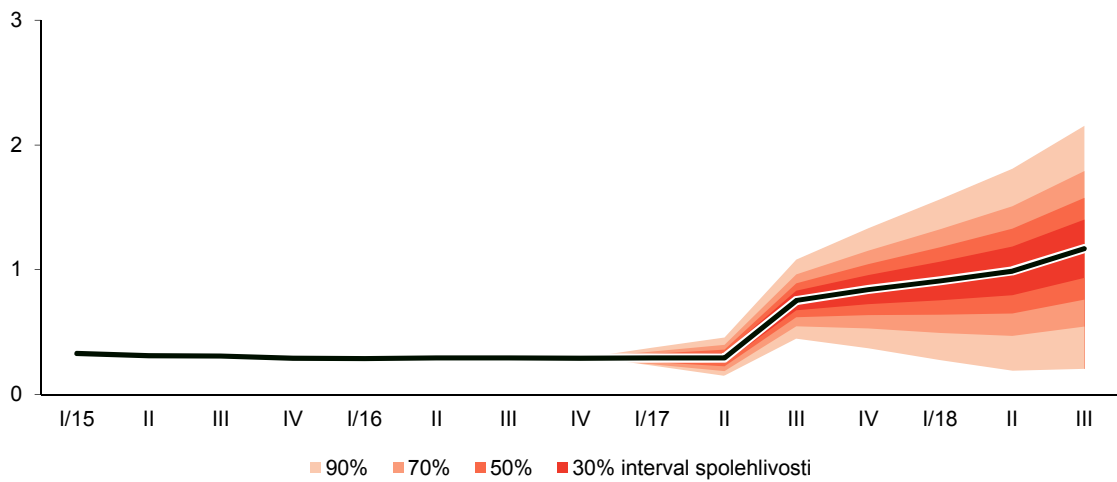
Inflační očekávání v horizontu 1R



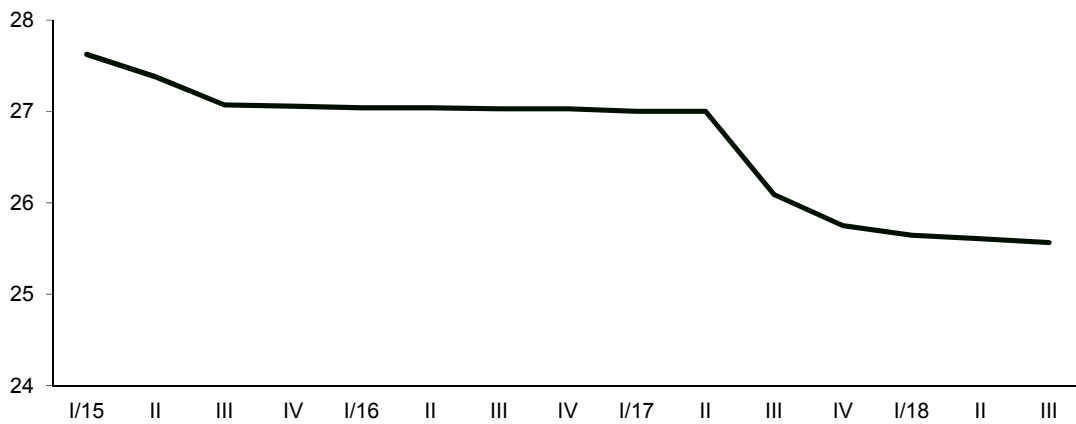
Inflační očekávání v horizontu 3R



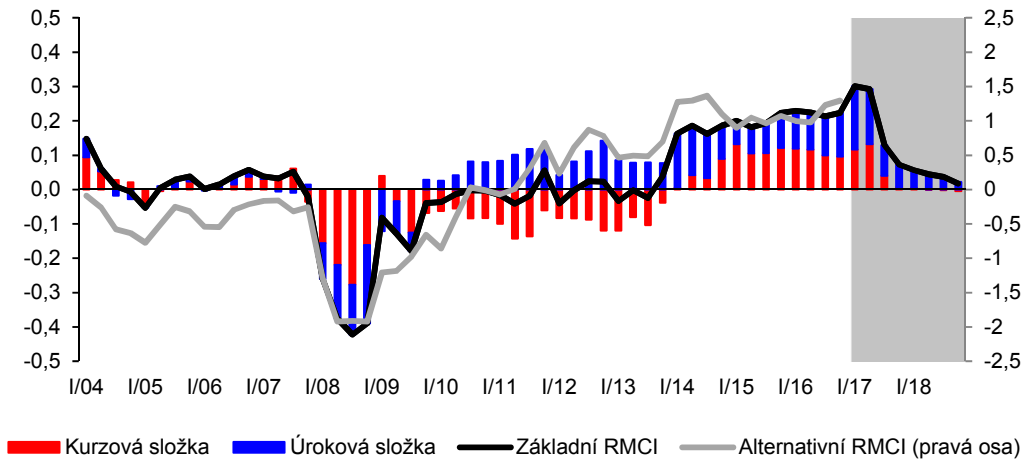
**Graf 20: Vějířový graf úrokových sazeb v %**



**Graf 21: Prognóza měnového kurzu CZK/EUR**



Graf 22: 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