

# Měnověpolitické doporučení pro 3. SZ 2017

Sekce měnová

## 1. Prognóza z 3. SZ 2017

Východiskem pro květnové měnověpolitické zasedání je **nová makroekonomická prognóza ze 3. SZ 2017**. Následující odstavce ve stručnosti shrnují počáteční podmínky, předpoklady a vyznění nové prognózy.

Inflace se v průběhu prvního čtvrtletí 2017 postupně zvyšovala až na březnových 2,6 %. Nárůst spotřebitelských cen byl tažen především zvyšující se jádrovou inflací, v níž se – vedle některých jednorázových vlivů – projevuje zejména obnovení růstu cen zahraničních průmyslových výrobců a inflační tlaky z domácí ekonomiky. Zčásti též vlivem jednorázových vlivů zrychlil i růst cen potravin. Vzrostla rovněž dynamika cen pohonných hmot v důsledku meziročně výrazně vyšších cen ropy na světových trzích. Měnověpolitická inflace ležela o 0,1 procentního bodu nad celkovou inflací vlivem lehce záporného primárního příspěvku změn nepřímých daní.

Dynamika hospodářského růstu v efektivní eurozóně se bude postupně vracet ke zhruba 2 %. Cenový vývoj v eurozóně zohledňoval začátkem roku mimo jiné též silný meziroční nárůst cen ropy a ostatních surovin. S jeho očekávaným odezněním se však sníží i aktuálně výrazný růst cen průmyslových výrobců. Inflace spotřebitelských cen v efektivním vyjádření by letos měla setrvat na oproti nedávné minulosti zvýšených hodnotách a v příštím roce dále zrychlit ke 2 %. Výhled tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR odráží nadále uvolněnou měnovou politiku ECB a na celém horizontu předpovědi se pohybuje v záporných hodnotách. Kurz eura vůči americkému dolaru by měl zůstat zhruba stabilní.

Růst české ekonomiky v letošním roce zrychlí na necelá 3 %, kde setrvá i v roce 2018. Zvyšování domácí ekonomické aktivity bude taženo především robustní dynamikou spotřeby domácností. Investice oživí, a to především díky vývoji ve vládním sektoru. Ekonomika bude nadále profitovat z pokračujícího růstu zahraniční poptávky. Kladný příspěvek čistého vývozu však postupně odezní v důsledku posilujícího kurzu koruny a zrychlení domácí poptávky zvyšujícího dovoz. Pokračující růst domácí ekonomiky se bude projevovat zesilováním napětí na trhu práce. Důsledkem toho bude další zrychlení dynamiky mezd.

Podle prognózy zůstane inflace ve zbytku letošního roku v horní polovině tolerančního pásma. Začátkem příštího roku se inflace sníží k 2% cíli, v jehož těsné blízkosti setrvá i na horizontu měnové politiky, tedy ve druhém a třetím čtvrtletí příštího roku. Ke zvýšené inflaci letos přispívá nejen jádrová inflace, ale i vysoký růst cen potravin a pohonných hmot. Očekávané snížení inflace počátkem roku 2018 bude ovlivněno odezněním jednorázových faktorů z přelomu loňského a letošního roku. Přispěje k němu také zmírnění aktuálně kulminujících nákladových tlaků z trhu práce a protiinflační vliv dovozních cen v návaznosti na prognózované posílení kurzu koruny.

Kurz v prognóze posiluje na celém predikčním horizontu, a to z hodnoty 26,50 CZK/EUR předpokládané pro 2Q2017 na základě pozorování vývoje krátce po exitu až lehce pod 25 CZK/EUR koncem roku 2018. Důvodem prognózovaného zpevnování koruny je mimo jiné pokračující reálná konvergence české ekonomiky k zemím eurozóny. Ve směru posílení

navíc v prognóze působí i kladný úrokový diferencál vůči eurozóně a nákupy aktiv ze strany ECB v průběhu letošního roku. Prognóza kurzu ovšem nebere do úvahy, že jeho posílení může být i v dalších čtvrtletích výrazně tlumeno tzv. překoupeností trhu (tuto situaci reflektuje citlivostní scénář v SZ, resp. část 3 tohoto MPD).

Prognóza předpokládá, že po provedeném exitu bude ČNB při zvyšování úrokových sazeb postupovat obezřetně a úrokové sazby tak ve druhém čtvrtletí 2017 zůstanou na dosavadní úrovni. Následně je s prognózou konzistentní nárůst domácích tržních úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí 2017 (o 0,3 p. b.) a poté i v průběhu příštího roku. Zvyšování sazeb přitom bude zhruba do poloviny příštího roku výrazně limitováno aktuálně pokračujícím kvantitativním uvolňováním ECB.

V průběhu zpracování prognózy bylo identifikováno několik rizik a nejistot. Hlavní nejistotou je vývoj měnového kurzu po ukončení kurzového závazku počátkem dubna 2017. Proto byl zpracován citlivostní scénář (viz část 3 MPD), který ukazuje, jak by se vyvíjely hlavní makroekonomické veličiny v případě pozvolnějšího posilování kurzu ve srovnání s prognózou. Dále byla v průběhu zpracování prognózy identifikována nejistota týkající se trvanlivosti a skladby v poslední době pozorovaných inflačních tlaků.

V souhrnu hodnotí sekce měnová rizika prognózy ve vazbě na aktuální vývoj kurzu a citlivostní scénář jako **proinflační**, resp. jdoucí ve směru potřeby rychlejšího zvyšování úrokových sazeb oproti prognóze.

## **2. Argumenty ve prospěch nižších úrokových sazeb oproti prognóze**

V současné době není identifikován žádný významný argument jdoucí asymetricky v tomto směru.

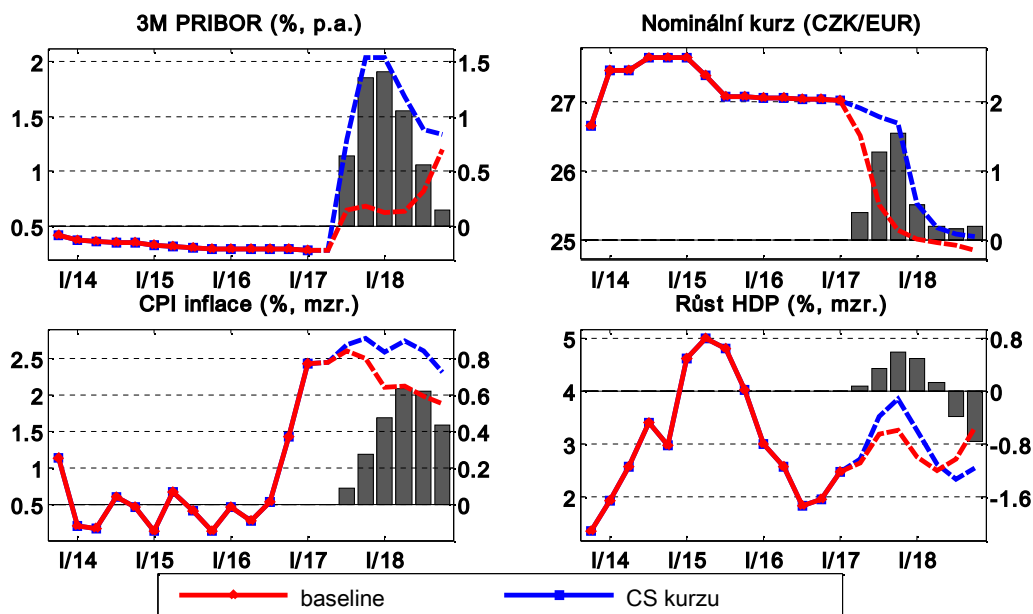
## **3. Argumenty ve prospěch vyšších úrokových sazeb oproti prognóze**

Hlavní nejistotou prognózy zůstává vývoj měnového kurzu, a to i poté, co byl na počátku dubna 2017 ukončen kurzový závazek a dosavadní vývoj koruny je překvapivě klidný. Aktuální úroveň kurzu je přitom slabší v porovnání s hodnotou, kterou předpokládá krátkodobá prognóza pro druhé čtvrtletí 2017. Podobný vývoj by přitom mohl pokračovat i v následujících čtvrtletích. Důvodem je chybějící protistrana pro uzavírání korunových pozic finančními investory v situaci, kdy se řada domácích vývozců před ukončením závazku ČNB zajistila proti kurzovému riziku, a tím fakticky prodala své exportní tržby dopředu. Základní scénář tak na jednu stranu nezohledňuje výrazný nárůst devizových rezerv v důsledku intervencí ČNB na trhu, které byly zejména v prvním čtvrtletí letošního roku masivní, na druhou stranu naopak odráží kvantitativní uvolňování ECB prostřednictvím stínových sazeb. Tím vzniká určitá asymetrie, kvůli níž může základní scénář prognózy nadhodnocovat celkové tlaky na posilování kurzu. Toto riziko bylo kvantifikováno citlivostním scénářem kurzu (viz Graf 1).

Citlivostní scénář kurzu ukazuje dopady pozvolnějšího posilování koruny do konce roku 2017 v porovnání se základním scénářem prognózy, konkrétně posilování z hodnoty 26,9 CZK/EUR ve druhém čtvrtletí až na 26,7 CZK/EUR v závěru letošního roku. Od začátku příštího roku je i v citlivostním scénáři kurz ovlivňován – podobně jako v prognóze – již jen

fundamentálními faktory bez vlivu chybějící protistrany. Citlivostní scénář současně – stejně jako základní scénář – předpokládá stabilitu sazeb ve druhém čtvrtletí 2017 na dosavadní úrovni.

Graf 1: Citlivostní scénář pozvolnějšího posilování kurzu



Obratu k přísnějšímu působení měnových podmínek je v citlivostním scénáři dosaženo – namísto výrazného posílení kurzu – převážně cestou zřetelného nárůstu sazeb. Pozvolnější posilování kurzu totiž tlačí prostřednictvím méně výrazného poklesu dovozních cen na vyšší inflaci oproti prognóze (baseline), tedy na její delší setrvání nad 2% cílem. Úrokové sazby tak již během druhé poloviny roku 2017 rostou až na 2 %, kde setrvávají i na začátku roku 2018. Oproti prognóze slabší měnový kurz zvyšuje prostřednictvím rychlejší dynamiky vývozu také výhled domácí ekonomické aktivity. S následným započítáním rychlejšího zhodnocování koruny od začátku příštího roku dochází k poklesu úrokových sazeb při pouze pozvolném poklesu inflace směrem k 2% cíli. Citlivostní scénář tak oproti prognóze implikuje odlišný mix zpřísnění úrokové a kurzové složky měnových podmínek, přičemž na počátku jsou celkové měnové podmínky více uvolněné oproti základnímu scénáři a na delším výhledu naopak restriktivnější (viz RMCÍ index pro základní, resp. citlivostní scénář v Grafech 19, resp. 20 na konci tohoto MPD).

Pokud bychom navíc v citlivostním scénáři opustili předpoklad prognózy o stabilitě úrokových sazeb ve druhém čtvrtletí 2017, k rychlému odpoutání od nulové dolní hranice úrokových sazeb by v něm docházelo již v aktuálním (de facto stále ještě exitovém) čtvrtletí. Takový průběh měnového kurzu (jeho relativně umírněné posílení) a úrokových sazeb (jejich brzký a relativně strmý nárůst po exitu) zhruba odpovídal vyznění dřívějších predikcí post-exitového vývoje měnověpolitických veličin před tím, než prognózy začala výrazně ovlivňovat svým prodlouženým programem nákupu aktiv ECB. Pokud by dopady této politiky ECB na měnový kurz byly delší dobu vyvažovány překoupením trhu s korunou, návrat k tomuto vyznění předchozích prognóz by byl logický.

Druhá modifikace citlivostního scénáře (Graf 21 na konci tohoto MPD) předpokládá totožný kurz jako v citlivostním scénáři, avšak při trajektorii úrokových sazeb shodující se po zbytek letošního roku s prognózou. Sazby jsou tedy stabilní ve druhém čtvrtletí a posléze dochází pouze k jejich zvýšení ve třetím čtvrtletí letošního roku. Inflace je v této modifikaci znatelně vyšší proti prognóze i výchozímu citlivostnímu scénáři a na horizontu měnové politiky se

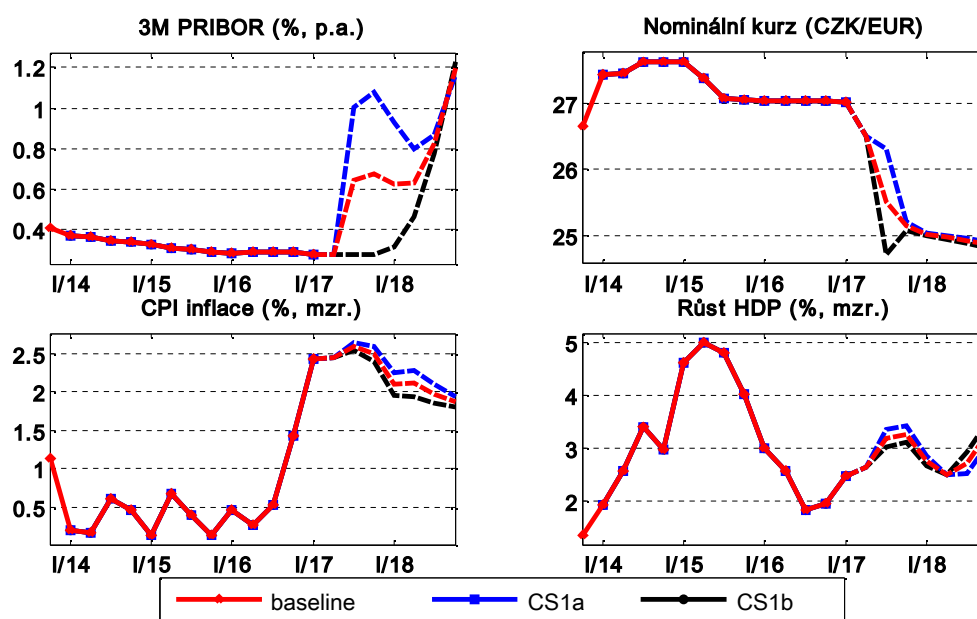
pohybuje jen mírně pod 3 %. Proto v první polovině roku 2018 sazby rychle rostou na hodnotu téměř 1,5 %. Nicméně i tak dochází vlivem pozdější reakce měnové politiky v této modifikaci ke zmíněnému dlouhodobějšímu a výraznějšímu přestřelování inflačního cíle. Tato simulace tak ilustruje „riziko z prodlení“ v doručení adekvátního nastavení měnové politiky.<sup>1</sup>

#### 4. Standardní kurzové citlivostní simulace

Na základě nových makroekonomických dat a nové prognózy byly aktualizovány kurzové citlivostní simulace prezentované již v minulých MPD, které slouží pro zjišťování prahu citlivosti/bolesti ČNB a pro související připravenost ČNB reagovat na tržní vývoj v režimu řízeného plování měnového kurzu (resp. jsou vodítkem pro stanovení mandátu sekce bankovních obchodů).

**První simulace** ukazuje, že **neočekávané rychlé zhodnocení kurzu na úroveň lehce pod 25 CZK/EUR** ve 3. čtvrtletí by znemožnilo zvyšování úrokových sazeb pro zbytek letošního roku (viz Graf 2, CS1b – černá čára). Symetrická druhá varianta této simulace zobrazuje reciproční dopad **krátkodobého mírnějšího posílení kurzu proti prognóze** (CS1a – modrá čára). To by si vyžádalo ve srovnání se základním scénářem znatelně výraznější růst sazeb ve druhé polovině letošního roku. V obou případech jsou přitom tyto krátkodobé a „poměrně malé“ odchylky kurzu od prognózy vyvažovány 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 2: Dopady neočekávaného umírněného vychýlení kurzu od prognózy

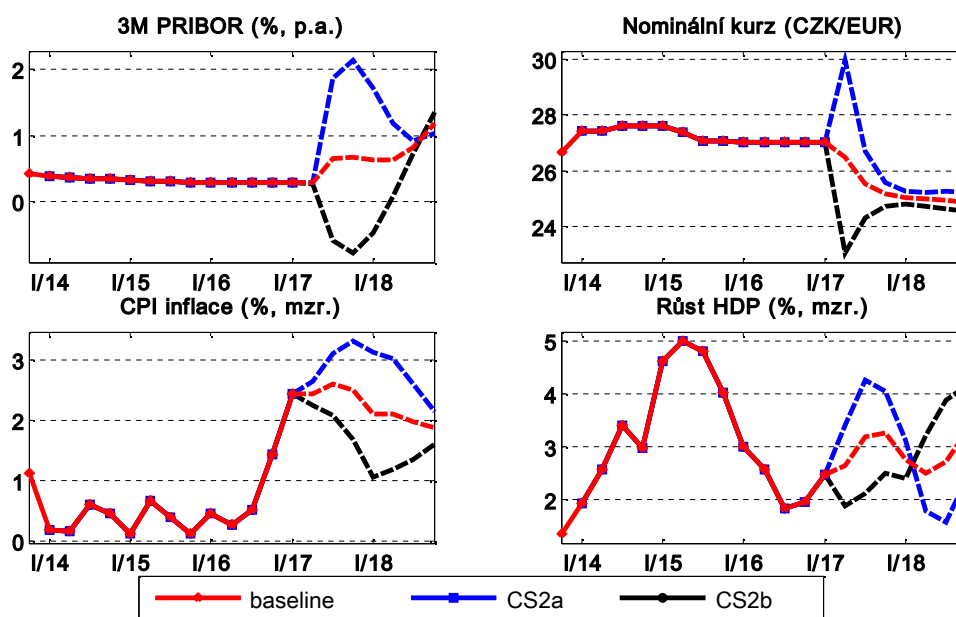


**Druhá simulace** je s ohledem na pozorovanou překoupenost trhu s korunou motivována úvahou o potenciálně silném vlivu tzv. „absence protistrany“ pro uzavírání korunových pozic investorů, která vede k dočasné výrazné depreciaci koruny nad 27 CZK/EUR. **Neočekávané výrazné oslabení kurzu až nad 30 CZK/EUR** by dle této simulace (viz Graf 3, CS2a –

<sup>1</sup> Pokud by sazby zůstaly po zbytek letošního roku dokonce zcela beze změny a kurz následoval zhruba trajektorii z citlivostního scénáře, pak by k obratu ve vývoji inflace na prognóze vůbec nedošlo a ta by na horizontu měnové politiky znatelně překročila horní hranici tolerančního pásma cíle.

modrá čára) vedlo na horizontu měnové politiky k přestřelování horní hranice tolerančního pásma inflačního cíle. S tím by byl konzistentní velmi rychlý nárůst úrokových sazeb vysoko nad 2 % ve zbytku letošního roku. Analogicky opačná varianta simulace zobrazuje dopad **neočekávaného výrazného posílení kurzu** oproti základnímu scénáři (CS2b) ve třetím čtvrtletí letošního roku **až téměř k úrovni 23 CZK/EUR**. To by vedlo na horizontu měnové politiky k podstřelování dolní hranice inflačního cíle a vyvolávalo by nutnost hypotetického snížení sazeb hluboko do záporu.<sup>2</sup> Obě tyto extrémní varianty jsou však málo pravděpodobné, protože proti takto skokovému pohybu kurzu by ČNB zakročila svými nástroji (zejména intervencemi) v rámci režimu řízeného plování kurzu. Obě varianty vývoje kurzu v této simulaci se přirozeně projevují i ve výrazně odlišném vývoji HDP oproti prognóze.

Graf 3: Dopady neočekávaného výrazného vychýlení kurzu od prognózy



## 5. Další měnověpolitické úvahy

Na mimořádném měnověpolitickém zasedání 6. dubna 2017 rozhodla bankovní rada s okamžitou platností ukončit kurzový závazek ČNB. Ukončení kurzového závazku je chápáno a komunikováno jako první krok ke zmírnění doposud velmi uvolněného nastavení měnových podmínek, resp. k jejich postupné normalizaci. Současně tím došlo k návratu do standardního režimu měnové politiky, v němž jsou hlavním nástrojem centrální banky úrokové sazby.

ČNB přitom záměrně načasovala exit až do chvíle, kdy je potřeba začít zpřísňovat měnové podmínky, neboť si chtěla vytvořit dostatečný prostor pro případné zřetelné posílení kurzu. Po něm by navíc bylo možné odpoutat se od nulové dolní meze úrokových sazeb. Není proto překvapivé, že nová prognóza obsahuje rychlý posun měnových podmínek do neutrálního působení, které přispívá k návratu inflace do těsné blízkosti inflačního cíle začátkem příštího roku, resp. k jejímu setrvání na těchto hladinách na horizontu měnové politiky. Neutralizace měnových podmínek je přitom v prognóze zajišťována především očekávaným posilováním kurzu, podloženým ekonomickými fundamenty, k němuž dochází již počínaje druhým

<sup>2</sup> Snížení sazeb do záporu by bylo „v praxi“ zřejmě substituováno opětovným zahájením používání kurzu jako nástroje měnové politiky.

čtvrtletím letošního roku. V realitě je nicméně posilování kurzu prozatím brzděno vlivem „chybějící protistrany“, kterou prognóza nezohledňuje. Jak naznačuje citlivostní scénář kurzu (a jeho modifikace), měla by být měnová politika připravena na to, že může být relativně záhy potřeba zvyšovat úrokové sazby a tím pružně kompenzovat případné delší setrvávání kurzu poblíž současných hladin.

Nicméně jsme stále velmi krátce po exitu. Dosavadní překvapivě klidný vývoj kurzu je nutno považovat prozatím jen za krátkodobou a potenciálně nestabilní rovnováhu, kterou bychom neměli vlastními kroky narušit. Přitom stále platí „risk-management“ úvaha z minulého měnověpolitického doporučení, že větší chybou by bylo předčasné nadměrné zpřísnění měnových podmínek než jejich pozvolnější zpřísnění oproti predikci, které umíme následně snáze korigovat. Proto sekce měnová nenavrhuje na květnovém měnovém zasedání bankovní rady měnit úrokové sazby. Zároveň zatím nepovažuje – ve shodě se sekci bankovních obchodů – za vhodné, aby byla podstatně měněna dosavadní komunikace ČNB ohledně obezřetného přístupu k budoucímu zvyšování úrokových sazeb.

Navrhuje se však nadále komunikovat, že ukončení kurzového závazku bylo prvním krokem k postupnému zmírňování uvolněnosti měnových podmínek; přitom centrální banka může na neočekávaný vývoj kurzové složky reagovat úpravou složky úrokové. Není totiž vhodné se vnitřně ani z hlediska komunikace navenek „zamknout“ v pozici, že provedením exitu má měnová politika pro letošní rok víceméně odpracováno. „Riziko z prodloužení“ při zpřísnění měnové politiky sice zatím není velké ani akutní (viz výše), zvláště ve srovnání s přetrvávající nejistotou ohledně možných výkyvů kurzu v post-exitové fázi; je však jasné, že v současném stavu, kdy máme stabilní kurz a stabilní nízké sazby, nemůžeme zůstat navždy. Odpoutání se od nulové dolní meze úrokových sazeb bylo konec konců od počátku jedním z cílů přijetí kurzového závazku v listopadu 2013, a jeho pravděpodobnou realizaci v dalším průběhu letošního tak bude možno chápat i jako potvrzení úspěšnosti exitu.

Posun k neutrálnímu nastavení měnových podmínek spojený s postupným zvyšováním úrokových sazeb bude navíc představovat pozitivní vývoj i z hlediska finanční stability, resp. makroprudenční politiky.

## 6. Vyjádření sekce bankovních obchodů

Na mimořádném měnovém zasedání 6. dubna došlo ke zrušení kurzového závazku, což vedlo k bezprostřednímu nárůstu volatility a mírnému posílení koruny. Rozsah pohybu kurzu byl překvapivě mírný, když očekávané zavírání spekulativních pozic tlumilo jednak jen mělké prvotní posílení kurzu (nebyl zisk, který by stálo za to zavřít) a zároveň byl pozorován nečekaně silný zájem o nákup korun od domácích i zahraničních korporací a také od jiných spekulantů. Domníváme se, že objem spekulativních pozic na trhu je stále velký, i když jej nejsme schopni přesněji definovat. Zároveň si myslíme, že se tento objem mírně snížil v porovnání s jeho velikostí v době exitu.

Na trhu derivátů došlo k normalizaci, zejména na krátkém konci křivky, kde byla distorze největší. Před exitem se korunový implikovaný výnos v tomto segmentu křivky pohyboval i kolem -30 %, postupně se usadil na -3 %. Na dlouhém konci forwardové křivky se implikovaný výnos pohybuje zhruba kolem -0,5 až -1 %. Podobnou korekcí prošla i křivka vládních dluhopisů. Například výnos ročního dluhopisu se zvýšil o cca 50 bodů na zhruba -0,55 %, desetiletý o zhruba 10 bodů na 0,95 %.

Současný vývoj kurzu po zrušení kurzového závazku je velmi umírněný, ale je třeba si uvědomit, že objem spekulativních pozic je velký, a tedy stále může nastat prudký pohyb

kurzu. Logičtější by byl spíše směrem na slabší stranu, kdyby se koncentroval zájem o zavírání pozic do krátkého časového období. Domníváme se, že takovým obdobím, kdy by najednou byl splatný větší objem forwardů, otevřených dříve spekulativně na exit, by mohla být doba kolem nadcházejícího měnového jednání. Vzhledem k zatím jen velmi mírnému posílení koruny totiž může řada spekulantů volit raději odchod z pozice, než si prodloužit její financování zobchodováním dalšího forwardu s pozdějším datem splatnosti za pokračující distorze na derivátovém trhu. Případné oslabení by mělo být spíše dočasné, v delším horizontu čekáme spíše postupné posilování koruny. Z toho důvodu by nebylo podle nás šťastné na případné oslabení kurzu unáhleně reagovat zvýšením úrokových sazeb, protože tím se zvýší náš práh citlivosti na silnější stranu kurzu, což může implikovat delší období, ve kterém by reálně hrozily intervence.

Jsme toho názoru, že na trhu momentálně panuje relativně křehká rovnováha a nebylo by vhodné ji narušovat nadměrnou komunikací či zásahem do kurzu či úrokových sazeb. Doporučujeme pokračovat v naší běžné komunikaci tak, jak jsme ji zahájili po opuštění kurzového závazku.

## 7. Dosavadní komunikace ČNB

Na tiskové konferenci po **březnovém měnověpolitickém zasedání** guvernér ČNB J. Rusnok přednesl *Prohlášení bankovní rady* rekapitulující minulou prognózu a hodnotící nově dostupné informace získané od jejího zpracování. V situaci blížícího se konce takzvaného tvrdého závazku bankovní rada posuzovala, jak tyto nové informace vyznívají z pohledu udržitelnosti plnění 2% inflačního cíle do budoucna. Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy inflace ze Zprávy o inflaci I/2017 pro zbytek letošního roku jako proinflační, pro horizont měnové politiky však označila nově dostupné informace za smíšené.

Na svém **mimořádném měnovém zasedání dne 6. dubna 2017** bankovní rada ukončila kurzový závazek ČNB. V krátkém prohlášení předneseném panem guvernérem bylo konstatováno, že kurz koruny se od této chvíle bude pohybovat dle vývoje nabídky a poptávky na devizovém trhu. V důsledku toho může krátkodobě kolísat jedním i druhým směrem, přičemž ČNB je v případě potřeby připravena možné nadměrné kurzové výkyvy svými nástroji zmírňovat. Pan guvernér zároveň konstatoval, že došlo k naplnění podmínek pro udržitelné plnění dvouprocentního inflačního cíle do budoucna, a pokračování kurzového závazku již tedy není z pohledu dosahování cenové stability nutné. Již není potřeba udržovat měnové podmínky uvolněné v dosavadním rozsahu, přičemž ukončení kurzového závazku je prvním krokem k postupnému zmírňování uvolněnosti měnových podmínek.

V dalších dnech a týdnech se několik členů BR vyjádřilo k měnové politice ČNB, resp. k jejímu budoucímu nastavení (viz Tabulka 1). Jejich prohlášení vyznívala ve smyslu, že kurz po ukončení kurzového závazku může kolísat. Některé jejich výroky rovněž připouštěly možnost zvýšení úrokových sazeb do konce roku.

**Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů bankovní rady v médiích**

6.4.	J. Rusnok (Radiožurnál)	Bude se koruně motat hlava, určitě. A bude se trochu kymáčet na obě strany. Takže počkejme s tím hodnocením. Zatím situace vypadá nadmíru normálně, bych řekl, podle těch rozumných očekávání, takže není důvod nevěřit, že to nebude i nadále, ale je předčasně to hodnotit. Ty výkyvy určitě přijdou, budou větší.  Když vezmu hypoteticky, že budeme mít zhruba stejnou inflaci jako eurozóna, tak potom by měl ten kurz mírně posilovat někde v rozsahu jednoho, dvou procent ročně. To by tak odpovídalo té konvergenci české ekonomiky k eurozóně.  Ne. V tuto chvíli necháme ten kurz opravdu volně nacházet tu svoji správnou hodnotu.
------	----------------------------	--

## Omezený přístup po dobu 6 let

		A je nám jedno, jestli to bude 24 nebo jestli to bude 30. V prvních dnech je nám to úplně jedno.
6.4.	J. Rusnok (ČT24)	Jsme pár hodin po změně nastavení našeho kurzového režimu a určitě přijdou ještě mnohem větší výkyvy, než které jsme zatím viděli. S tím počítáme.
8.4.	M. Hampl (Lidové noviny)	Já bych ale očekával, že s určitým zpožděním po upuštění závazku k růstu sazeb dojde. To je i v souladu s naší predikcí.
10.4.	V. Benda (E15)	Zůstává (Pozn.: kurzový závazek v instrumentáriu ČNB), ale momentálně ho můžeme v „brašně“ nástrojů založit dost hluboko.  Ideální by samozřejmě bylo, kdyby na trhu ani v dalších týdnech a měsících nedocházelo k žádným excesům a kdybychom nemuseli vůbec zasahovat. Jsme ale samozřejmě připraveni i na méně příznivé varianty.  Své prognózy kurzu v tuto chvíli nezveřejňujeme. Až ČNB ucítí, že je možné vrátit se k předchozí praxi zveřejňování prognózy kurzu, aniž by to vyvolávalo víc šumu než užítka, bude o tom veřejnost transparentně informována. Zatím si může každý vybrat z pestré palety prognóz finančních institucí, podle atraktivity a uvěřitelnosti jejich příběhů.
10.4.	J. Rusnok (HN)	Když se inflace prostě bude udržitelně vyvíjet a stabilně se vrátí na požadovanou úroveň někde okolo dvou procent, je logické, že přijdeme k tomu, abychom sazby postupně zvyšovali. Já bych to viděl někdy na přelomu tohoto a příštího roku. Podmínkou je potvrzení toho, že inflace je skutečně generována domácí poptávkou a není to jenom nějaký jednorázový výkyv, ať už cenou ropy, nebo vlivem kvazi daňového opatření typu EET.  Jistě, nějaký zásadní měnový šok by vždy komplikoval situaci, ale ten nenastává. Kdyby případně měl nastávat, my k němu nebudeme chladní. To jsme jasně deklarovali.
11.4.	J. Rusnok (Právo)	Jak dlouho to (Pozn.: než si koruna najde stabilní úroveň) bude trvat, nevíme. Já odhaduju, že to může trvat několik týdnů, ale i měsíc, dva, kdy můžeme být ještě svědky různých výkyvů. To neříká nic o tom, že výkyvy nemohou být i za půl roku, za rok. Ty ovšem mohou být způsobeny nějakými novými impulzy.  Ještě mohou přijít různé události, výkyvy, které mohou být na trhu vidět víc než to, co bylo vidět dosud. To ale neumíme odhadnout.
11.4.	J. Rusnok (idnes.cz)	Ty takzvané pozice, čili množství korun, které nakoupili hráči na trhu, ať už je nazýváme jakkoliv – je těžko říct, kdo je spekulant a kdo je prostě obchodník s devizami –, jsou obrovské. A je jasné, že hledání té, řekněme delší, dlouhodobější rovnováhy kurzu bude trvat déle a může dojít k ještě k mnohem silnějším výkyvům, než jakých jsme zatím svědky.  Já myslím, že to (Pozn.: přechodné období, kdy se koruna bude usazovat) budou nejméně týdny, čili mohou to být až malé jednotky měsíců.
24.4.	J. Rusnok (Respekt)	Zaspekulovat si jistě může každý, ale tohle opravdu nikdo neví. Ano, jsou tu důvody pro to, aby koruna mírně posilovala. Hlavně ten, že česká ekonomika roste o něco rychleji než eurozóna. Ale hádat, jestli zítra bude kurz o korunu víc nebo míň, to mi přijde zbytečné.  To jsou jen modelové předpoklady (Pozn.: že i ČNB ke konci roku čeká kurz pod 26 CZK/EUR). Já na to téma teď nebudu spekulovat. Jak jsem řekl, koruna může posílit, rozumné zdůvodnění by se pro to našlo, ale protože jsme v jakémsi přechodném stadiu od částečně fixovaného kurzu k řízeně plovoucímu kurzu, tak si netroufám žádnou předpověď dělat. Zkrátka nevíme, co se v tom přechodném stadiu může odehrát.  Ano, asi by to dávalo smysl (Pozn.: spíše pevnější kurz koruny po návratu do normální situace). Asi by to zapadalo do scénáře standardního vývoje, který se dá víceméně očekávat.  Ne (Pozn.: že s odlivem spekulativního kapitálu přijdou nějaké spekulativní útoky). Spekulovat a útočit můžete na někoho, kdo je nějak oslaben, a to není náš případ. Zprv, česká ekonomika je teď poměrně silná a zadruhé, silní jsme i my jako Česká národní banka. Jednak tím, že jsme jaksí vždycky dokázali udělat to, co říkáme, takže máme jistou kredibilitu. A pak máme arzenál devizových rezerv. Útočit na někoho, kdo má přece jenom nějaký „atomový kufřík“, není úplně nejlepší strategie.



## 8. Reakce a očekávání finančních trhů

**Březnové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno všemi analytiky.** Stabilitu základních sazeb ČNB očekávalo 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.). Všichni respondenti předpokládali, že příští pohyb úrokových sazeb ČNB bude směrem nahoru, a to nejdříve ve 4Q17. Pokud jde o používání kurzu jako měnového nástroje, tak všichni analytici z průzkumu *IOFT* i *Thomson Reuters* předpokládali jeho ukončení v průběhu 2Q17.

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. Pohybuje se tak zřetelně pod úrovní úrokových sazeb z prognózy ČNB, se kterou je ve třetím čtvrtletí letošního roku konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb.

Sazby **IRS** se po ukončení kurzového závazku na počátku dubna mírně zvýšily ve všech splatnostech. Výnosová křivka sazeb IRS zůstává rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,6 p.b., spread 10R-1R činí 1 p.b. Také výnosy státních dluhopisů se na kratším konci posunuly výše, výnosová křivka je záporná již jen do splatnosti 2R.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Na květnovém zasedání BR ČNB očekává stabilitu základních sazeb ČNB všech šestnáct analytiků z dotazníků *IOFT* (14.4.), všech patnáct analytiků oslovených agenturou *Thomson Reuters* (2.5.) i všech dvacet analytiků podle šetření agentury *Bloomberg* (2.5.). Očekávání prvního zvýšení úrokových sazeb jsou rozprostřena do období 4Q17 až 4Q18, viz Tabulka 2.

**Tabulka 2: Očekávání analytiků ohledně směru, rozsahu a časování další změny 2T repo sazby dle Thomson Reuters (2.5.)**

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

### 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 0,20 až 0,25 p.b. (↑)

Analytici v rámci šetření *IOFT* i *FECF* očekávají, že **kurz** v ročním horizontu posílí k 26 CZK/EUR, zatímco prognóza ČNB předpokládá pro 2Q18 hodnotu 25 CZK/EUR.

## 9. Měnověpolitické doporučení sekce měnové

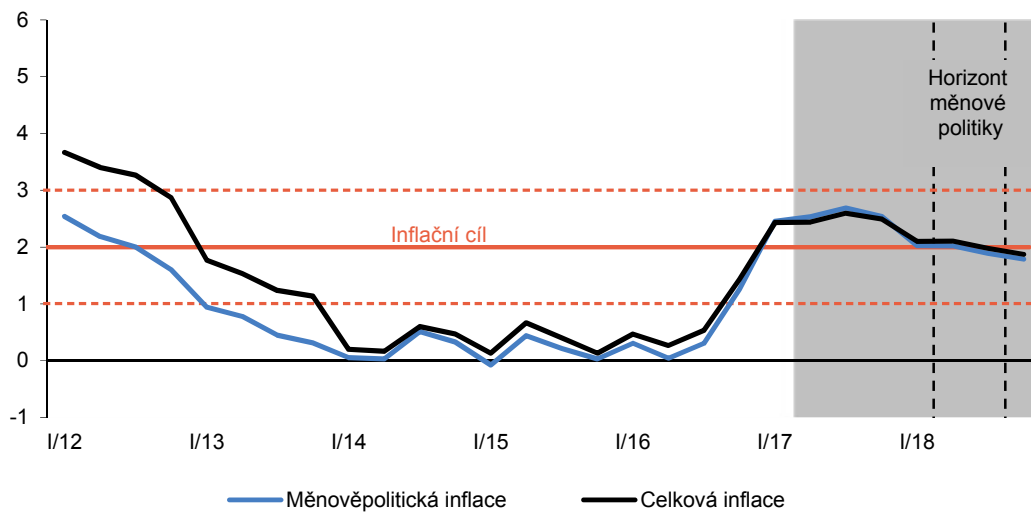
**Sekce měnová doporučuje** na květnovém měnovém zasedání bankovní rady:

- ponechat měnověpolitické úrokové sazby beze změny;
- sdělit, že podle nové prognózy letos inflace setrvá v horní polovině tolerančního pásma cíle, začátkem příštího roku klesne a na horizontu měnové politiky (ve druhém a třetím čtvrtletí roku 2018) se bude nacházet v těsné blízkosti 2% cíle ČNB;

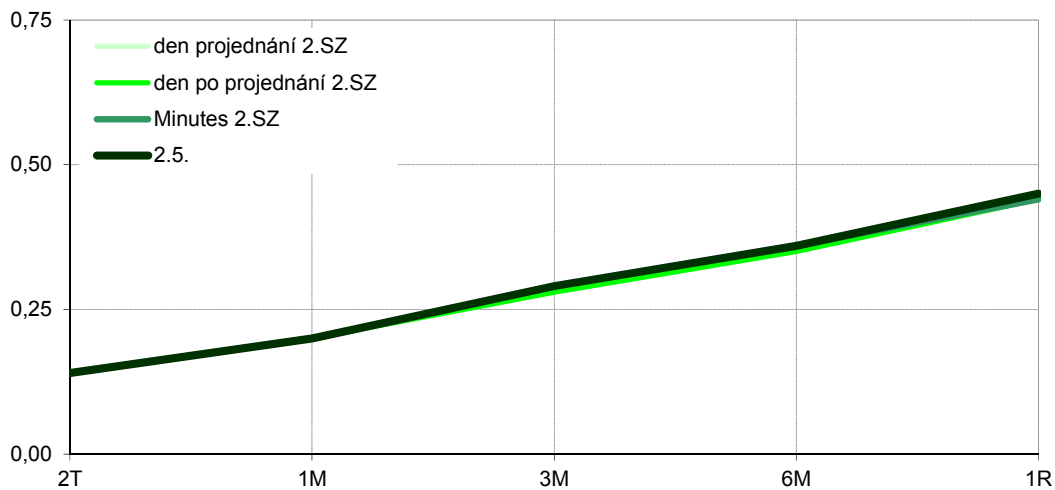
## Omezený přístup po dobu 6 let

- nadále komunikovat, že ukončení kurzového závazku bylo prvním krokem k postupnému zmírňování uvolnění celkových měnových podmínek, přičemž zvyšování úrokových sazeb bude podmíněno vývojem všech klíčových makroekonomických veličin včetně kurzu koruny;
- zmínit, že hlavní nejistotou budoucího vývoje zůstává vývoj měnového kurzu;
- zopakovat, že kurz může po provedení ukončení závazku ČNB kolísat jedním i druhým směrem s tím, že ČNB je i nadále v případě potřeby připravena zmírňovat případné nadměrné kurzové výkyvy svými nástroji.

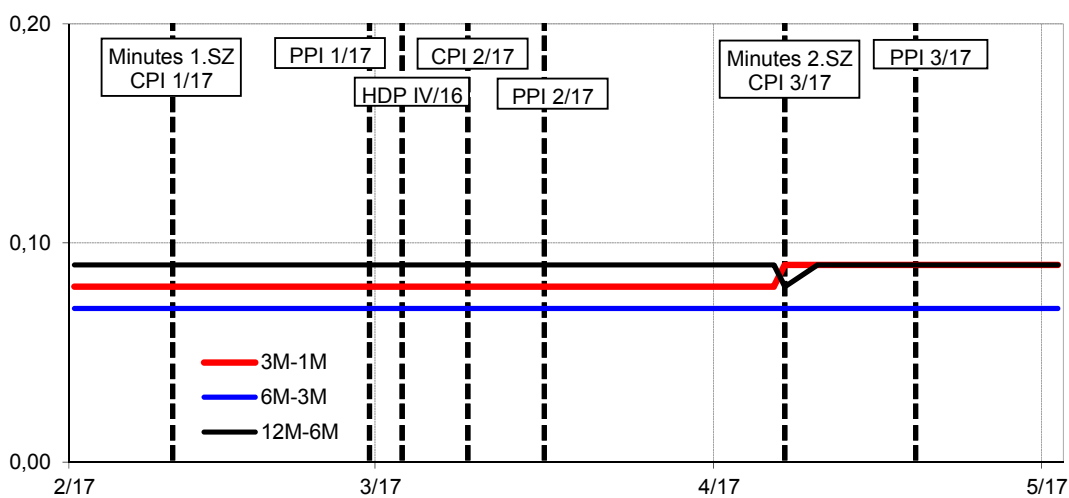
Graf 4: Prognóza inflace z 3. SZ 2017 a cíl ČNB



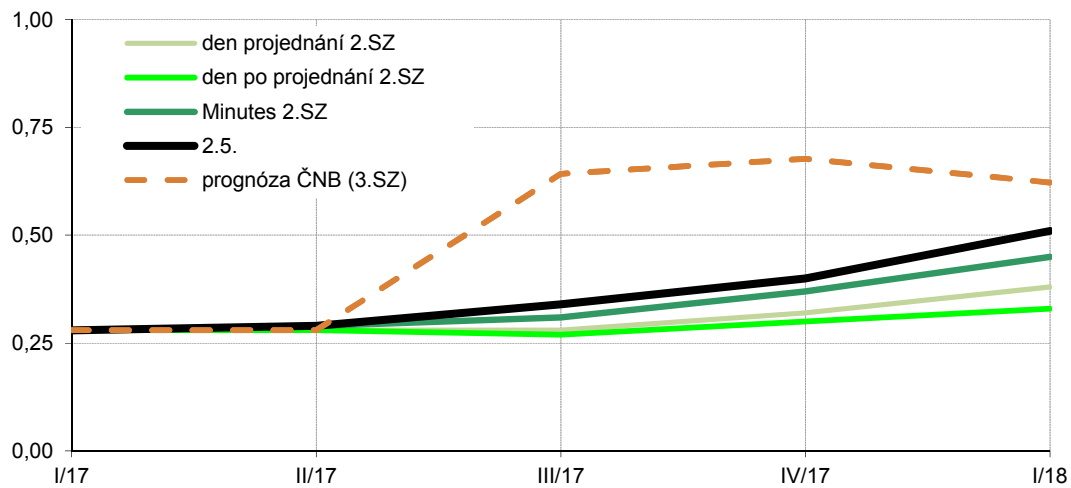
Graf 5: Výnosové křivky PRIBOR



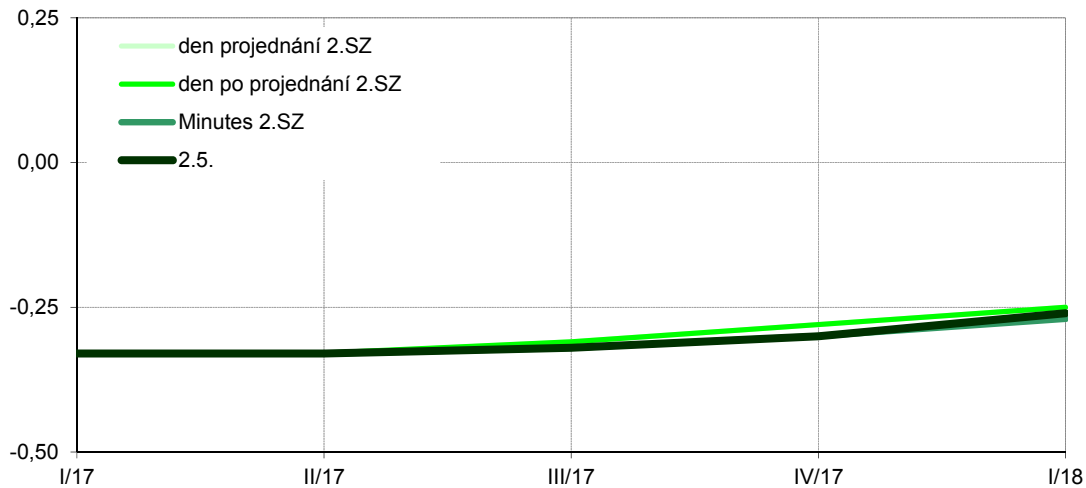
Graf 6: Úroková rozpětí – PRIBOR



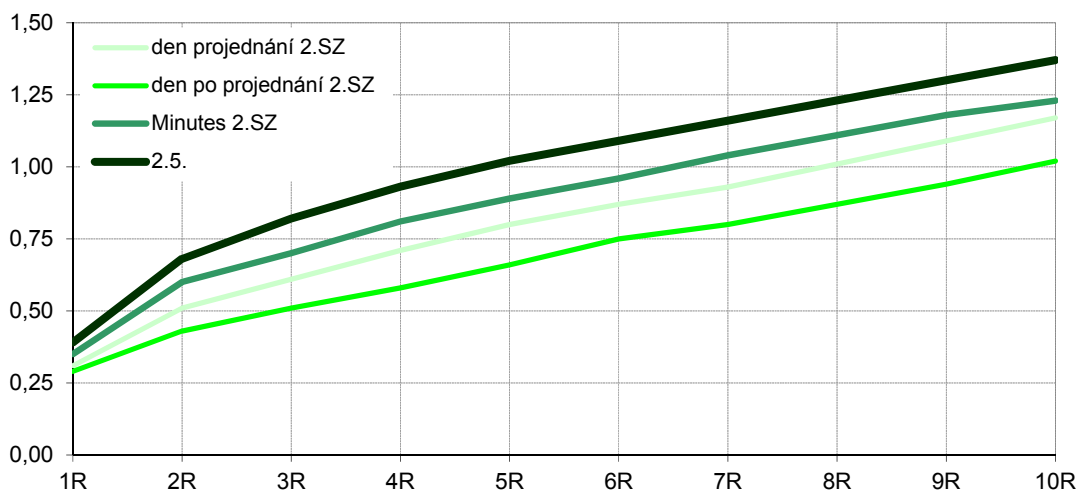
Graf 7: 3M PRIBOR, FRA



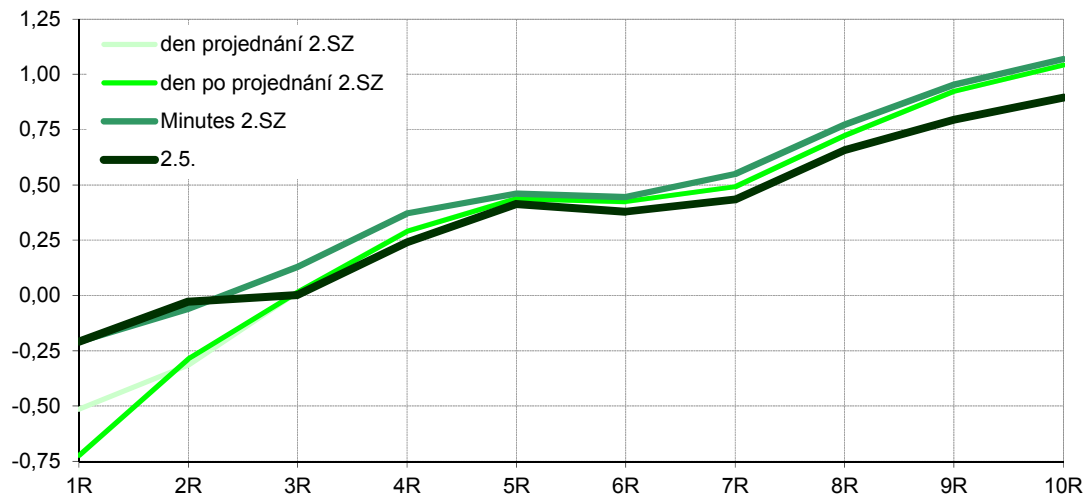
Graf 8: 3M EURIBOR, FRA



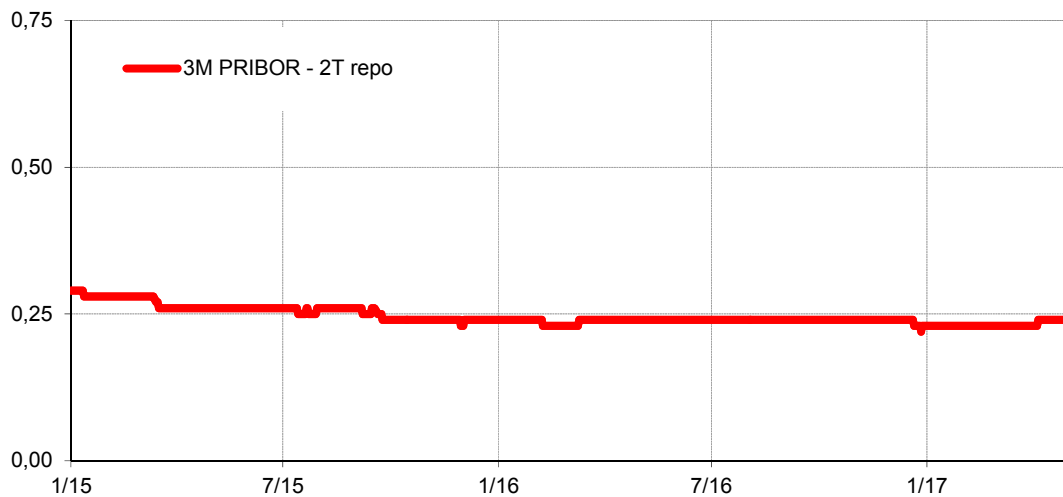
Graf 9: IRS CZK



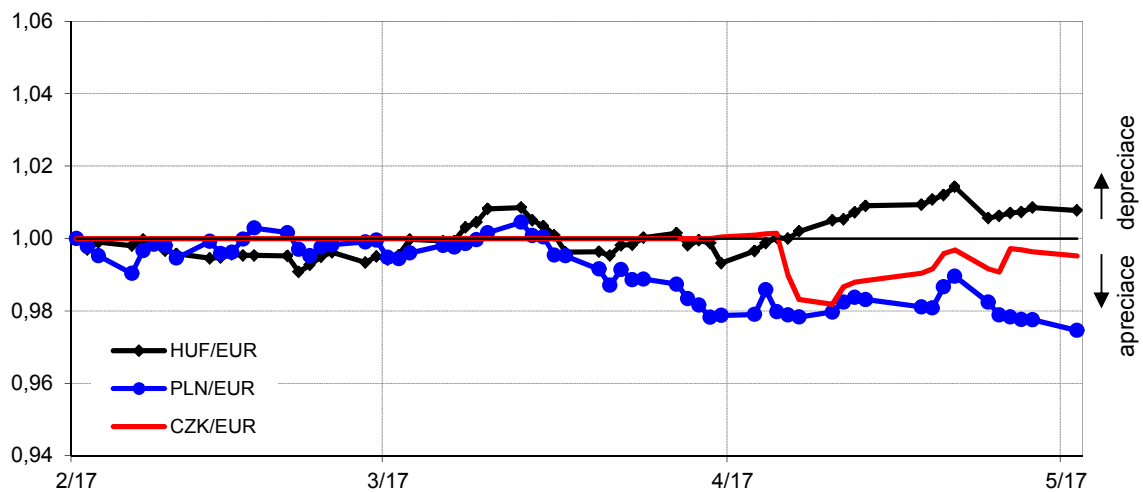
Graf 10: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



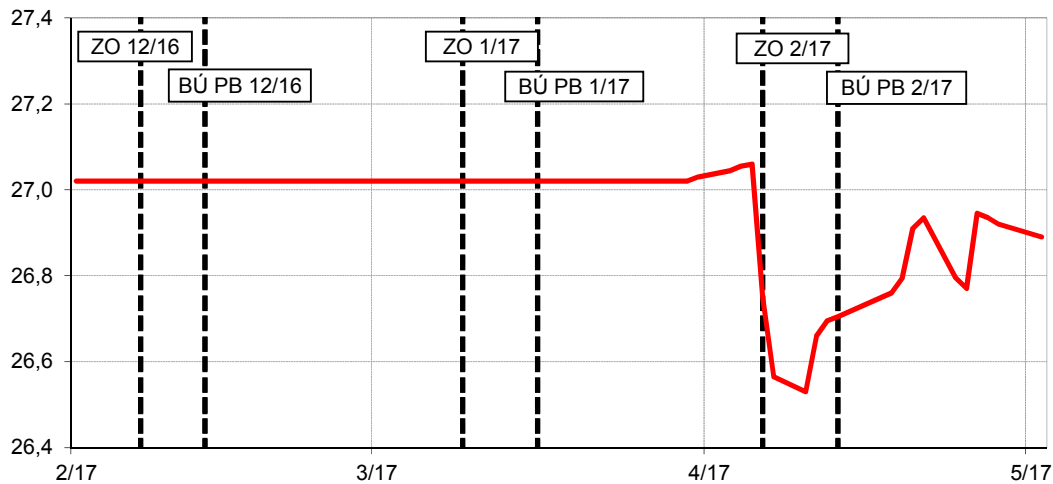
Graf 11: Úrokové rozpětí v ČR



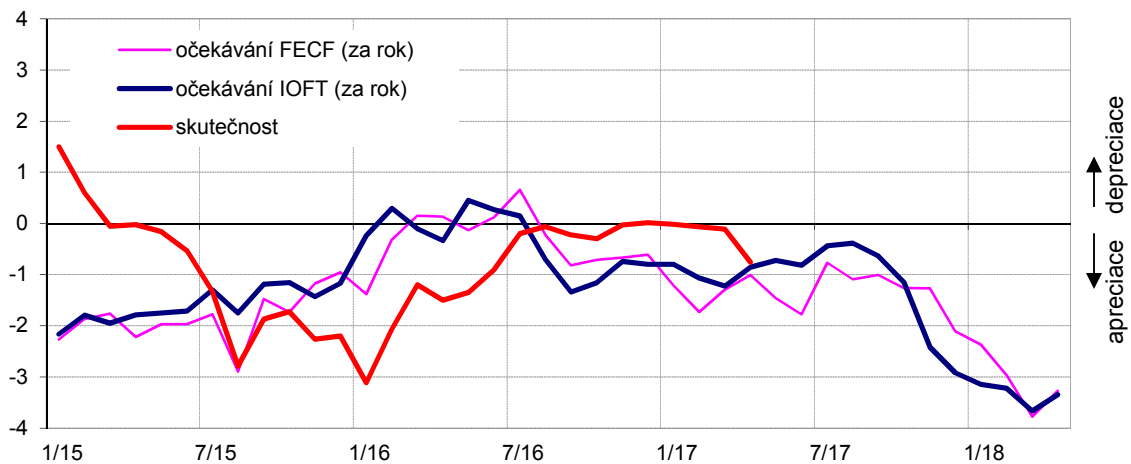
Graf 12: Kurzy středoevropských měn (1.2. = 1,00)



Graf 13: Kurz CZK/EUR

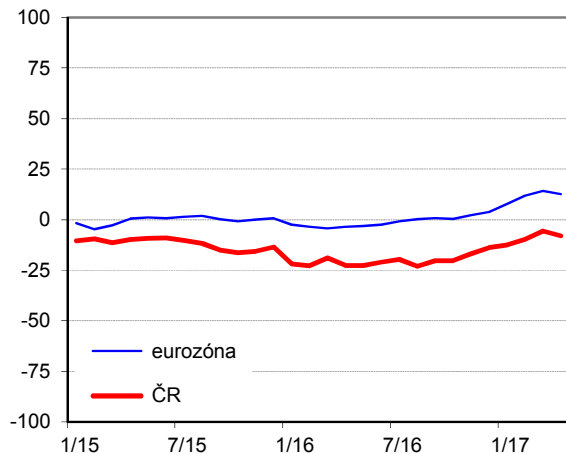


Graf 14: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

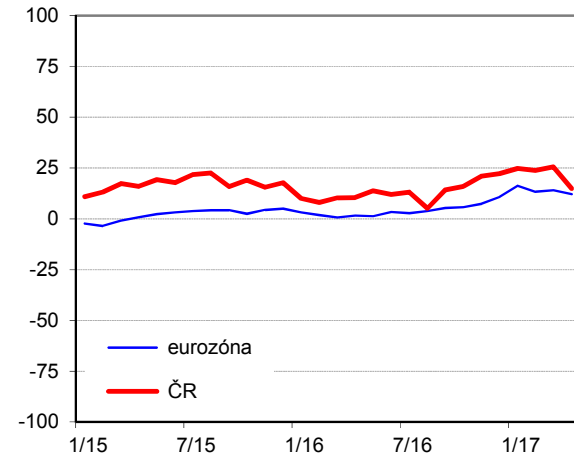


Graf 15: Inflační očekávání a vnímání inflace u domácností (mezinárodní srovnání, saldo odpovědí)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

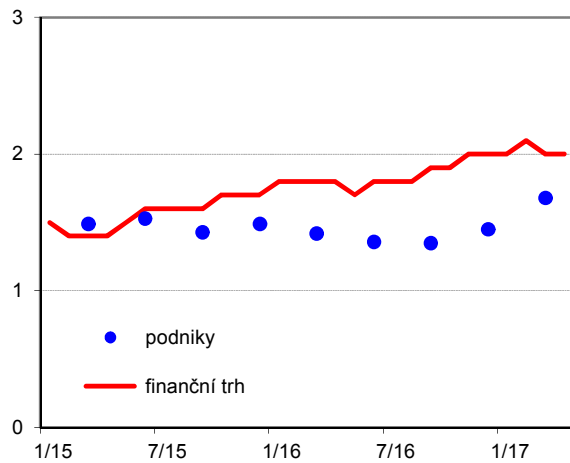


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

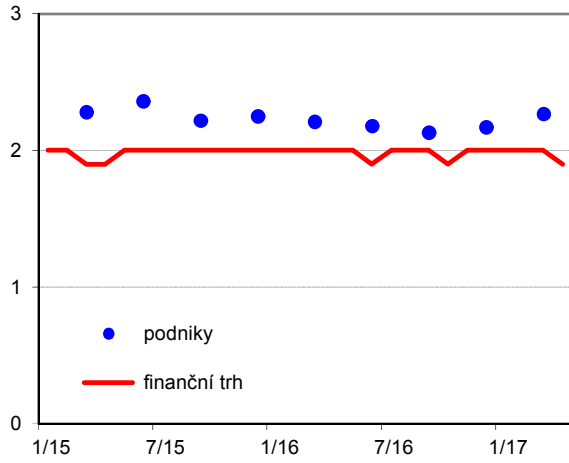


**Graf 16: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %**

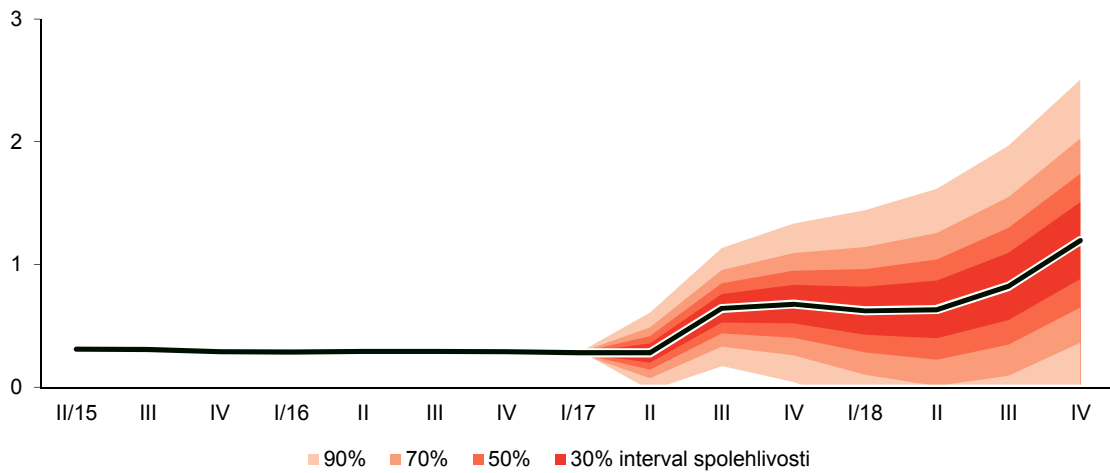
Inflační očekávání v horizontu 1R



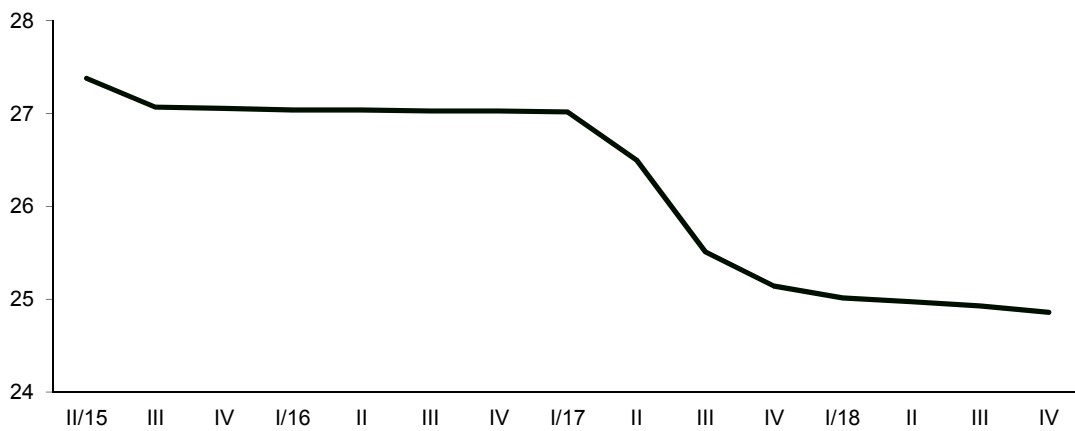
Inflační očekávání v horizontu 3R



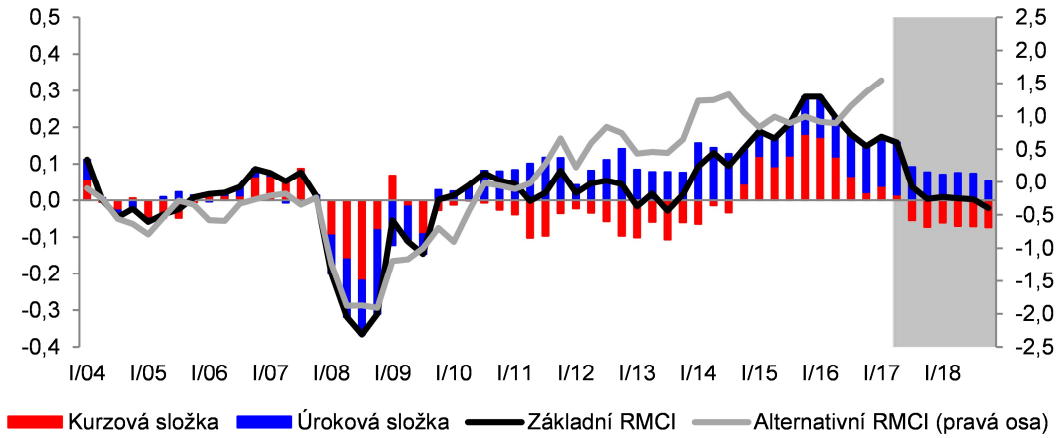
**Graf 17: Vějířový graf úrokových sazeb v %**



**Graf 18: Prognóza měnového kurzu CZK/EUR**

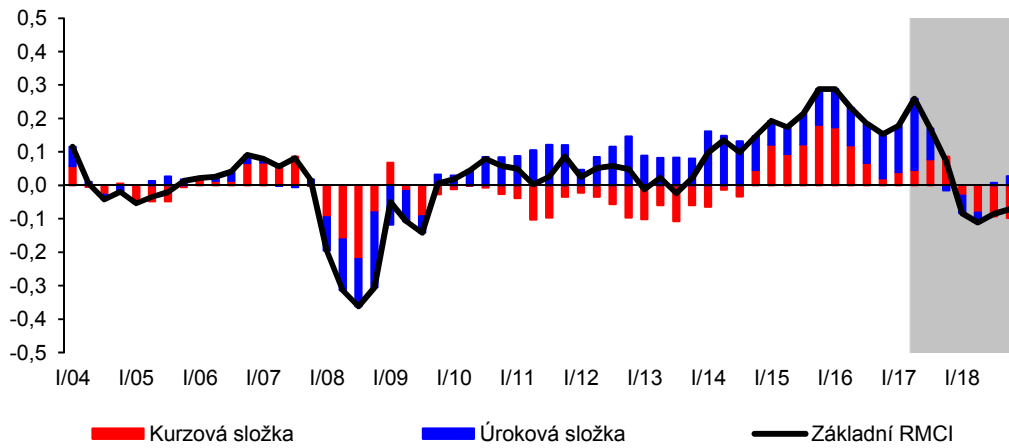


Graf 19: Index reálných měnových podmínek pro baseline (základní i alternativní propočet)



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

Graf 20: Index reálných měnových podmínek pro citlivostní scénář kurzu (základní propočet)



Graf 21: Citlivostní scénář pomalejšího posilování kurzu se sazbami z prognózy (baseline)

