

Měnověpolitické doporučení pro 4. SZ 2017

Sekce měnová

1. Prognóza ze 3. SZ 2017

Východiskem pro červnové měnověpolitické zasedání zůstává **makroekonomická prognóza ze 3. SZ 2017**, jejíž počáteční podmínky, předpoklady a vyznění ve stručnosti shrnují následující odstavce.

V 1. čtvrtletí 2017 tempo růstu ekonomické aktivity podle očekávání zrychlilo, když reálný HDP rostl meziročně o 2,9 %. K růstu přispívaly dominantně spotřeba domácností a čistý vývoz, přičemž téměř odezněl dosud záporný příspěvek hrubé tvorby fixního kapitálu. Zrychlil rovněž růst hrubé přidané hodnoty, když se při zhruba stabilním příspěvku průmyslu výrazně zvýšil příspěvek služeb. Celková meziroční inflace se proti závěru prvního čtvrtletí v souhrnu lehce zmírnila, když v květnu dosáhla 2,4 %.

Dynamika hospodářského růstu v efektivní eurozóně se podle stávající prognózy bude postupně vracet ke zhruba 2 %. Inflace spotřebitelských cen v efektivním vyjádření by letos měla setrvat na 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.

Dle stávající prognózy zrychlí růst české ekonomiky v letošním roce na necelá 3 % a na této úrovni setrvá i v roce 2018. Zvyšování domácí ekonomické aktivity bude taženo především robustní dynamikou spotřeby domácností. Investice oživí zejména 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 stávající 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 2. a 3. 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.

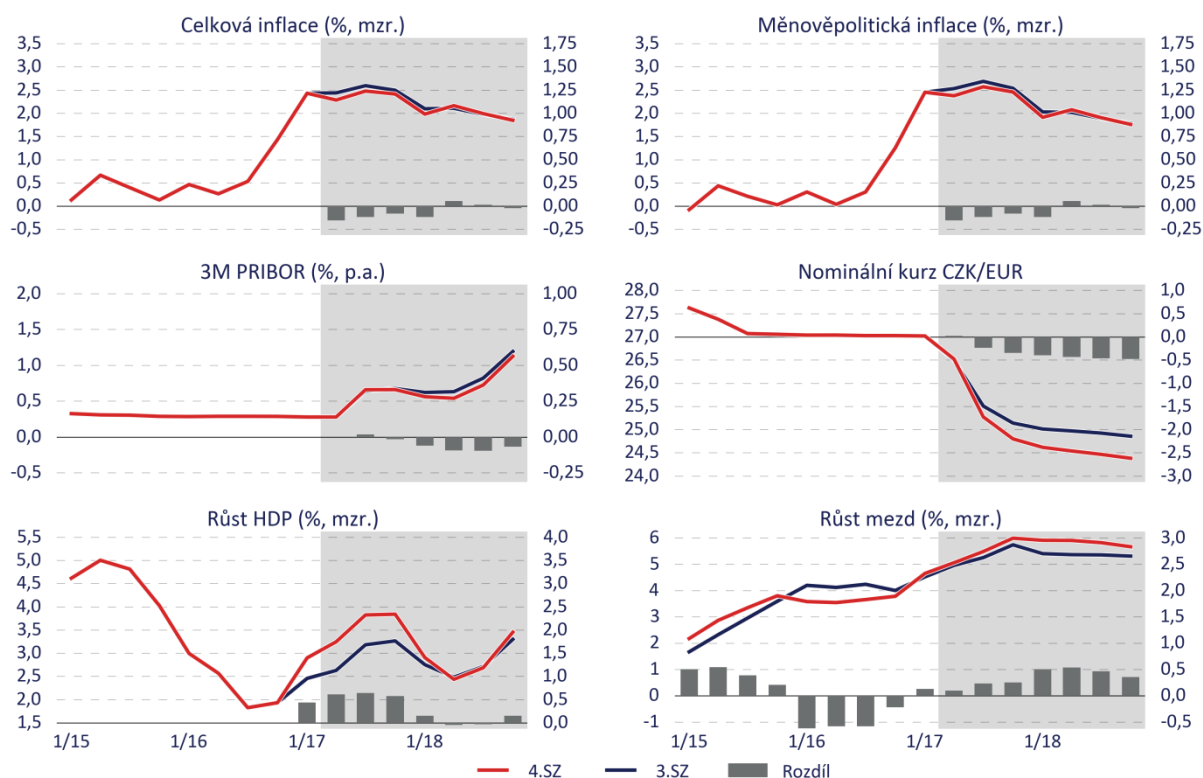
Z očekávané hodnoty 26,50 CZK/EUR ve 2. čtvrtletí 2017 kurz dle stávající prognózy posílí na 25,50 CZK/EUR ve 3. čtvrtletí letošního roku. Do konce predikčního horizontu kurz pak v prognóze kurz dále posiluje, a to až lehce pod 25 CZK/EUR koncem roku 2018. Důvodem prognózovaného zpevnování koruny je mimo jiné pokračující reálná konvergence české ekonomiky k zemím eurozóny. Ve směru posílení navíc v prognóze působí i kladný úrokový diferenciál vůči eurozóně a nákupy aktiv ze strany ECB v průběhu letošního roku. Prognóza

kurzu ovšem nebrala do úvahy, že jeho posílení může být i v dalších čtvrtletích výrazně tlumeno tzv. překoupeností trhu.

2. Aktualizovaný scénář stávající prognózy a její další rizika

Aktualizovaný scénář prognózy vede v letošním roce k mírně nižší inflaci oproti predikci ze 3. SZ. Na horizontu měnové politiky se však výhled inflace prakticky nemění, tj. nachází se v těsné blízkosti 2% cíle. Za mírným snížením výhledu inflace v ročním horizontu stojí vliv nižší pozorované inflace spolu s vyšším výhledem zahraniční poptávky. Ten vede prostřednictvím vyšších čistých vývozů na prognóze k výraznější kurzové apreciaci. Tento protiinflační vliv je částečně kompenzován vyššími domácími inflačními tlaky plynoucími z rychleji rostoucích mezd. Rychlejší růst zahraniční poptávky současně vede spolu s vyššími pozorovanými hodnotami domácího HDP za 1. čtvrtletí k přehodnocení výhledu ekonomického růstu v letošním roce směrem nahoru. Úrokové sazby jsou oproti 3. SZ na výhledu lehce nižší, když reagují na nepatrně nižší výhled sazeb v eurozóně i silnější tlaky na apreciaci kurzu dané robustnějším růstem zahraniční poptávky.

Graf 1: Srovnání aktualizovaného scénáře (4. SZ) s prognózou ze 3. SZ 2017



Nad rámec výše uvedené simulace zůstává výrazným zdrojem nejistoty další vývoj kurzu koruny. Ten sice zatím posílil zcela v souladu s předpoklady prognózy, stále však přetrvává výrazná překoupenost trhu. Riziko, že tento faktor zabrání posilování kurzu prognózovaným tempem kvůli vybírání zisků finančních investorů, bylo ošetřeno citlivostním scénářem ze 3.SZ, resp. jeho aktualizací o nové informace (viz část 3 MPD). S ohledem na to **hodnotí sekce měnová bilanci rizik na horizontu měnové politiky nadále jako vychýlenou mírně proinflačním směrem**, i když se zatím prognóza velmi dobře naplňuje.

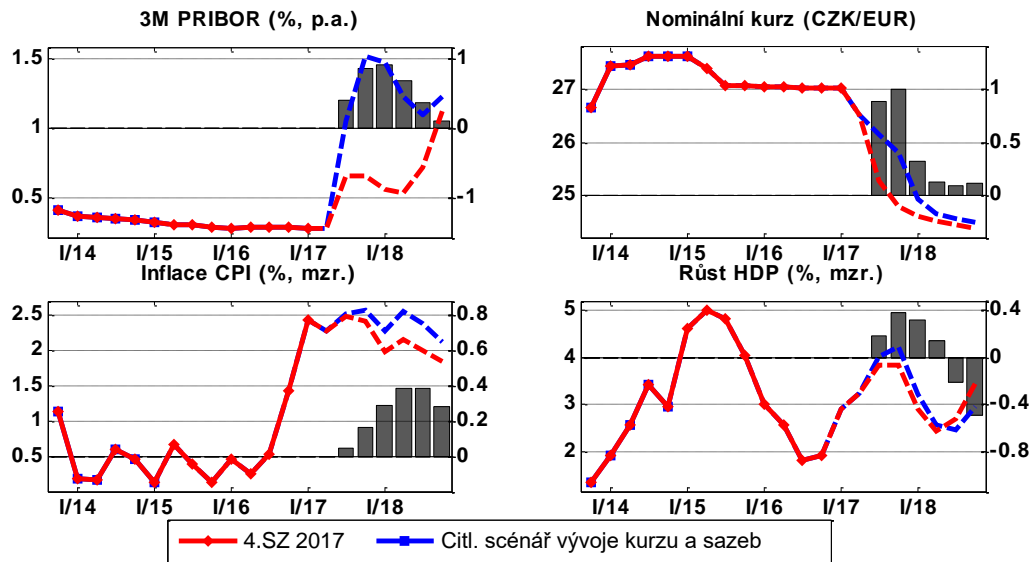
V poslední době na druhou stranu poněkud sílí protiinflační rizika prognózy spojená se zahraničním vývojem, když aktuálně cena ropy poklesla již výrazně pod předpoklady predikce. Spolu s tím se objevují pochybnosti o udržitelnosti zvýšené inflace v eurozóně a budoucím odklonu ECB od velmi uvolněné měnové politiky.

3. Diskuze kurzové nejistoty

Výrazným zdrojem nejistoty zůstává vývoj měnového kurzu. Po ukončení kurzového závazku byl až dosud vývoj na devizovém trhu (až nečekaně) klidný a kurz zatím zcela v souladu s krátkodobým předpokladem prognózy posílil jen poměrně mírně. Nicméně naplňování prognózy kurzu pro další čtvrtletí již tak ideální být nemusí. Trh s korunou totiž zůstává výrazně překoupený. Vzhledem k tomu, že prognóza na jednu stranu zohledňuje kvantitativní uvolňování ECB, ovšem na stranu druhou nezohledňuje tuto překoupenost trhu, může ve výsledku nadhodnocovat tlaky na posilování kurzu. Stále je proto relevantní citlivostní scénář pozvolnějšího posilování kurzu, který byl zpracován pro 3. SZ. Tento citlivostní scénář byl pro účely červnového měnového zasedání aktualizován ve světle nově dostupných informací.

Citlivostní scénář kurzu (Graf 2) ukazuje dopady pozvolnějšího posilování koruny do konce roku 2017 v porovnání s aktualizovaným scénářem stávající prognózy. Konkrétně je v něm předpokládáno posílení kurzu vlivem chybějící protistrany z hodnoty 26,50 CZK/EUR ve 2. čtvrtletí „jen“ k hladině 25,80 CZK/EUR v závěru letošního roku.¹ Od začátku příštího roku je pak kurz v citlivostním scénáři ovlivňován (podobně jako v prognóze) již jen fundamentálními faktory bez vlivu chybějící protistrany.

Graf 2: Citlivostní scénář pozvolnějšího posilování kurzu



Slabší měnový kurz tlačí v citlivostním scénáři prostřednictvím méně výrazného poklesu dovozních cen na vyšší inflaci oproti aktualizovanému scénáři prognózy a na její delší setrvání nad 2% cílem. Současně podporuje i výhled domácí ekonomické aktivity, a to skrze

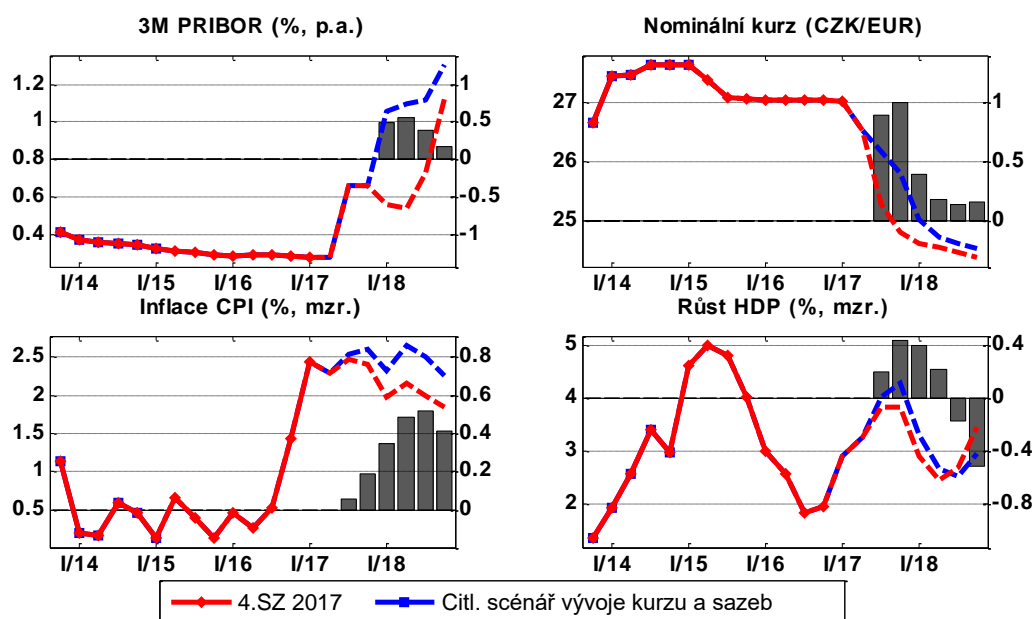
¹ Hodnota 25,80 CZK/EUR odpovídá hladině kurzu před zavedením kurzového závazku v listopadu 2013, jejíž dosažení může být podle informací z trhů pro některé finanční investory signálem pro vybírání zisků a uzavírání korunových pozic. To by bránilo posílení kurzu pod tuto hladinu ve druhé polovině letošního roku, zatímco v aktualizovaném scénáři prognózy kurz do konce letošního roku posílí pod 25 CZK/EUR. V nové prognóze bude krátkodobý (expertní) předpoklad kurzu pro 3. čtvrtletí letošního roku v prvním kole nastaven na viditelně slabší hladině (26 CZK/EUR), než jakou pro stejné období implikuje aktualizace stávající prognózy (25,3 CZK/EUR).

rychlejší dynamiku vývozu. Potřebné zpřísnění měnových podmínek je v citlivostním scénáři doručeno cestou zřetelného nárůstu sazeb, které počínaje 3. čtvrtletím roku 2017 rychle rostou nad 1 %.

Proti aktualizovanému scénáři prognózy tak citlivostní scénář 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 RMCI index pro základní, resp. citlivostní scénář v Grafech 21, resp. 22 na konci tohoto MPD).

Modifikace tohoto citlivostního scénáře (Graf 3) předpokládá totožný kurz jako v citlivostním scénáři, avšak při relativně umírněném zvýšení úrokových sazeb ve 3. čtvrtletí letošního roku (trajektorie úrokových sazeb se po zbytek letošního roku shoduje s aktualizovaným výhledem).

Graf 3: Citlivostní scénář pomalejšího posilování kurzu se sazbami ze 4. SZ



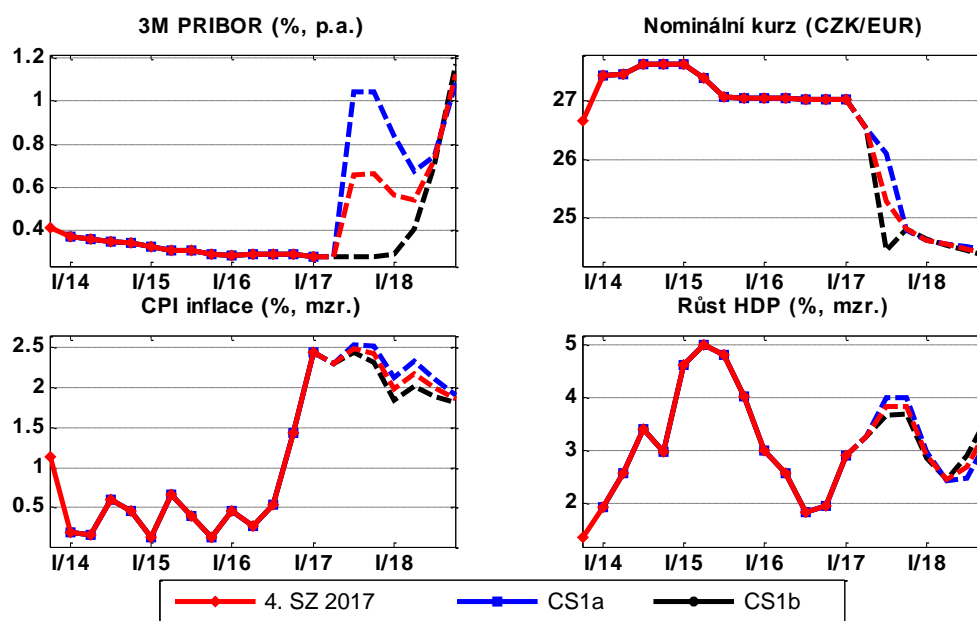
Inflace je v této modifikaci citlivostního scénáře vyšší proti aktualizovanému výhledu, resp. lehce vyšší i proti předchozí variantě citlivostního scénáře a na horizontu měnové politiky se pohybuje okolo 2,5 %. Na počátku roku 2018 proto dochází – po prvotním „zaváhání“ v reakci na překvapivý kurzový vývoj – k rychlému růstu sazeb nad 1 % a během roku 2018 se sazby dále zvyšují až na hodnotu 1,3 %. Tato simulace tak ilustruje dopady pomalejšího posunu měnových podmínek do neutrálního nastavení (index RMCI pro tuto modifikaci citlivostního scénáře potvrzuje, že k žádoucí neutralizaci měnových podmínek docházejí později než v předešlých dvou scénářích; viz Graf 23 na konci tohoto MPD).

4. Standardní kurzové citlivostní simulace

Na základě nových makroekonomických dat a aktualizovaného scénáře stávající prognózy byly aktualizovány standardní kurzové citlivostní simulace prezentované již v minulých MPD. Tyto simulace slouží pro zjišťování prahů citlivosti/bolesti ČNB a pro související připravenost ČNB reagovat na tržní vývoj v režimu řízeného plování měnového kurzu, resp. jsou vodítkem pro stanovení intervenčního mandátu sekce bankovních obchodů.

První simulace ukazuje, že **neočekávané rychlé zhodnocení kurzu na úroveň lehce pod 24,50 CZK/EUR** ve 3. čtvrtletí by znemožnilo zvyšování úrokových sazeb pro zbytek letošního roku (viz Graf 4, CS1b – černá čára). Symetrická druhá varianta této simulace zobrazuje reciproční dopad **krátkodobého neočekávaně mírně slabšího** (resp. o něco pozvolněji posilujícího) **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 aktualizovaného scénáře 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 4: Dopady neočekávaného umírněného vychýlení kurzu od prognózy



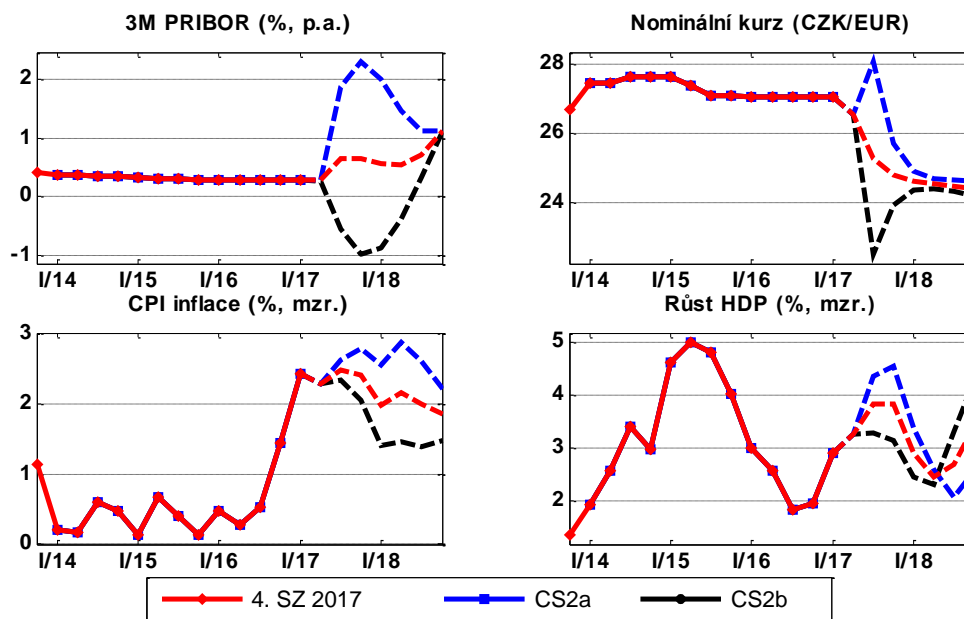
Druhá simulace je s ohledem na přetrvávající překoupenost² trhu s korunou motivována úvahou o potenciálně silném vlivu uzavírání korunových pozic investorů při absenci protistrany pro tyto obchody. **Neočekávané výrazné oslabení kurzu až na cca 28 CZK/EUR** by dle této simulace (viz Graf 5, CS2a – modrá čára) vedlo na horizontu měnové politiky k setrvání inflace v horní polovině tolerančního pásma inflačního cíle. S tím by byl konzistentní velmi rychlý nárůst úrokových sazeb až nad 2 % ve zbytku letošního roku (s jejich následnou korekcí k 1 % poté, co by se měnové podmínky začaly zpříšňovat posilujícím kurzem). Analogicky opačná varianta simulace zobrazuje dopad **neočekávaného výrazného posílení kurzu** oproti základnímu scénáři (CS2b) ve 3. čtvrtletí letošního roku **až k úrovni 22,50 CZK/EUR**. Její dosažení by vedlo k poklesu inflace do dolní poloviny tolerančního pásma inflačního cíle a jejímu setrvání na této hladině i na horizontu měnové politiky a vyvolávalo by nutnost hypotetického snížení sazeb hluboko do záporu.³ 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

² V dubnu docházelo zřejmě k určitému snižování „spekulativních“ korunových pozic, které lze ilustrovat snížením krátkodobých korunových depozit nerezidentů u tuzemských bank o 38 mld. Kč a poklesem držby vládních korunových dluhopisů nerezidenty o 31,3 mld. Kč. V průběhu května se však obnovil mírný příliv kapitálu ze zahraničí do korunových depozit u tuzemských bank.

³ Snížení sazeb do záporu by bylo „v praxi“ zřejmě substituováno opětovným zahájením používání kurzu jako nástroje měnové politiky.

plování kurzu. Obě varianty vývoje kurzu v této simulaci se přirozeně projevují i ve zřetelně odlišném vývoji HDP oproti aktualizovanému scénáři prognózy.

Graf 5: Dopady neočekávaného výrazného vychýlení kurzu od prognózy



5. Související měnověpolitické úvahy

Ukončení kurzového závazku počátkem dubna bylo a je chápáno a komunikováno jako první krok ČNB ke zmírnění doposud velmi uvolněného nastavení měnových podmínek, resp. k jejich postupné normalizaci. Současně došlo k návratu do standardního režimu měnové politiky, v němž jsou hlavním nástrojem centrální banky měnověpolitické úrokové sazby. V makroekonomické prognóze je vývoj úrokových sazeb popsán trajektorií sazeb 3M PRIBOR na kvartální bázi. Je proto vždy potřeba tuto modelovou řadu pro účely rozhodování bankovní rady o nastavení úrokových sazeb na konkrétním měnovém zasedání „přeložit“ do jazyka, ve kterém figuruje hlavní měnověpolitická úroková sazba, tj. 2T repo sazba.

Se stávající prognózou je konzistentní zvýšení tržních úrokových sazeb 3M PRIBOR ve 3. čtvrtletí 2017 a poté i v průběhu (druhé poloviny) roku 2018. Dle aktualizovaného scénáře prognózy by ve 3. čtvrtletí 2017, kam dominantně dopadne červnové rozhodnutí bankovní rady ČNB o měnověpolitických sazbách, měly sazby 3M PRIBORu dosáhnout hodnoty 0,7 %.⁴ Stávající hodnota 3M PRIBOR je 0,3 %. Průměrnou hodnotu spreadu mezi sazbami 3M PRIBOR a 2T repo odhaduje stávající prognóza pro 3. čtvrtletí 2017 v souladu s jeho aktuální hodnotou ve výši čtvrt procentního bodu. Dosažení hodnoty 3M PRIBORu ve výši 0,7 % v souladu s aktualizovaným scénářem prognózy ve 3. čtvrtletí pak odpovídá zvýšení 2T repo sazby o 0,20 p. b. na červnovém a o dalších 0,25 p. b. na srpnovém zasedání. Následně je nicméně s aktualizovaným scénářem pro první polovinu roku 2018 konzistentní snížení repo sazby na 0,3 %, mj. s ohledem na rychle posilující trajektorii kurzu. Takový vývoj by nebyl z pohledu kredibility měnové politiky optimální. Volnější interpretace scénáře

⁴ Pro zbytek letošního roku a začátek roku příštího implikuje aktualizovaný scénář prognózy stabilitu, resp. dočasný lehký pokles úrokových sazeb 3M PRIBOR (na 0,5 % ve 2. čtvrtletí roku 2018). Konzistentní s tímto vývojem úrokových sazeb je však posílení kurzu k hladině 24,50 CZK/EUR do poloviny příštího roku, které je ve světle přetrvávajícího vlivu chybějící protistrany poměrně málo pravděpodobné. Zvyšování úrokových sazeb tak v realitě bude pravděpodobně více spojitě, než naznačuje stávající prognóza, resp. její aktualizace.

je tedy taková, že implikuje potřebu jednoho zvýšení repo sazby ve velmi blízké budoucnosti a případně další „hiky“ podmíněně v závislosti na rychlosti posilování kurzu.

Bilanci rizik stávající prognózy inflace na horizontu měnové politiky hodnotí sekce měnová jako vychýlenou mírně proinflačním směrem, a to s ohledem na relevanci citlivostního scénáře pozvolnějšího posilování kurzu. Toto hlavní riziko prognózy je přitom dosud víceméně latentní, když se prognóza domácí ekonomiky včetně kurzu koruny zatím poměrně hezky naplňuje.

Kdybychom nebyli stále relativně krátce po provedeném exitu z kurzového závazku, resp. se nenacházeli stále na nulové dolní hranici úrokových sazeb, implikovaly by předchozí odstavce zřejmě jasné doporučení sekce měnové zvýšit na nejbližším měnovém jednání bankovní rady úrokovou sazbu. Potřeba relativně rychlého zpřísnění měnové politiky vyplývá zejména z ekonomických, resp. měnověpolitických argumentů. Česká ekonomika se nachází poblíž svého potenciálu (resp. zřejmě lehce nad ním), kde setrvá i v následujících dvou letech. Inflace se v současnosti pohybuje v horní polovině tolerančního pásma cíle, resp. se k cíli vrátí začátkem příštího roku shora. S tímto stavem ekonomiky nejsou nulové úrokové sazby již nadále konzistentní, resp. byly by po zbytek letošního roku konzistentní, jen pokud bychom očekávali, že posílení kurzu doručí veškerý požadovaný posun měnových podmínek k jejich neutrálnímu nastavení (viz scénář CS1b).⁵

Na druhou stranu stále vnímáme relevanci „risk-management“ úvah z minulých měnověpolitických doporučení, že na „zero lower bound“ by bylo větší chybou předčasné nadměrné zpřísnění měnových podmínek než jejich pozvolnější zpřísnění oproti optimálnímu vývoji. Kurz nicméně zatím nejeví známky nadměrného posilování a rezerva vůči tomu, co implikuje ohledně kurzu na příštích několik čtvrtletí stávající prognóza, je veliká (s novými daty o vývoji zahraniční i domácí ekonomiky se tato rezerva v aktualizované simulaci oproti stávající prognóze ještě zvýšila). Vyhodnocení těchto risk-management úvah se může navíc relativně brzo překloupat ve prospěch preference rychlejšího spíše než pomalejšího opuštění nulové dolní meze úrokových sazeb, a to například pokud by inflace a trh práce (mzdový růst) začaly ve větší než dosavadní míře vykazovat známky evidentního přehřívání české ekonomiky.

V této souvislosti nelze vyloučit, že část trhu vnímá některá vyjádření členů bankovní rady z poslední doby (viz Tabulka 1) jako slovní intervence proti pozorované rychlosti posilování kurzu, který se v uplynulých týdnech dostal krátkodobě pod hranici 26,2 CZK/EUR.⁶ Pokračování v takové komunikaci ovšem nemusí být zcela bez rizika. Může totiž spolu s „překoupeností“ trhu vést k tomu, že se do budoucna posilování kurzu výrazně zpomalí či zastaví, přičemž to ČNB nebude schopna, resp. ochotna – vzhledem ke své dosavadní komunikaci – kompenzovat rychlejším zvyšováním sazeb oproti prognóze. Ve výsledku tak hrozí, že ČNB nedoručí ve druhé polovině letošního roku žádoucí posun v nastavení měnových podmínek směrem k jejich neutralizaci. S tímto (poměrně výrazným) posunem však prognóza počítá, a nebude-li proveden, bude inflace – ceteris paribus – ležet na horizontu měnové politiky výše, než ukazuje (aktualizovaná) prognóza.⁷

⁵ Potřebu zpřísnění měnových podmínek cestou zvýšení úrokových sazeb naznačuje i úroková složka indexu měnových podmínek, u které dochází v poslední době vlivem rostoucí inflace k dalšímu autonomnímu uvolňování, a která se tak dostává do nejvíce uvolněné polohy za poslední téměř tři roky (viz Graf 21). Ve stejné nebo dokonce větší míře to platí i pro reálné klientské úrokové sazby z bankovních vkladů a úvěrů.

⁶ Trh kurzovou trajektorii z prognózy ČNB nezná. Analytici očekávají v ročním horizontu kurz v průměru těsně pod hladinou 26 CZK/EUR, tzn. na znatelně slabších hodnotách v porovnání s prognózou ČNB.

⁷ Dočasné přestřelení inflačního cíle může být opodstatněno „risk-management“ úvahami o tom, že nadměrné utahení měnové politiky po exitu by znamenalo větší chybu než zpřísnění poněkud opožděné. Dlouhodobější tolerance pohybu inflace nad cílem by již ale vyžadovala debatu o samotném nastavení inflačního cíle.

Proto, aby „riziko z prodlení“ při zpřísnování měnové politiky nezačalo narůstat, je potřeba nebránit posilování kurzu v dalších kvartálech, pokud nebude rychlejší než prognózované, a paralelně začít zvyšovat úrokové sazby od nulové dolní meze.⁸ To bylo konec konců od počátku jedním z cílů přijetí kurzového závazku v listopadu 2013, a robustní odpoutání se od nuly bude možno chápat i jako potvrzení správného načasování a úspěšnosti provedení exitu.

Žádoucí normalizace měnových podmínek cestou posilování kurzu v kombinaci s postupným zvyšováním úrokových sazeb je navíc podporována argumenty z oblasti finanční stability, a to zejména hrozcím roztáčením spirály mezi cenami rezidenčních nemovitostí a vývojem úvěrů na bydlení (viz letošní Zpráva o finanční stabilitě). Respektujeme, že cenová resp. finanční stabilita jsou dva relativně samostatné mandáty ČNB, pro jejichž výkon má ČNB k dispozici specifický set nástrojů měnové, resp. makroprudenční politiky. Úrokové sazby nejsou vhodným primárním nástrojem k eliminaci rizik v oblasti finanční stability a neměly by se používat k politikám typu „lean-against-the-wind“, resp. k (preventivnímu) propichování bublin na trzích aktiv. Nicméně bychom se měli vyvarovat toho, kdy bude měnová politika ČNB dlouhodobě a výrazně ve stavu „blowing-with-the-wind“ (viz negativní zkušenost Fedu a ECB v letech 2004 až 2008), zvláště pokud takové její nastavení není potřeba z hlediska plnění cíle cenové stability.

Všechny výše uvedené úvahy nás vedou k doporučení začít zvyšovat úrokové sazby bez zbytečného prodlení. Využít pro to je možno každé měnověpolitické zasedání bankovní rady. Preferujeme začít s cyklem zvyšování sazeb včas a dělat v rámci toho menší „hiky“. To spolu s doprovodnou komunikací umožní ekonomickým subjektům porozumět našim krokům a současně sníží riziko případných nadměrných výkyvů na finančních trzích. To považujeme za lepší variantu než později pod tlakem situace dohánět vývoj skokovým zvyšováním úrokových sazeb.

Tzv. úroková věta stávající prognózy, tedy že ... *s prognózou je konzistentní zvýšení tržních úrokových sazeb 3M PRIBOR ve 3. čtvrtletí 2017 a poté i v průběhu roku 2018...* není „tvrdým závazkem ČNB“ na rozdíl od formulací, které byly používány při formování očekávání o minimální délce kurzového závazku (...*ČNB závazek neukončí dříve než ve druhém čtvrtletí...*). Proto by případné zvýšení úrokových sazeb již na červnovém měnovém zasedání bankovní rady (které fakticky ovlivní sazby až od 3. čtvrtletí letošního roku) nemělo být z hlediska kredibility ČNB nijak problematické.⁹

Alternativou zvýšení úrokových sazeb již na červnovém měnovém zasedání je viditelný příklon komunikace bankovní rady k vyznění prognózy, včetně s ní konzistentního zvýšení úrokových sazeb v nejbližších měsících (viz část 10 MPD). Zároveň by se komunikace ČNB neměla snažit aktivně tlumit posilování kurzu koruny, pokud jeho tempo nebude z pohledu prognózy nadměrné. Zvýšení sazeb by pak bylo možno realizovat začátkem srpna způsobem, který by nepřinesl na trh výrazný šok a nenarušoval by kredibilitu ČNB.

⁸ Nelze pochopitelně opominout nejistotu týkající se vývoje kurzu v reakci na případné – trhy neočekávaně brzké/rychlé – zvyšování úrokových sazeb. Ale kurz je zatím slabší, než trh před exitem očekával a existence chybějící protistrany bude s největší pravděpodobností efektivně bránit výraznějšímu a dlouhodobému posílení kurzu pod hladinu 26 CZK/EUR i v dalších čtvrtletích.

⁹ Více omezující je v tomto ohledu naopak nedávná individuální komunikace členů bankovní rady, viz část 8.

6. Procesní záležitosti návratu do standardního režimu měnové politiky

Post-exitový vývoj na devizovém trhu je zatím (až překvapivě) klidný. Návrat do standardního režimu měnové politiky tudíž může pokračovat. Proto **sekce měnová a sekce bankovních obchodů navrhuje na červnovém MP zasedání (i) zrušit pravidelné týdenní kurzové okénko** na zasedání bankovní rady, které bylo zavedeno v souvislosti s exitem z kurzového závazku a zároveň **(ii) zrušit post-exitový intervenční mandát pro sekci bankovních obchodů**. Zrušením těchto elementů ukončíme post-exitové období a přejdeme do standardního režimu řízeného plování kurzu, v němž se v případě intervencí postupuje podle příslušných procedur. Na druhou stranu zrušení intervenčního mandátu může dle SBO znamenat ztrátu flexibility a vést k tomu, že naše reakce na případné výkyvy (které nelze na mělkém prázdninovém trhu vyloučit) bude pomalejší a o to více viditelná.

S normalizací situace souvisí i návrat k **sestavování a využívání Grafu rizik inflační prognózy** (GRIPu, viz též Box ve Shrnutí 4. SZ). Tento nástroj vyvinutý před lety a určený k používání v malých situačních zprávách zachycuje rizika poslední prognózy prostřednictvím vyhodnocení vlivu nově dostupných informací na výhled celkové inflace a úrokových sazeb. Sestavování a publikování GRIPu však bylo pozastaveno v souvislosti se zavedením kurzového závazku v prosinci 2013, neboť úrokové sazby i kurz byly v základním scénáři prognózy fixovány. GRIP byl pro interní účely nahrazen aktualizovaným scénářem prognózy v podobě šesti grafů základních makroekonomických veličin; tato aktualizace prognózy je však pouze technická a nezohledňuje veškeré dostupné informace.

Simulace zachycené v aktuálním GRIPu (viz Graf 24 na konci tohoto MPD) ilustrují v souhrnu riziko nepatrně nižších úrokových sazeb ve srovnání s 3. SZ při stejné inflaci na horizontu měnové politiky, způsobené vlivem zahraničních veličin. Ostatní nové informace mají na celkovou bilanci rizik prognózy inflace i úrokových sazeb zanedbatelný vliv. V aktuálním GRIPu tedy leží všechny body velmi blízko průsečíku os, což koresponduje s tím, že se stávající prognóza zatím velmi dobře naplňuje.¹⁰ Proinflační riziko plynoucí z možného budoucího slabšího kurzu oproti modelové trajektorii není simulací v GRIP podchyceno, neboť jde o riziko, které nevyplývá z pozorování nových dat či z aktualizovaných předpokladů o budoucím vývoji.

Využívání GRIPu ve vnější komunikaci (jeho publikace) zvyšuje srozumitelnost a předvídatelnost měnové politiky ČNB v mezidobí mezi zpracováním a zveřejněním plnohodnotných prognóz. Ve vnější komunikaci však může být zatím jako citlivá informace vnímán bod „Měnové podmínky – kurz“; ačkoli z GRIPu nelze vyčíst číselné hodnoty prognózovaného kurzu, lze z něj nicméně odvodit informaci, zda průměrný čtvrtletní kurz je nad/pod/v souladu s poslední prognózou a zda je případná odchylka zřetelná. **Sekce měnová proto navrhuje obnovit veřejnou publikaci GRIPu až po návratu ke zveřejňování prognózy trajektorie měnového kurzu** (GRIP a komentář k němu by byl zveřejňován spolu s minutes z měnového zasedání bankovní rady, na které byla projednána malá SZ).

¹⁰ V realitě však může nastat situace, kdy nově dostupné informace mohou ovlivnit polohu jednotlivých bodů v GRIPu podstatně výrazněji, jak ukazuje Graf 25 na konci MPD zobrazující GRIP z 2. SZ 2008, který je charakterizován výrazným rozptylem bodů.

7. Vyjádření sekce bankovních obchodů

Koruna od začátku května zahájila posilující trend a po krátkém zaváhání kolem úrovně 26,5 CZK/EUR nakonec posílila v polovině června na 26,115 CZK/EUR, tj. na nejsilnější hodnotu od zavedení kurzového závazku. Posilování koruny bylo taženo názorem trhu, že koruna je pro ČNB příliš slabá, a proto dojde k dřívějšímu růstu sazeb, než se v době exitu očekávalo (konsensus byl 1. polovina roku 2018, nyní se posouvá spíše do roku 2017). Tento názor podporovala pozitivní data z domácí ekonomiky, a v polovině června také doporučení zahraniční banky na nákup koruny na tříměsíčním forwardu s cílem 25,250. Posilování koruny se zastavilo těsně nad důležitou technickou hranicí 26,100 (a taky nedaleko psychologické úrovně 26,000), když převážil zájem o výběr zisků z dlouhých korunových pozic. V téže době komunikovali někteří členové bankovní rady v duchu, že pokud by koruna dále posilovala pozorovaným tempem, pak by to oddalovalo první zvýšení úrokových sazeb.

Na trhu derivátů panuje klid, implikovaný korunový výnos z derivátů se drží stabilně na úrovních zhruba -0,5 až -1 %, cena ročního zajištění se pohybuje kolem 10 haléřů. Výnosy českých státních dluhopisů během května mírně klesaly, nicméně v červnu tyto zisky smazaly a nyní se pohybují mírně nad úrovněmi z počátku května. Například výnos ve 2Y splatnosti se posunul zhruba z úrovně kolem -25 na -20 bps, desetiletý výnos z 80 na 85 bps.

Očekávání trhu na první zvýšení měnověpolitických sazeb míří většinou do čtvrtého čtvrtletí tohoto roku. Zvýšení sazeb v červnu by tedy bylo pro trh obrovským překvapením a v závislosti na tom, jak si takový krok trh vyloží, se může zvýšit riziko, že dojde k silnějšímu posílení kurzu. Vzhledem k aktuální náladě na trhu je totiž možné, že převládne názor, že pokud ČNB navzdory aktuálnímu posilování koruny zvýšila překvapivě sazby, znamená to, že prognóza kurzu leží ještě výrazněji níže, než si dosud všichni mysleli, což může vést k posílení očekávání dalšího zvyšování sazeb. Myslíme si proto, že pokud prognóza umožňuje odklad sazeb na srpen či září, bylo by rozumnější první zvýšení odložit i s ohledem na naši kredibilitu ve světle posledních výroků členů BR. Reakce kurzu by v tu dobu nemusela být tak silná, protože trh tento krok bude očekávat, zejména pokud si k tomu naší komunikací vydláždíme cestu.

8. Dosavadní komunikace ČNB

Na tiskové konferenci po **květnovém měnověpolitickém zasedání** guvernér ČNB J. Rusnok přednesl *Prohlášení bankovní rady*. Ukončení kurzového závazku na začátku dubna bylo prvním krokem k postupnému návratu celkových měnových podmínek k normálu. Stávající prognóza je založena na předpokladu, že ve druhém čtvrtletí 2017 úrokové sazby zůstanou na dosavadní úrovni. Následně je s prognózou konzistentní nárůst domácích tržních úrokových sazeb ve 3. čtvrtletí 2017 a poté i v roce 2018, zajišťující plnění 2% inflačního cíle v příštím roce.

Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako mírně proinflační. Nejistotou prognózy zůstává zejména vývoj měnového kurzu. Ten může po dubnovém návratu do standardní podoby režimu řízení plovoucího kurzu kolísat jedním i druhým směrem. Oproti prognóze se přitom může v průměru nacházet na slabších hodnotách vlivem chybějící protistrany pro uzavírání korunových pozic finančních investorů. Nejisté je také, nakolik fundamentální a setrvačné jsou aktuální inflační tlaky. Mezi nejistoty budoucího ekonomického vývoje se řadila rovněž domácí i zahraniční politická rizika.

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 zpříšňování měnové politiky prostřednictvím zvýšení úrokových sazeb bude do značné míry záviset na tempu posilování měnového kurzu. Pokud by koruna dále posilovala podobným tempem jako v posledním období, pak by ke zvýšení úrokových sazeb došlo později než ve třetím čtvrtletí 2017.

Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů bankovní rady v médiích

17.5.	V. Benda (Bloomberg)	<p>If the koruna shows only moderate appreciation, it would create conditions for raising interest rates. This would be preferable from the financial-stability perspective, as it would tighten credit conditions and cool off demand for loans. We'll see how the exchange rate develops, and then decide when to raise interest rates.</p> <p>I agree with the forecast that the policy rates shouldn't be at zero one year from now. I'd like to see the tightening to be balanced, with part of it coming via the exchange rate and part being delivered through interest rates. This would allow the central bank to use rates as the main tool again if monetary-policy action is needed in the future.</p>
19.5.	M. Mora (Hospodářské noviny)	<p>Pokud větší posílení nebude, umožní nám to prudší zvyšování sazeb. Dokud ale budeme vidět riziko skoků kurzu směrem k oslabení, bude to pro mě znamenat, že se raději budeme chtít pohybovat v horní polovině tolerančního pásma inflace s tím, že by nám to případný skok kurzu v budoucnu zkorigoval. Sám za sebe nebudu chtít přestřelit sazby. Mohly by pak vést k tomu, že když skok v kurzu případně ještě přijde, budeme mít náhle velmi zpřísněné měnové podmínky.</p> <p>My jsme už naznačili, že pravděpodobně v druhé polovině roku začneme úrokové sazby pomalu zvyšovat. Budeme pak bedlivě pozorovat reakci trhů a také to, co se s kurzem koruny děje. Samozřejmě budeme tiše doufat i v to, že eurozóna za určitý čas ukončí kvantitativní uvolňování a začne sazby zvyšovat také.</p>
20.5.	O. Dědek (Lidové noviny)	<p>Jsme dnes v režimu inflačního cílování, které vychází z prognózy ČNB. Její součástí je i předpokládaný vývoj trajektorie úrokových sazeb. Jde ale jen o model. Stále přicházejí nové informace, které naše rozhodování ovlivňují. Ale zatím nevidím žádné zásadní vlivy, které by znamenaly odklon od prognózy.</p>
22.5.	V. Benda (Reuters)	<p>I am against us making hasty steps that would lead to interest rates going up and then having to go lower again. Interest rate growth should come at the moment when we know that we will continue in that at some pace in the coming periods.</p> <p>The third quarter may be key, we will be looking how (the economy) evolves through the summer holidays, then it will show if it is needed to raise (rates) at the end of the year or it can be left for the first quarter (of 2018). I am convinced that within one year, we will be visibly higher with rates. I am not saying by how much, but we will not be at zero lower bound.</p>
14.6.	V. Tomšík (Hospodářské noviny)	<p>Předčasné zvyšování úrokových sazeb by znamenalo zvýšení rozdílu mezi tuzemskými sazbami a sazbami v eurozóně, což by přineslo i zvýšení tlaku na posílení koruny. A to by se promítlo do inflace. Poslední prognóza nám sice indikuje, že sazby by se měly zvyšovat v druhé polovině roku, ale je třeba zkombinovat kurz a úrokové sazby.</p> <p>Můj názor je, že aktuální prognóza stále platí, ale tím, jak kurz posiluje, dělá kus práce za nás. Od doby, kdy jsme prognózu publikovali, je kurz trochu silnější, což znamená, že nemusíme tak rychle spěchat se zvyšováním sazeb.</p> <p>Ano, pokud bude kurz v tomto trendu pokračovat (Pozn.: Odpověď na otázku, zda roste, že by se zvyšování úrokových sazeb mohlo přesunout i do čtvrtého kvartálu).</p>
19.6.	V. Tomšík (Bloomberg)	<p>If the koruna keeps its current pace of appreciation, it's appropriate to discuss shifting the start of rate hikes from the third quarter to the fourth. For now, the exchange rate is doing a chunk of the work for us, so I can't see any significant risk from a small postponement of rate hikes.</p> <p>A bigger portion of the tightening could be delivered by the exchange rate rather than by interest rates.</p> <p>For me, rather than increasing interest rates prematurely, it would be a much lesser evil to wait a bit and be certain that we won't have to return to zero rates or even to the exchange-rate commitment. Even if we slightly overstimulate the economy by waiting a bit with hikes, this wouldn't pose a risk because inflation expectations have been</p>

		well-anchored for a long time.
20.6.	M. Mora (Reuters)	<p>Když vezmu celkové posílení koruny od kurzového závazku doposud, pro mě by zvýšení sazeb mohlo být ve třetím čtvrtletí. Ale když vidím to tempo, co se odehrává v posledních týdnech, a protáhl bych si ho do budoucna, tak bych to spíše viděl na později.</p> <p>Eventuální oddálení výstupu (ECB) z kvantitativního uvolňování... působí také na naše zvyšování sazeb tak, že ho bude oddalovat. Pokud budeme zvyšovat sazby, tak to budeme dělat třeba i za situace, když by ECB pořád byla v nekonvenčním režimu. To bychom dělali velmi pomalu a velmi citlivě, aby nedošlo k tomu, že sem přijde příliv kapitálu a koruna posílí ještě více.</p> <p>Raději budu tolerovat, když nám inflace bude jemně nadstřelovat střední bod inflačního cíle, ale pořád v cíli. Pokud se rychlé tempo apreciacie zastaví, tak si v pohodě dovedu představit, že druhá polovina roku je (pro zvýšení sazeb) reálná. Vývoj kurzu je tou klíčovou proměnnou,</p> <p>Nemyslím si, že bychom opustili inflační cílování a začali používat úrokové sazby za účelem finanční stability. To se určitě nestane.</p>
21.6.	J. Rusnok (ČTK)	<p>Ano, může to (Pozn. zvýšení úrokových sazeb) být ve třetím čtvrtletí, což je spíše modelový výpočet, ale měnověpoliticky to na to nevypadá. Pokud by zvýšení sazeb přišlo, tak to budou drobné krůčky. Pokud by koruna dál systematicky posilovala, může to být ale důvod k pomalejšímu zvyšování sazeb.</p> <p>Stále jsme v jistém přechodovém období, byť ta situace vypadá velmi klidně. Ale stále ještě není čas zveřejňovat odhady vývoje kurzu koruny.</p>

9. Reakce a očekávání finančních trhů

Květnové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno všemi analytiky. Stabilitu základních sazeb ČNB očekávalo 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.). Všichni respondenti předpokládali, že příští pohyb úrokových sazeb ČNB bude směrem nahoru, a to nejdříve ve 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 mírný nárůst sazby 3M PRIBOR. Pohybuje se tak pod úrovní úrokových sazeb ze stávající prognózy ČNB, se kterou je konzistentní zvýšení úrokových sazeb ve 3Q17, s nímž tržní výhled nepočítá.

Sazby **IRS** se od posledního zasedání BR mírně snížily ve všech splatnostech. Výnosová křivka sazeb IRS zůstává rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,4 p.b., spread 10R-1R činí 0,7 p.b. Také výnosy státních dluhopisů se ve většině splatností posunuly níže, výnosová křivka je záporná do splatnosti 5R.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Na červnovém zasedání BR ČNB očekává stabilitu základních sazeb ČNB všech čtrnáct analytiků z dotazníků *IOFT* (15.6.), všech čtrnáct analytiků oslovených agenturou *Thomson Reuters* (26.6.) i všech sedmáct analytiků podle šetření agentury *Bloomberg* (26.6.). Očekávání prvního zvýšení úrokových sazeb jsou rozprostřena do období 3Q17 až 2Q18, viz Tabulka 2.

Tabulka 2: Očekávání analytiků ohledně směru, rozsahu a časování další změny 2T repo sazby dle Thomson Reuters (26.6.)

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 p.b. (↑)

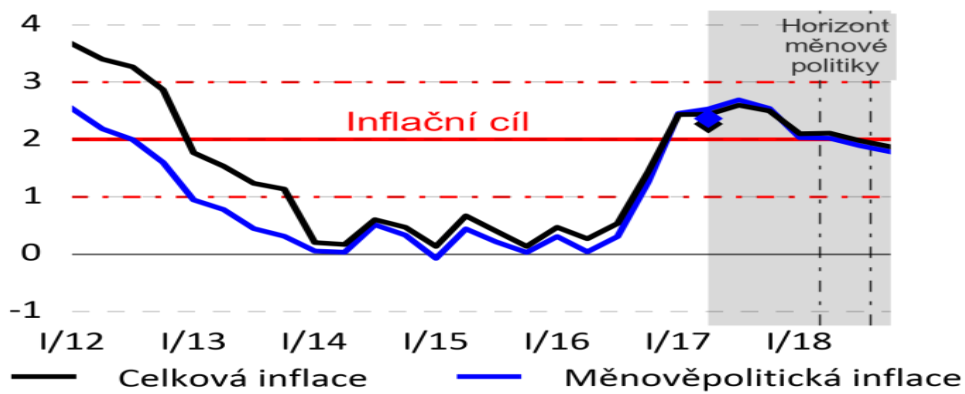
Analytici v rámci šetření *IOFT* i *FECF* očekávají, že **kurz** v ročním horizontu posílí těsně pod 26 CZK/EUR, zatímco prognóza ČNB předpokládá pro 2Q18 hodnotu 25 CZK/EUR.

10. Měnověpolitické doporučení sekce měnové

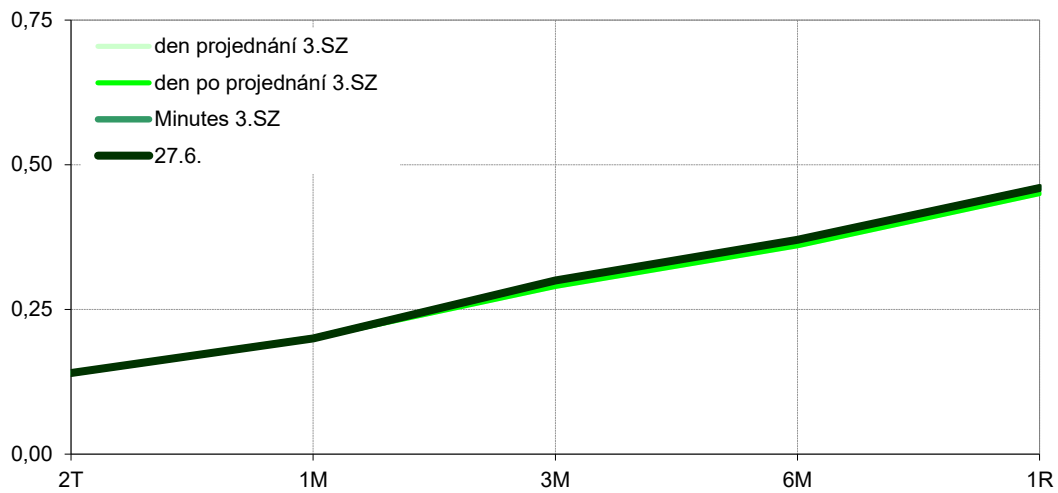
Sekce měnová doporučuje na červnovém měnovém zasedání bankovní rady:

- ponechat úrokové sazby na stávající úrovni;
- zopakovat, že podle stávající prognózy letos inflace setrvá v horní polovině tolerančního pásma cíle, začátkem příštího roku klesne a na horizontu měnové politiky se bude nacházet v těsné blízkosti 2% cíle ČNB;
- nadále komunikovat, že ukončení kurzového závazku bylo prvním krokem k postupnému zmírňování uvolněnosti celkových měnových podmínek;
- připomenout, že s prognózou je konzistentní nárůst úrokových sazeb ve 3. čtvrtletí letošního roku a poté i v roce 2018;
- vyhodnotit bilanci rizik stávající prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako lehce proinflační s ohledem na to, že kurz se může oproti prognóze v příštích čtvrtletích nacházet na slabších hodnotách, a to vlivem chybějící protistrany pro uzavírání korunových pozic finančních investorů;
- s ohledem na to komunikovat jako pravděpodobné první zvýšení úrokových sazeb již v nejbližších měsících;
- komunikovat, že rychlost budoucího zvyšování úrokových sazeb bude podmíněna vývojem všech klíčových makroekonomických veličin včetně kurzu koruny, u něž ČNB očekává, že doručí významnou část posunu měnových podmínek k jejich neutrálnímu nastavení;
- připomenout, že vývoj měnového kurzu stále zůstává hlavní nejistotou budoucího vývoje.

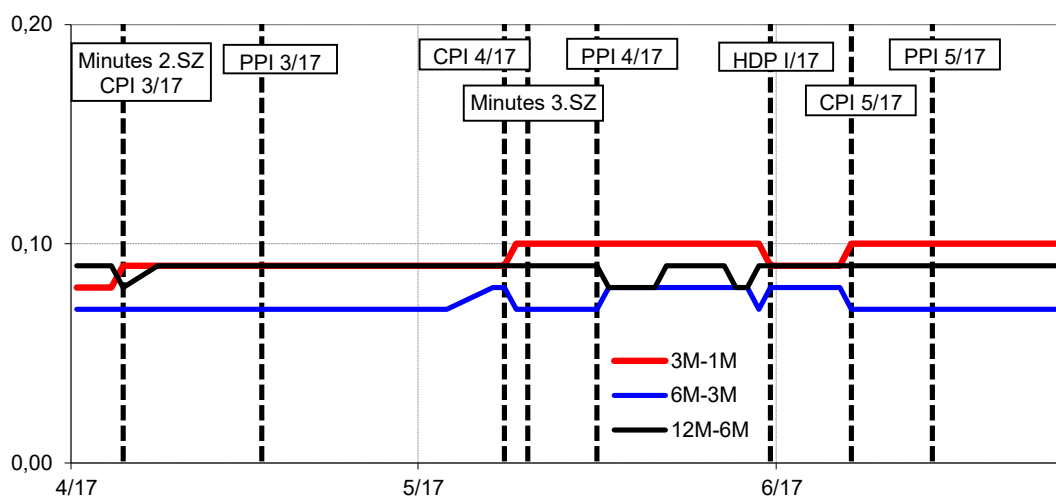
Graf 6: Prognóza inflace ze 3. SZ 2017 a cíl ČNB



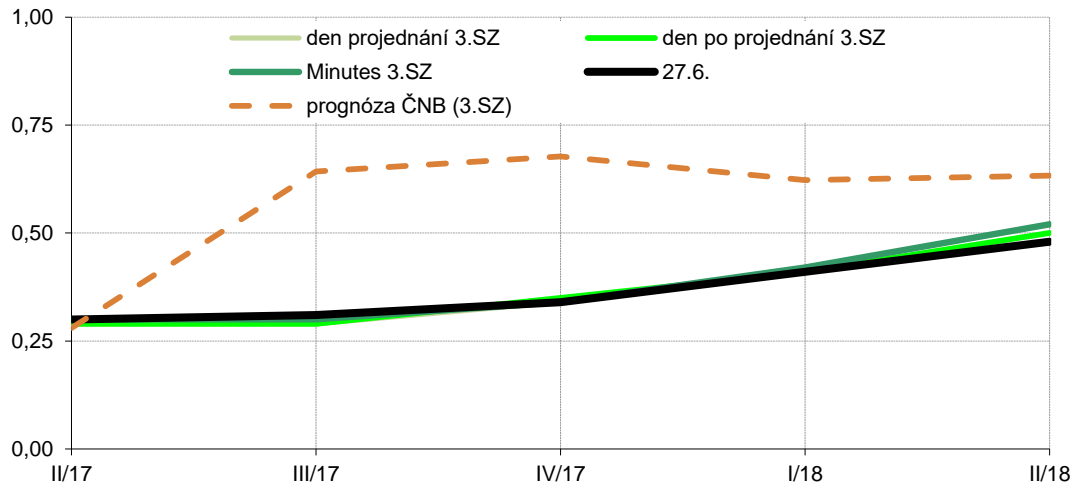
Graf 7: Výnosové křivky PRIBOR



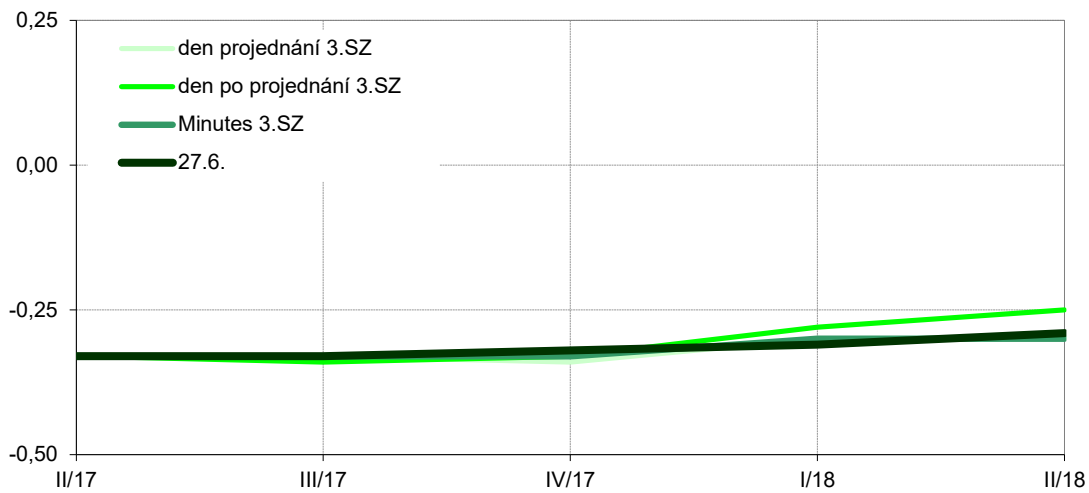
Graf 8: Úroková rozpětí – PRIBOR



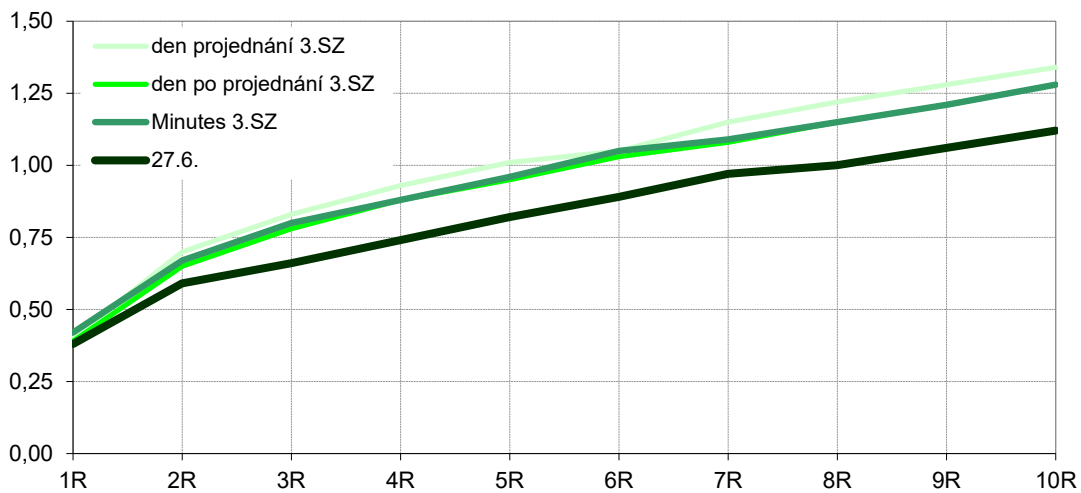
Graf 9: 3M PRIBOR, FRA



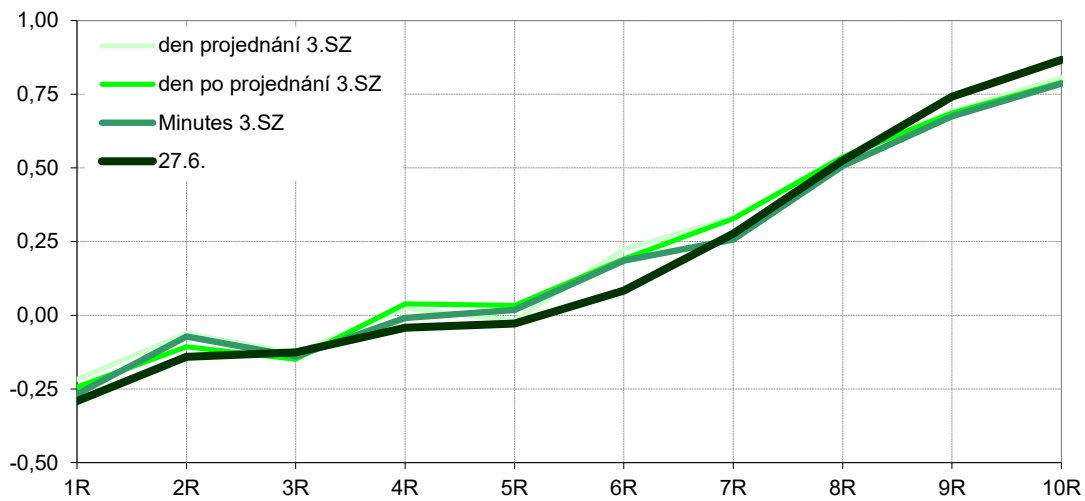
Graf 10: 3M EURIBOR, FRA



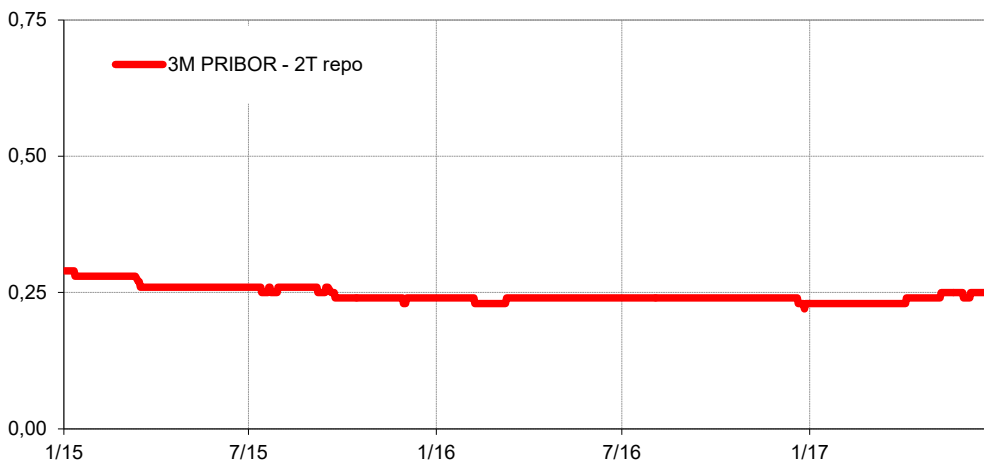
Graf 11: IRS CZK



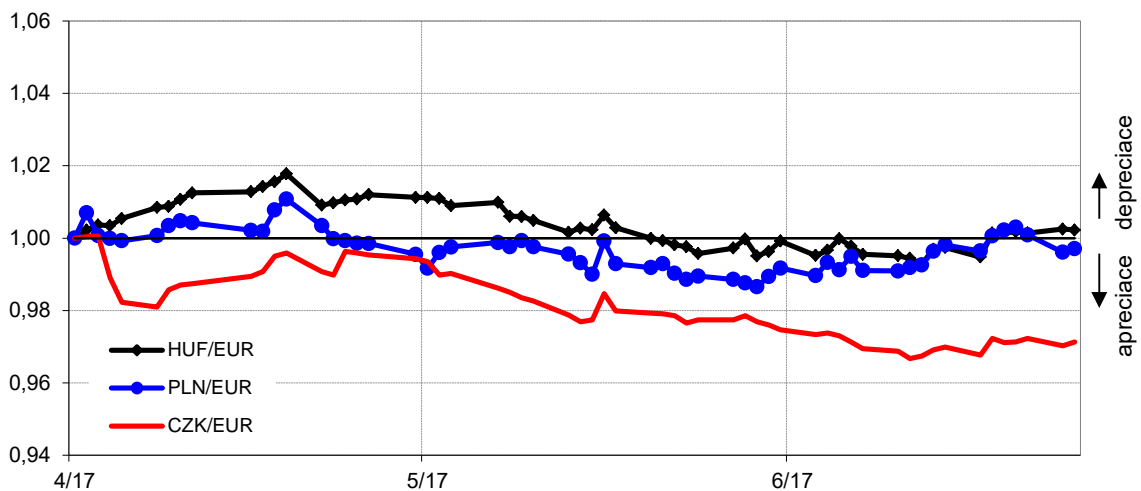
Graf 12: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



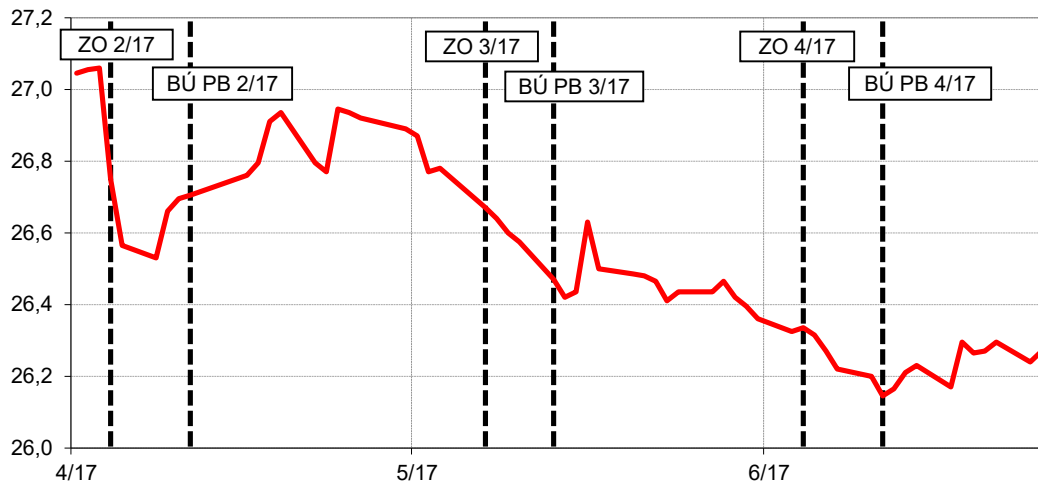
Graf 13: Úrokové rozpětí v ČR



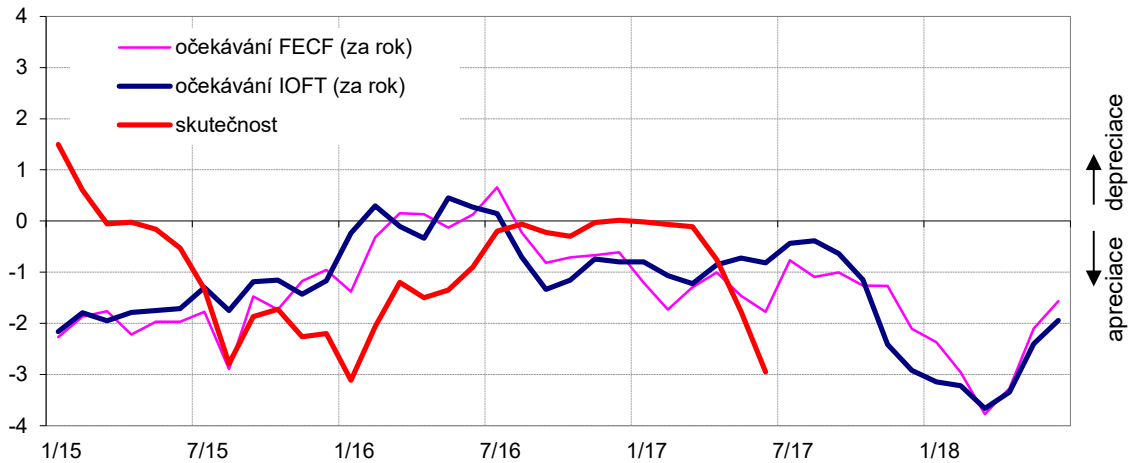
Graf 14: Kurzy středoevropských měn (1.4. = 1,00)



Graf 15: Kurz CZK/EUR

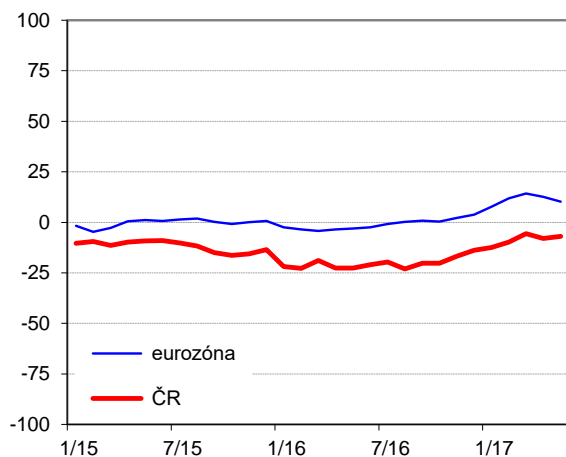


Graf 16: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

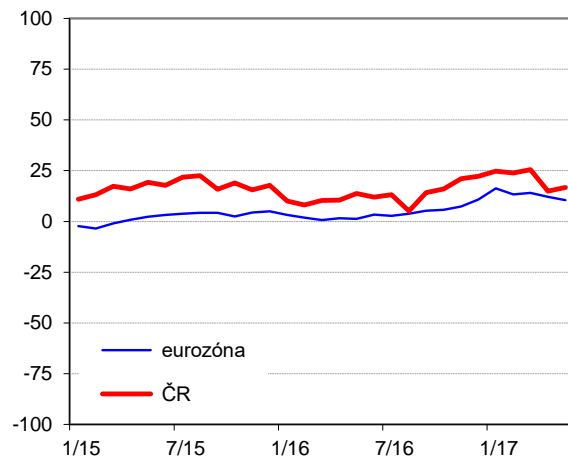


Graf 17: Inflační očekávání a vnímání inflace u domácností (mezinárodní srovnání, saldo odpovědi)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

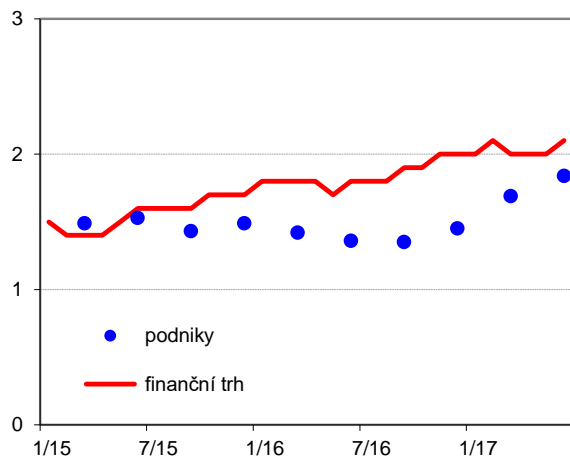


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

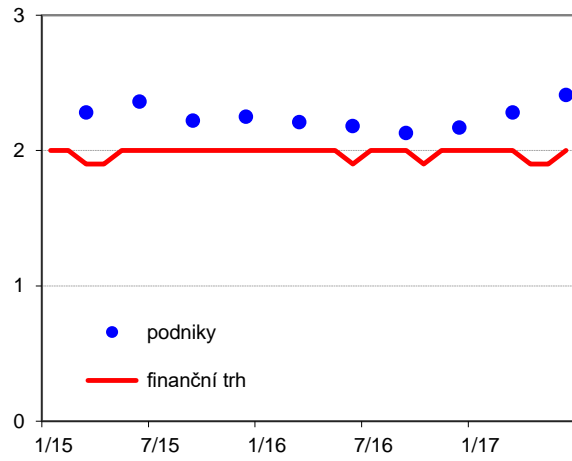


Graf 18: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

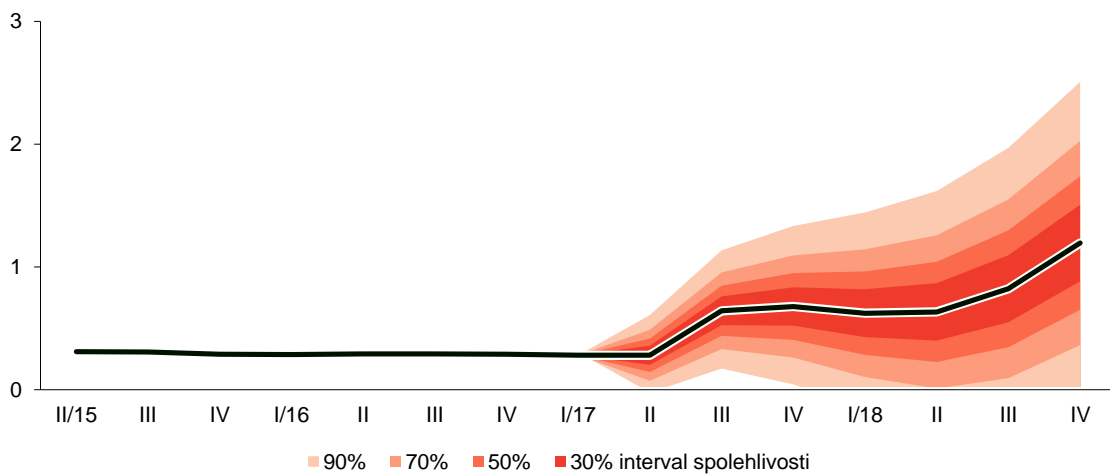
Inflační očekávání v horizontu 1R



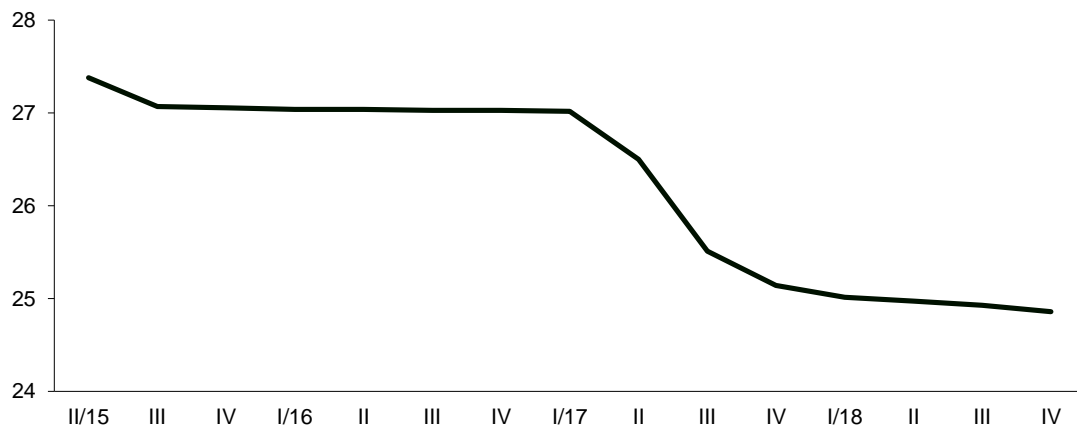
Inflační očekávání v horizontu 3R



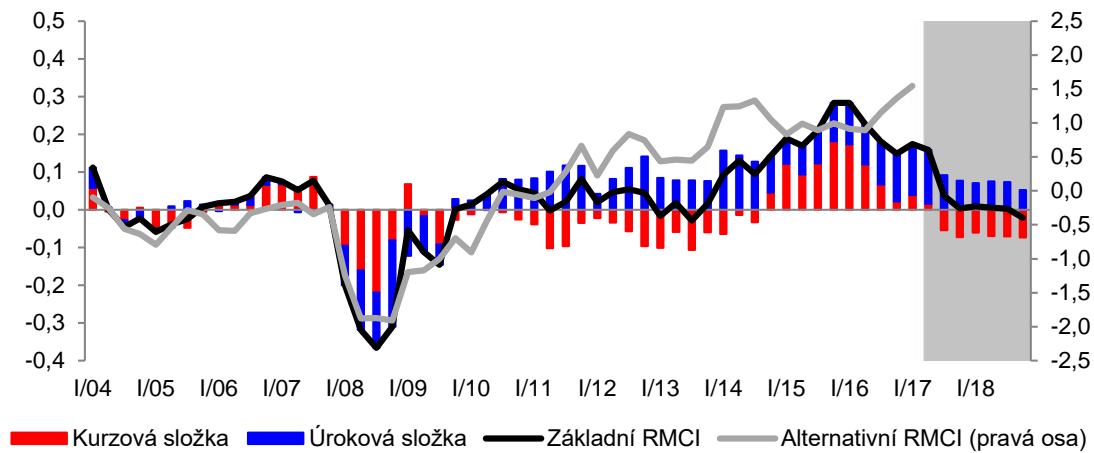
Graf 19: Vějířový graf úrokových sazeb v %



Graf 20: Prognóza měnového kurzu CZK/EUR

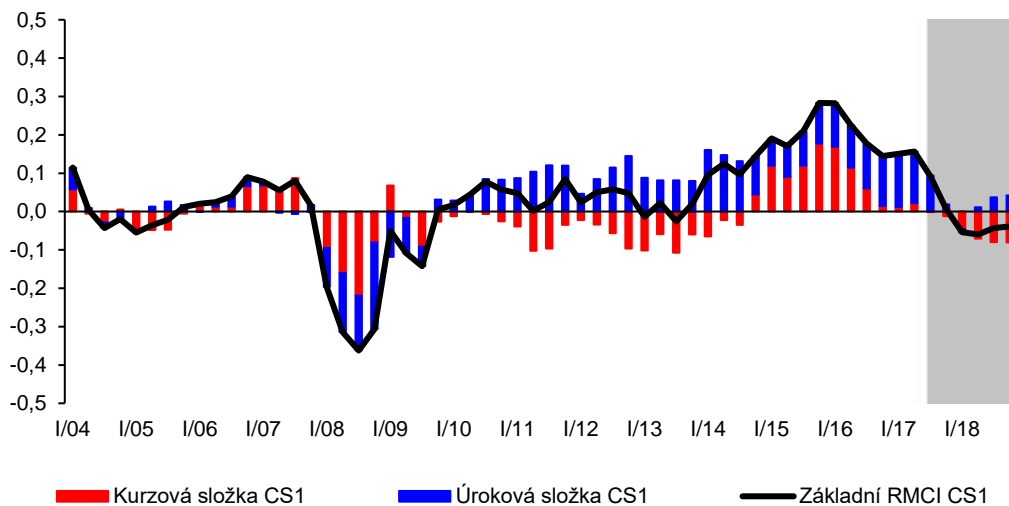


Graf 21: Index reálných měnových podmínek

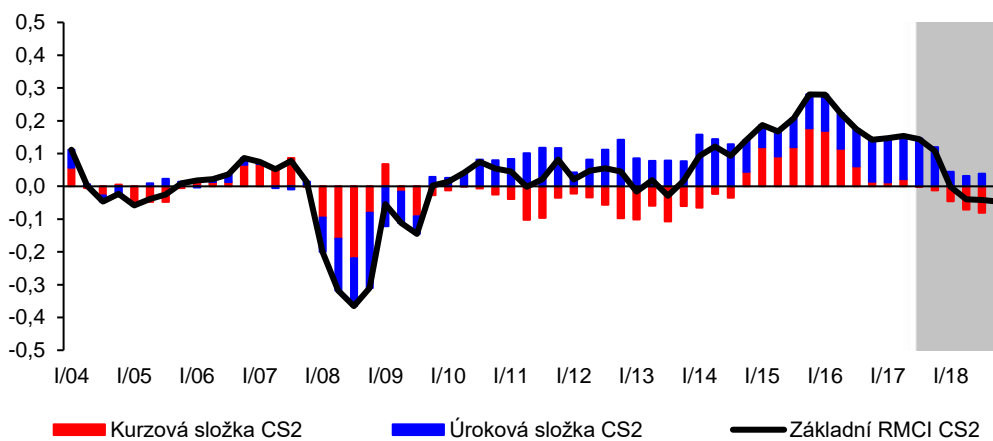


Poznámka: u základního indexu kladné hodnoty odpovídají uvolněným měnovým podmínkám a naopak u alternativního indexu růst hodnoty odpovídá uvolňování měnových podmínek a naopak

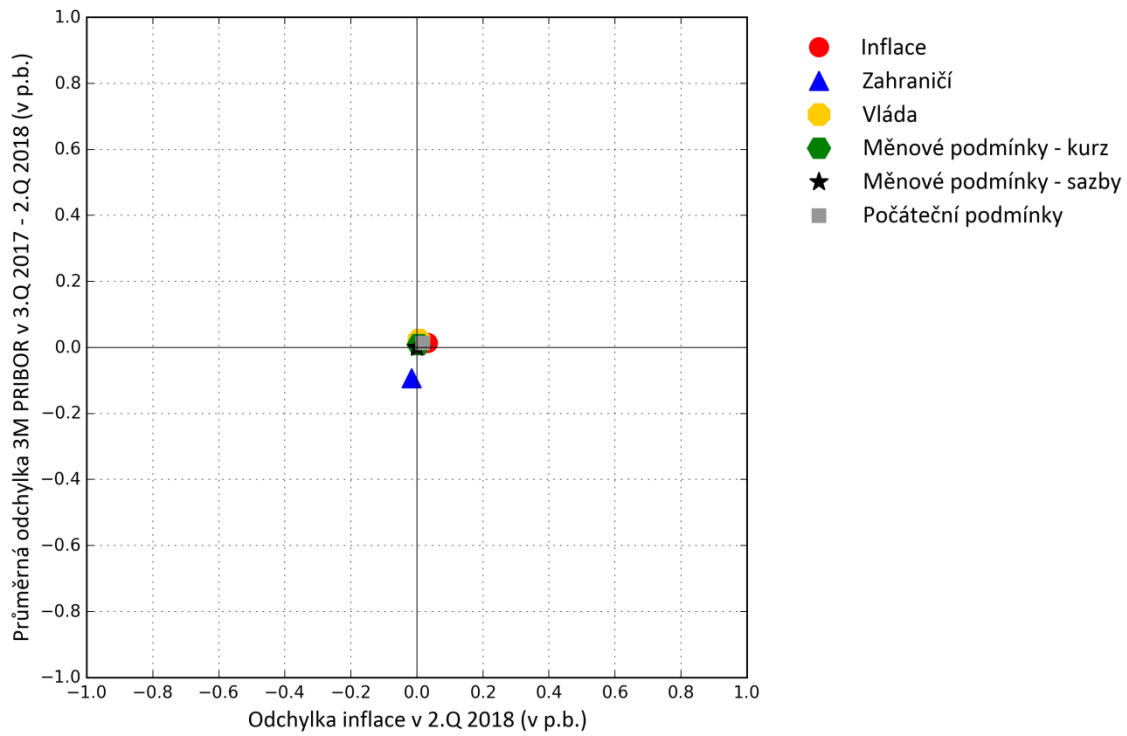
Graf 22: Index reálných měnových podmínek pro citlivostní scénář kurzu (základní propočty)



Graf 23: Index reálných měnových podmínek pro citlivostní scénář kurzu se sazbami ze 4. SZ (základní propočty)



Graf 24: Graf rizik inflační prognózy (GRIP) ze 3. SZ 2017



Graf 25: Historická ukázka: Graf rizik inflační prognózy (GRIP) ze 2. SZ 2008 (výrazný rozptyl bodů)

