

Měnověpolitické doporučení pro 5. SZ 2017

Sekce měnová

1. Prognóza z 5. SZ 2017

Východiskem pro srpnové měnověpolitické zasedání je **nová makroekonomická prognóza z 5. SZ 2017**. Následující odstavce ve stručnosti shrnují počáteční podmínky, předpoklady a vyznění nové prognózy.

Inflace se ve druhém čtvrtletí 2017 mírně snížila, nadále však zůstávala v horní polovině tolerančního pásma cíle ČNB. Růst spotřebitelských cen byl tažen především zvyšující se jádrovou inflací a cenami potravin, na druhé straně v návaznosti na vývoj cen ropy výrazně zvolnila dynamika cen pohonných hmot. Měnověpolitická inflace byla o 0,1 p.b. vyšší než celková inflace vlivem lehce záporného primárního příspěvku změn nepřímých daní.

Ekonomika v efektivní eurozóně poroste na celém horizontu prognózy zhruba 2% tempem, přičemž nejrychlejší bude ve druhém pololetí letošního roku. Růst cen průmyslových výrobců bude v průběhu letošního a počátkem příštího roku slábnout vlivem odeznívání vlivu předchozího zvýšení cen energetických a průmyslových surovin. Efektivní ukazatel růstu spotřebitelských cen v eurozóně se udrží pod hranicí 1,5 % do začátku roku 2018. Poté se zvýší, nicméně ani na konci horizontu prognózy se neočekává dosažení hodnoty 2 %. Výhled tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR se v důsledku nadále uvolněné měnové politiky ECB pohybuje až do začátku roku 2019 v záporných hodnotách. Kurz eura vůči americkému dolaru by měl zůstat zhruba stabilní.

Růst české ekonomiky v letošním roce zrychlí znatelně nad 3% hranici, mírně nad ní se udrží i v následujících dvou letech. Růst domácí ekonomické aktivity bude tažen robustním vývojem spotřeby domácností odrážejícím optimismus spotřebitelů v prostředí pokračujícího růstu zaměstnanosti, zrychlujících mezd a nízkých úrokových sazeb. Investice oživí, a to především ve vládním sektoru v důsledku zvýšeného čerpání evropských fondů. Ekonomika bude těžit i z pokračujícího růstu poptávky v zemích našich hlavních obchodních partnerů. Kladný příspěvek čistého vývozu k růstu HDP však postupně odezní v důsledku posílení kurzu koruny a zvýšení dynamiky dovozu vlivem zrychlení domácí poptávky. Stabilně rostoucí poptávka po práci se při stále zřetelnějším nedostatku volné pracovní síly projeví dalším rychlým růstem mezd.

Inflace letos setrvá v horní polovině tolerančního pásma 2% cíle. Inflační tlaky v současnosti kulminují, když odrážejí pokračující růst domácí ekonomiky a zrychlující mzdovou dynamiku. V následujícím období růst domácích nákladů zvolní vlivem zvyšování dynamiky produktivity práce, a to přes ještě mírně zrychlující růst mezd a ekonomické aktivity. Aktuálně již jen lehce proinflační působení dovozních cen se rychle změní na protiinflační v důsledku utlumené dynamiky zahraničních výrobních cen a posilujícího kurzu. Začátkem příštího roku se tak inflace sníží k 2% cíli ČNB a na horizontu měnové politiky se bude nacházet lehce pod ním.

Kurz koruny vůči euru dále posílí ze současných cca 26 CZK/EUR až k hodnotám těsně pod 25 CZK/EUR v následujících dvou letech. Ve směru posílení kurzu bude působit pokračující reálná konvergence české ekonomiky k zemím eurozóny, kladný úrokový diferencíál vůči

eurozóně a pokračující nákupy aktiv ze strany ECB. Prognóza kurzu ovšem nebere (s výjimkou predikce pro letošní 3. čtvrtletí) do úvahy, že jeho posilování může být nadále výrazně tlumeno tzv. překoupeností trhu. Ta je dána zajištěním kurzového rizika ze strany vývozců provedeným před opuštěním kurzového závazku ČNB a velkým objemem korunových pozic finančních investorů.

S prognózou je konzistentní nárůst domácích tržních úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí 2017 a poté i v průběhu dalších dvou let. Návrat úrokových sazeb k dlouhodobě neutrální úrovni přitom bude zhruba do poloviny příštího roku výrazně brzděn pokračujícím kvantitativním uvolňováním ECB vytvářejícím tlak na posilování kurzu koruny.

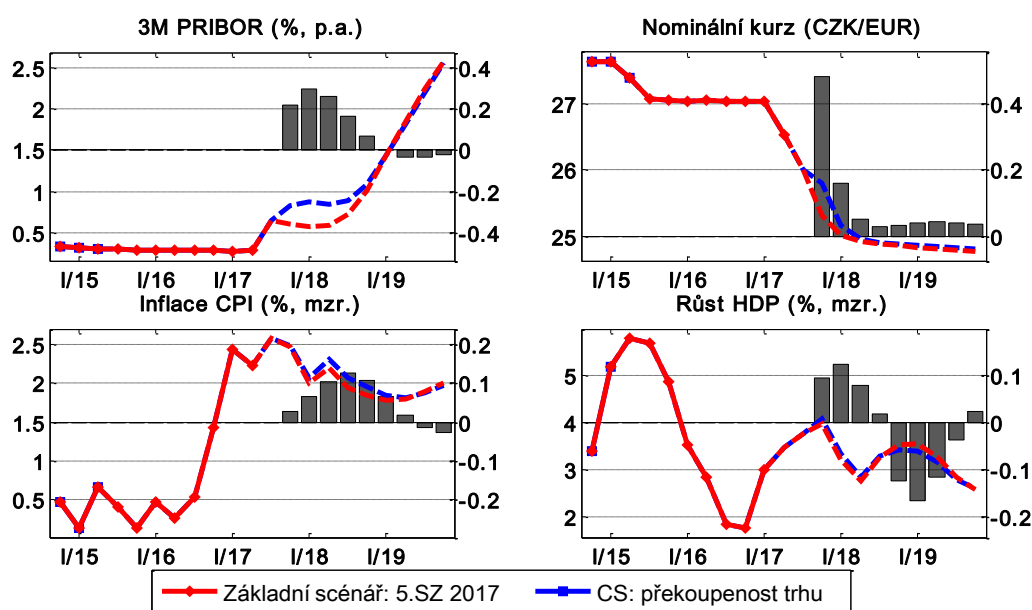
V průběhu zpracování prognózy byly identifikovány dvě nejistoty. Hlavní nejistotou je vývoj měnového kurzu, který může posilovat pozvolněji oproti prognóze vlivem „překoupenosti“ trhu s korunou. Dále byla identifikována nejistota týkající se síly fundamentálních inflačních tlaků z domácí ekonomiky. Ty prognóza hodnotí jako výrazné, navzdory relativně umírněnému vývoji inflace v posledních měsících, který je částečně připisován krátkodobým faktorům.

V souhrnu hodnotí sekce měnová rizika prognózy jako **vychýlená ve směru citlivostního scénáře**, který naznačuje potřebu poněkud výraznějšího resp. plynulejšího zvyšování úrokových sazeb oproti prognóze.

2. Diskuze dopadů pozvolnějšího posilování kurzu

Hlavní nejistotou zůstává vývoj měnového kurzu, který by v důsledku překoupenosti trhu s korunou mohl v následujících čtvrtletích posilovat pozvolněji oproti prognóze. Toto riziko kvantifikuje citlivostní scénář (viz Graf 1), který předpokládá pouze pozvolné posilování kurzu koruny do konce letošního roku (z 26 CZK/EUR pro 3. čtvrtletí na 25,80 CZK/EUR pro 4. čtvrtletí). Během roku 2018 pak bude i dle předpokladů citlivostního scénáře vývoj kurzu tažen jen fundamentálními faktory (tedy bez vlivu chybějící protistrany), a kurz se tak postupně vrátí do blízkosti trajektorie ze základního scénáře prognózy.

Graf 1: Citlivostní scénář pozvolnějšího posilování kurzu

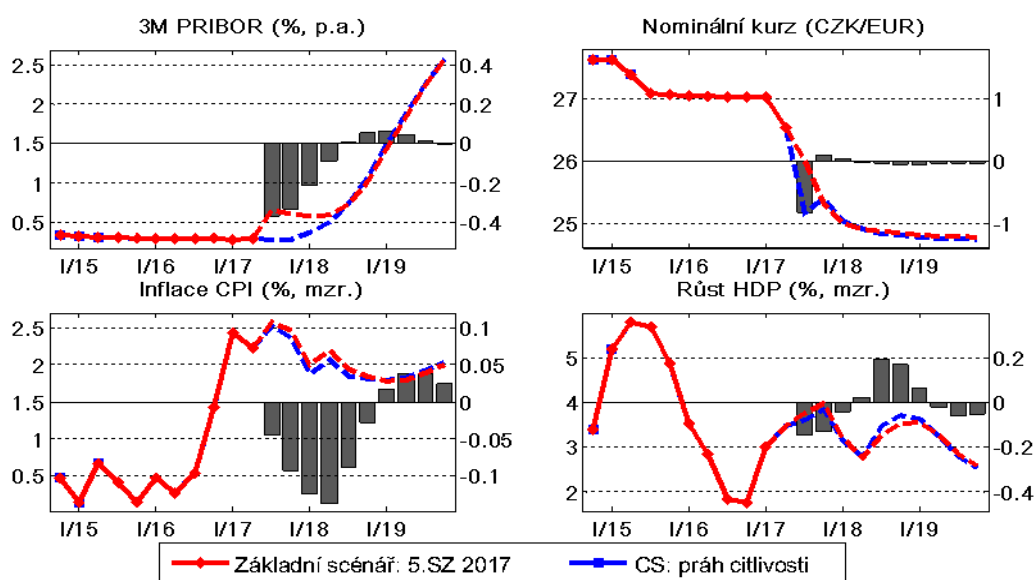


Citlivostní scénář ukazuje, že pozvolnější posilování kurzu tlačí prostřednictvím méně výrazného poklesu dovozních cen na vyšší inflaci oproti základnímu scénáři. Aby inflace zůstala na horizontu měnové politiky poblíž 2% inflačního cíle, musí dojít ke zpřísnění měnových podmínek cestou poněkud výraznějšího, resp. plynulejšího zvyšování úrokových sazeb oproti základnímu scénáři. Úrokové sazby proto po zvýšení ve třetím čtvrtletí letošního roku pokračují v nárůstu až téměř k 1 % ve čtvrtém čtvrtletí 2017, kde setrvávají do poloviny příštího roku. Následně se úroková trajektorie citlivostního scénáře od scénáře základního téměř neliší. Slabší měnový kurz podporuje krátkodobě prostřednictvím rychlejší dynamiky vývozu také domácí ekonomickou aktivitu.

Citlivostní scénář tedy implikuje mírně odlišný (poněkud vyváženější) mix zpřísnění úrokové a kurzové složky měnových podmínek oproti prognóze. K udržení inflace poblíž inflačního cíle na horizontu měnové politiky je potřeba provést postupnou neutralizaci měnových podmínek. Ta je v základním scénáři doručena kombinací posilování kurzu během letošního a příštího roku a zvýšení sazeb ve třetím letošním čtvrtletí a pak až ve druhé polovině roku 2018 (viz též vývoj RMCI v Grafu 20 na konci MPD). Pokud bude kurz posilovat pozvolněji, než čeká prognóza, mělo by dle citlivostního scénáře dojít k poněkud rychlejšímu nárůstu úrokových sazeb na konci letošního roku. Takový vývoj by přitom byl z hlediska robustnosti opuštění nulové dolní hranice úrokových sazeb pro ČNB příznivější, než příběh základního scénáře.

Nelze samozřejmě ani nadále vyloučit možnost, že koruna posílí oproti prognóze rychleji, což by naopak omezilo prostor pro zvyšování sazeb v letošním roce. Standardní citlivostní scénář prahu citlivosti ukazuje, že v případě neočekávaného zpevnění kurzu na průměrnou hodnotu 25,20 CZK/EUR pro 3. čtvrtletí 2017 by sazby 3M PRIBOR zůstaly až do konce letošního roku stabilní. Výhledy inflace i HDP by se v takovém případě měnily jen nepatrně. Takový vývoj kurzu je však v krátkém období málo pravděpodobný.

Graf 2: Práh citlivosti – dopady neočekávaného krátkodobého vychýlení kurzu od prognózy na silnější stranu



3. Související měnověpolitické úvahy

Minulé MPD přineslo poměrně obsáhlou argumentaci sekce měnové ve prospěch brzkého zvýšení úrokových sazeb. Vyznění nové prognózy, pokud jde o výhled inflace, kurzu a úrokových sazeb, její srovnání s minulou prognózou a bilancí rizik na tomto názoru sekce nic zásadního nemění. Nadále platí, že potřeba zpřísnování měnové politiky vyplývá zejména z ekonomických, resp. měnověpolitických argumentů. Česká ekonomika se nachází lehce nad svým potenciálem, kde setrvává i v následujících dvou letech. Inflace se v současnosti pohybuje v horní polovině tolerančního pásma cíle; na horizontu měnové politiky sice prognóza leží lehce pod 2% cílem, ale to je do značné míry dáno utlumenou dynamikou zahraničních výrobních cen i domácích regulovaných cen a poměrně rychle posilujícím kurzem v nejbližších čtvrtletích.

Postupné zvyšování úrokových sazeb je i nadále žádoucí též z hlediska finanční stability, resp. makrobezpečnostní politiky. Při plném respektování existence dvou samostatných mandátů ČNB (MP a FS) vybavených dvěma různými množinami nástrojů bychom se měli vyvarovat toho, kdy bude měnová politika ČNB dlouhodobě a výrazně ve stavu „blowing-with-the-wind“ (tedy v současných tuzemských podmínkách podporovat již poměrně „pěkně rozjetou pártu“ na trhu úvěrů a nemovitostí), zvláště pokud takové její nastavení není potřeba z hlediska plnění cíle cenové stability.

Sekce měnová proto doporučuje přistoupit k prvnímu zvýšení úrokových sazeb na srpnovém zasedání. Optimální bude zvedat sazby postupně, v menších krocích.¹ To spolu s doprovodnou komunikací umožní ekonomickým subjektům porozumět našim krokům a současně sníží riziko případných nadměrných výkyvů na finančních trzích. Komunikace ČNB po červnovém měnovém zasedání bankovní rady a nová data zveřejněná od té doby vedly významnou část trhu k přesvědčení, že k prvnímu zvýšení měnověpolitických úrokových sazeb dojde již na srpnovém zasedání (viz část 7 MPD). Kurz zatím nejeví známky nadměrného posilování a rezerva vůči tomu, co implikuje ohledně kurzu na příštích několik čtvrtletí nová prognóza, je poměrně velká.

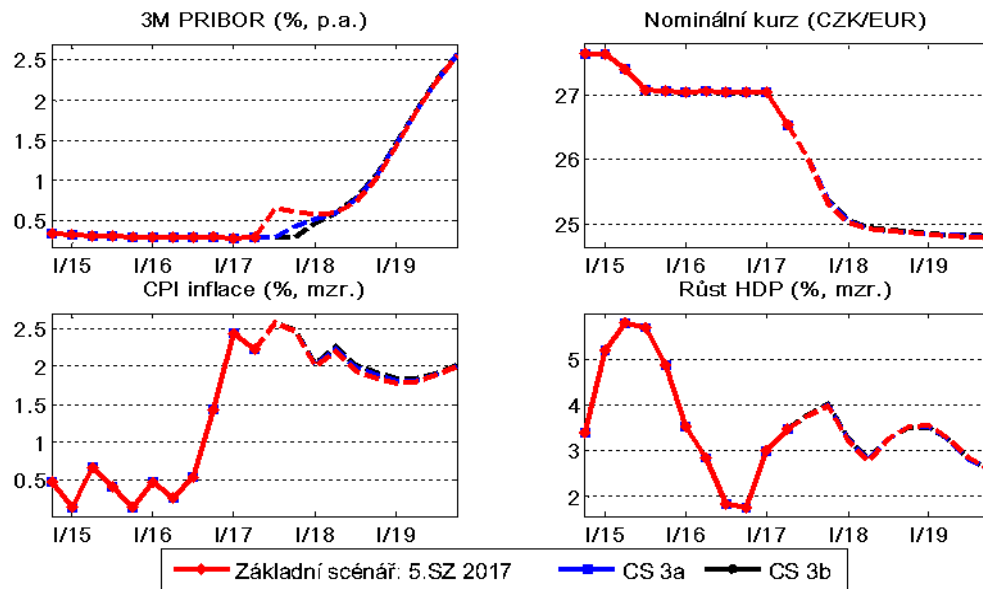
Jak ukazuje měnověpolitický experiment v Grafu 3, odklad prvního zvýšení sazeb o jedno (CS 3a), resp. o dvě čtvrtletí (CS3b) by vedl jen k nepatrným změnám v trajektoriích inflace, růstu HDP, kurzu CZK/EUR a následně i samotných úrokových sazeb. Takový experiment je však nutno chápat v kontextu způsobu jeho provedení. V jádrovém predikčním modelu je totiž takový odklad simulován jako krátkodobý neočekávaný měnověpolitický šok, kdy se úrokové sazby z nějakého důvodu dočasně odchýlí od své optimální trajektorie. Jinými slovy jde o simulaci krátkodobého prodloužení období stability úrokových sazeb, které je však nesystematickým krokem ze strany centrální banky, kterým jsou překvapeny všechny ekonomické subjekty. Očekávání agentů, pokud jde o budoucí vývoj inflace, kurzu, úrokových sazeb atd. nejsou v takovém scénáři dotčena. Kredibilita centrální banky a síla stabilizačního působení měnové politiky i její schopnost ukotvovat inflační očekávání u cíle zůstávají v takových podmínkách též nedotčeny. Proto je dopad do výhledu všech hlavních veličin v dalším období zanedbatelný.² V realitě se však mohou dopady nečinnosti měnové politiky zvětšovat, pokud začnou ekonomické subjekty ztrácet víru ve stabilizační roli

¹ Rizika nové prognózy hodnotí sekce měnová jako vychýlená ve směru citlivostního scénáře, který naznačuje potřebu poněkud výraznějšího, resp. plynulejšího zvyšování úrokových sazeb oproti základnímu scénáři prognózy.

² V aktuální situaci by nebyly dopady odložení zvyšování sazeb výrazné, ani pokud by byl tento šok simulován jako očekávaný. Důvodem je fakt, že první krok v utahování měnové politiky není bezprostředně následován dalším zvyšováním sazeb, takže centrální banka může své prodlení rychle napravit.

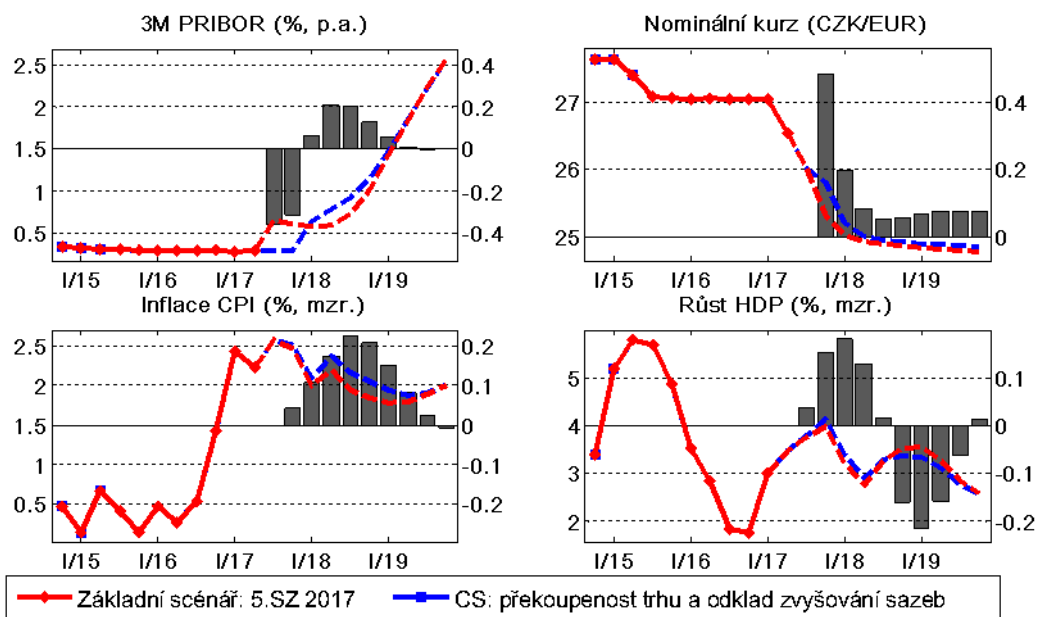
měnové politiky, resp. pokud se začnou domnívat, že důvodem záměrně uvolněnější měnové politiky vůči prognóze by mohlo být faktické cílování vyšší než 2% inflace.

Graf 3: Měnověpolitický experiment odkladu prvního zvýšení úrokových sazeb



Lze navíc simulovat i kombinaci měnověpolitického experimentu odkladu prvního zvýšení úrokových sazeb o dvě čtvrtletí s citlivostním scénářem pozvolnějši posilování koruny (viz Graf 4). Tento scénář ukazuje, že v případě slabšího kurzu by neočekávaný krátkodobý měnověpolitický šok v podobě odkladu prvního zvýšení úrokových sazeb o dvě čtvrtletí bylo nutné kompenzovat jejich výraznějším nárůstem v příštím roce. Inflace by byla na horizontu měnové politiky o cca 0,2 p.b. vyšší.

Graf 4: Měnověpolitický experiment odkladu zvyšování úrokových sazeb o dvě čtvrtletí v kombinaci s pozvolnějším posilováním kurzu dle citlivostního scénáře



4. Návrat ke zveřejňování prognózy měnového kurzu

Se zavedením kurzového závazku ČNB přestala zveřejňovat svou prognózu kurzu CZK/EUR formou vějířového grafu, neboť graf kurzu v době platnosti závazku neměl vypovídací hodnotu a naopak pro období blízkého se ukončení závazku by poskytl informace, které by mohly být využity k arbitráži. S návratem ke standardnímu režimu měnové politiky však vyvstává otázka obnovení standardní praxe zveřejňování trajektorie kurzu.

Návrat ke zveřejňování prognózované trajektorie kurzu formou vějířového grafu doporučuje sekce měnová provést až s odstupem po prvním zvýšení úrokových sazeb, tj. pravděpodobně buď v listopadu či únoru (bude-li vývoj do té doby poměrně spojitý). Důvodem je to, že pro ČNB bude v tuto chvíli výhodnější, pokud se vývoj vydá cestou citlivostního scénáře pomalejšího posilování kurzu, spíše než cestou scénáře základního, v němž kurz v dalších několika čtvrtletích poměrně ztlačí (a doručí významnou část neutralizace měnových podmínek). Vývoj dle citlivostního scénáře by totiž umožnil plynulejší zvyšování úrokových sazeb ve srovnání se základním scénářem. To by bylo výhodnější z hlediska měnověpolitického (umožnilo by to robustnější opuštění ZLB, resp. vyváženější skladbu postupné neutralizace – dosud velmi uvolněných – měnových podmínek). Plynulé zvyšování úrokových sazeb by současně bylo vítáno i z hlediska finanční stability, resp. makrobezpečnostní politiky.

Zveřejnění (znatelně posilující) kurzové trajektorie dle prognózy by v souběhu s prvním zvýšením úrokových sazeb mohlo vést k výraznému posílení kurzu. To by ohrozilo plynulost dalšího zvyšování sazeb. Trhy by totiž – v situaci, kdy jsme ještě relativně krátce po ukončení kurzového závazku – mohly být nadměrně citlivé na informace tohoto typu a dávat jim větší váhu, než je v normálních dobách obvyklé/adekvátní. Námi samotnými stimulovaná resp. koordinovaná očekávání budoucího výrazného posílení koruny by tak mohla oslabit fungování překoupenosti trhu s korunou jakožto stabilizátoru kurzového vývoje. Robustní opuštění nulové hranice úrokových sazeb by bylo při takovém vývoji méně reálné.

Proto bude dobré návrat k publikování kurzu neuspěchat. Po provedení prvního zvýšení úrokových sazeb a zjištění následné tržní reakce na tento očekávaný krok ČNB zváží – v kontextu všech ostatních nově dostupných informací – tempo dalšího zvyšování úrokových sazeb. Současně bude možno prohlásit období nulových úrokových sazeb za ukončené a návrat do standardního režimu měnové politiky za úspěšně provedený. S tím bude dobře korespondovat i následné obnovení praxe zveřejňování kurzové trajektorie z prognózy vyjadřující i z hlediska transparence měnové politiky návrat k normálu.

Podrobnější diskuse ohledně publikování prognózy kurzu je součástí přílohy na konci MPD.

5. Vyjádření sekce bankovních obchodů

Koruna po červnovém měnovém zasedání posílila a plíživým způsobem pokračuje v posilování s tím, jak se banky postupně přiklání k možnosti zvýšení sazeb již na zasedání 3. srpna. Nejsilnější hodnota byla zatím 25,995. Kolem hranice 26,000 spíše dominuje částečné vybírání zisků z existujících dlouhých korunových pozic.

K zajímavému vývoji došlo na trhu derivátů. Přes konec pololetí byla patrná výraznější distorze, což je běžné, nicméně distorze na počátku nového období obvykle rychle odezní. Tentokrát se na krátkém konci křivky udržela až do poloviny měsíce, což lze vysvětlit situací na trhu pokladničních poukázek. Dne 30. června zmaturovalo najednou několik emisí v celkovém objemu přes 21 mld. CZK a další emise proběhla až 14. července (první emise po

dvouměsíční pauze). Vzhledem k tomu, že pokladniční poukázky používali ve velkém spekulantů na posílení koruny, byli jsme svědky toho, že po splatnosti cenného papíru se dočasně přesunuli na trh derivátů, kde svou dlouhou CZK pozici rolovali až do emise nové poukázky³, čímž distorze derivátů odezněla. V srpnu je splatných dalších 6 emisí v celkové hodnotě 88 mld. CZK a v září jsou splatné poukázky ve výši 116 mld. Určitě to neznamená, že tento objem je celý v rukou spekulantů, část objemu je mimo jiné součástí zajištěných investic zahraničních investorů, které nemají přímý dopad na trh s korunou, ale i tak je splatnost takových objemů poměrně riziková. Protože zatímco první rollover probíhal v pozitivní atmosféře těsně po posledním měnovém zasedání, kdy banky začaly očekávat dřívější utahování měnové politiky a tím pádem i silnější korunu, srpnový může probíhat minimálně pro část investorů v opačné náladě. Část trhu totiž očekává letos pouze jedno zvýšení sazeb, které, když bude doručeno počátkem srpna, mohou hráči vyhodnotit tak, že k dalšímu zvýšení v dohledné budoucnosti nedojde, že tedy další posilování koruny je málo pravděpodobné, a tudíž nemá smysl dál dlouhou pozici držet. Tím pádem by pozici namísto rolloveru rovnou na spotu zavřeli.

Díky těmto očekáváním je pro nás těžko odhadnutelná reakce trhu na případné zvýšení sazeb. Jak jsme řekli v předchozím odstavci, zvýšení sazeb je poměrně široce očekáváno, ale nemusí nutně znamenat posílení koruny. Pokud převládne výše zmíněný názor, že náš hike je na delší dobu poslední, a že už není na co dál čekat, tak to může odstartovat výraznější zavírání dlouhých korunových pozic, což bude dále podpořeno faktem, že řadě investorů zároveň skončí financování devizové pozice (zmaturojí cenné papíry). Nemyslíme si ale, že by mělo dojít k dramatickému oslabení např. nad hranici 27 CZK/EUR. Naproti tomu pro jinou část trhu by srpnové zvýšení sazeb bylo jen potvrzením toho, že jejich očekávání, že začíná cyklus zvyšování sazeb, bylo správné, a tak určitě nebudou spěchat s odchodem z domácího devizového trhu. Velmi pravděpodobně se odehraje mix obou těchto scénářů.

6. Dosavadní komunikace ČNB

Na *tiskové konferenci po červnovém měnověpolitickém zasedání* guvernér ČNB J. Rusnok přednesl *Prohlášení bankovní rady*. Dubnové ukončení kurzového závazku bylo prvním krokem k postupnému návratu celkových měnových podmínek k normálu. Zvyšování úrokových sazeb bude podmíněno vývojem všech klíčových makroekonomických veličin včetně kurzu koruny.

Bankovní rada vyhodnotila *rizika stávající prognózy inflace* na horizontu měnové politiky jako lehce proinflační. V tomto směru může působit pozorovaný dynamičtější růst domácí ekonomické aktivity a mezd. Výrazným zdrojem nejistoty zůstával kurz koruny. Ten se oproti prognóze může v příštích čtvrtletích nacházet na slabších hodnotách, a to vlivem uzavírání korunových pozic finančních investorů v podmínkách chybějící protistrany pro tyto obchody. Naopak za protiinflační riziko prognózy byla označena nižší aktuální i očekávaná cena ropy. Bankovní rada konstatovala, že s ohledem na vyznění minulé prognózy a uvedenou bilanci jejích rizik je pravděpodobné, že ke zvýšení úrokových sazeb ČNB přistoupí v souladu s predikcí (tj. ve třetím čtvrtletí 2017).

V dalších dnech a týdnech se členové BR k měnové politice ČNB, resp. k jejímu budoucímu nastavení v médiích nevyjádřili.

³ Poukázka emitovaná 14.7. je splatná 8. září, plánovaný objem 0 – 5 mld. MF v reakci na silný zájem v aukci zvýšilo na 26 mld. s průměrným výnosem -40 b.p.

7. Reakce a očekávání finančních trhů

Červnové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno všemi analytiky. Stabilitu základních sazeb ČNB očekávalo 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.). Všichni respondenti předpokládali, že příští pohyb úrokových sazeb ČNB bude směrem nahoru, a to nejdříve ve 3Q17.

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR zůstaly stabilní, sklon výnosové křivky sazeb **PRIBOR** je rostoucí. Výhled sazeb **FRA** implikuje v ročním horizontu plynulý nárůst sazby 3M PRIBOR. S prognózou ČNB je konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb již ve třetím čtvrtletí letošního roku následovaný obdobím stability. V horizontu jednoho roku je tak tržní výhled lehce nad úrovní úrokových sazeb z prognózy ČNB.

Sazby **IRS** se od posledního zasedání BR mírně zvýšily ve všech splatnostech. Výnosová křivka sazeb IRS zůstává rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,6 p.b., spread 10R-1R činí 0,9 p.b. Výnosy státních dluhopisů se naopak od konce června posunuly níže, výnosová křivka leží v záporných hodnotách do splatnosti 3R.

Současná očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb jsou následující. První zvýšení základních úrokových sazeb ČNB (vesměs o 0,20 p.b.) je analytiky finančního trhu většinou očekáváno ve třetím čtvrtletí 2017, a to napříč všemi třemi šetřeními (*IOFT*, *Thomson Reuters*, *Bloomberg*). Část analytiků tento krok předpokládá již na srpnovém zasedání bankovní rady ČNB, ostatní na zářijovém, resp. nejpозději na listopadovém zasedání.

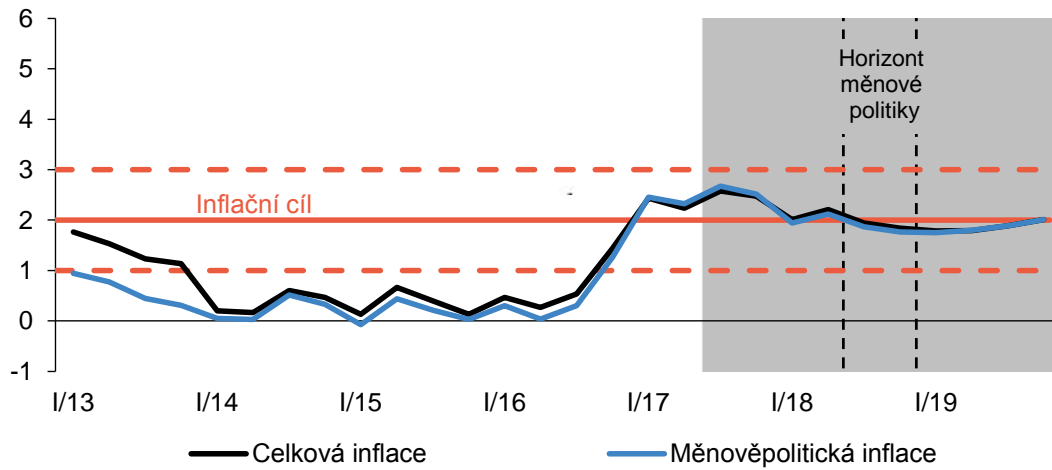
Analytici v rámci šetření *IOFT* i *FECE* očekávají, že kurz v ročním horizontu posílí mírně pod 26 CZK/EUR, zatímco prognóza ČNB předpokládá pro 3Q18 hodnotu 24,9 CZK/EUR.

8. Měnověpolitické doporučení sekce měnové

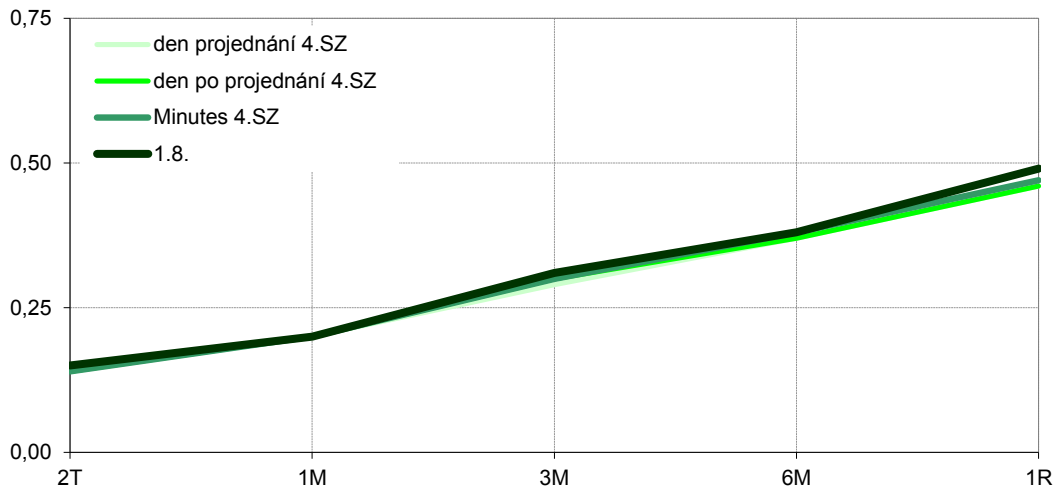
Sekce měnová doporučuje na srpnovém měnovém zasedání bankovní rady:

- zvýšit 2T repo sazbu na 0,25 %, lombardní sazbu na 0,50 % a diskontní sazbu ponechat na 0,05 %;
- komunikovat, že podle nové prognózy letos inflace setrvá v horní polovině tolerančního pásma cíle, začátkem příštího roku se sníží k 2% cíli ČNB a na horizontu měnové politiky se bude nacházet lehce pod ním;
- uvést, že přijaté rozhodnutí bankovní rady se opírá o novou prognózu, s níž je konzistentní nárůst úrokových sazeb ve 3. čtvrtletí letošního roku a poté i v průběhu dalších dvou let;
- vyhodnotit bilanci rizik nové prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako mírně proinflační, neboť kurz se může oproti prognóze v příštích čtvrtletích nacházet na slabších hodnotách, a to vlivem uzavírání korunových pozic finančních investorů v podmínkách chybějící protistrany pro tyto obchody;
- komunikovat, že časování a rychlost dalšího zvyšování úrokových sazeb budou podmíněny vývojem všech klíčových makroekonomických veličin (včetně kurzu koruny, s nímž je nadále spojena nejvýznamnější nejistota).

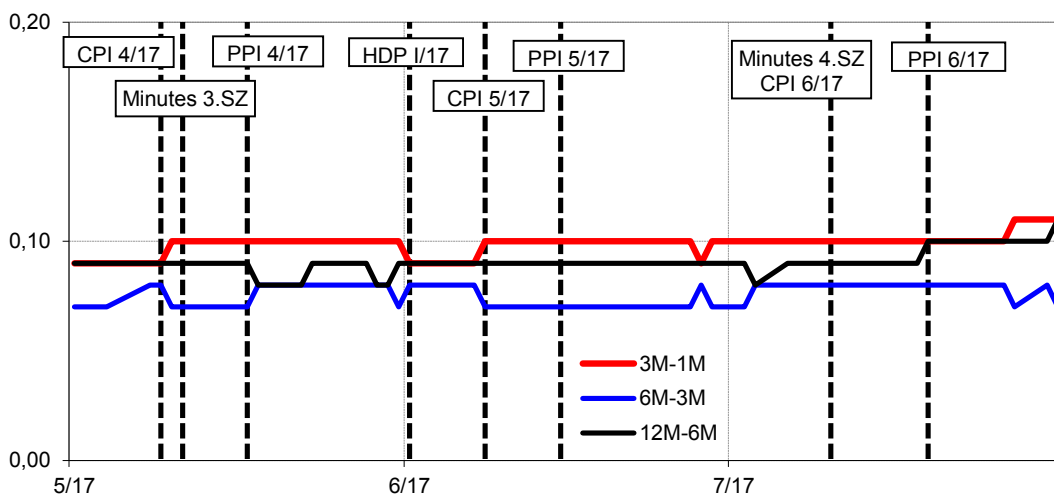
Graf 5: Prognóza inflace z 5. SZ 2017 a cíl ČNB



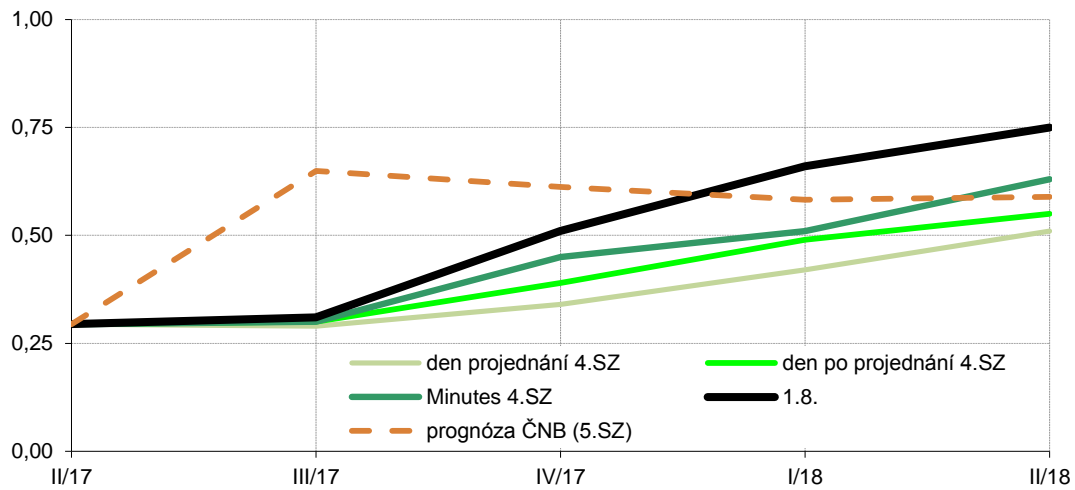
Graf 6: Výnosové křivky PRIBOR



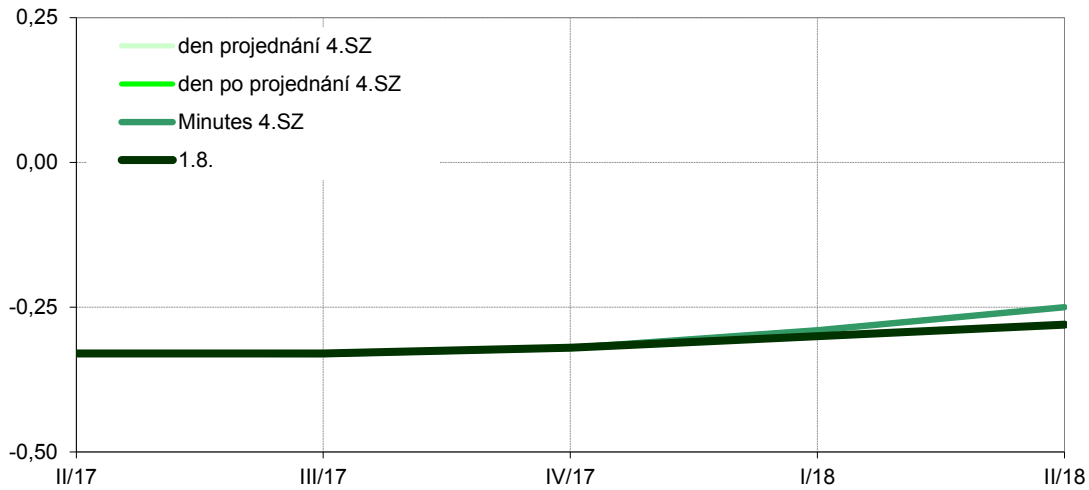
Graf 7: Úroková rozpětí – PRIBOR



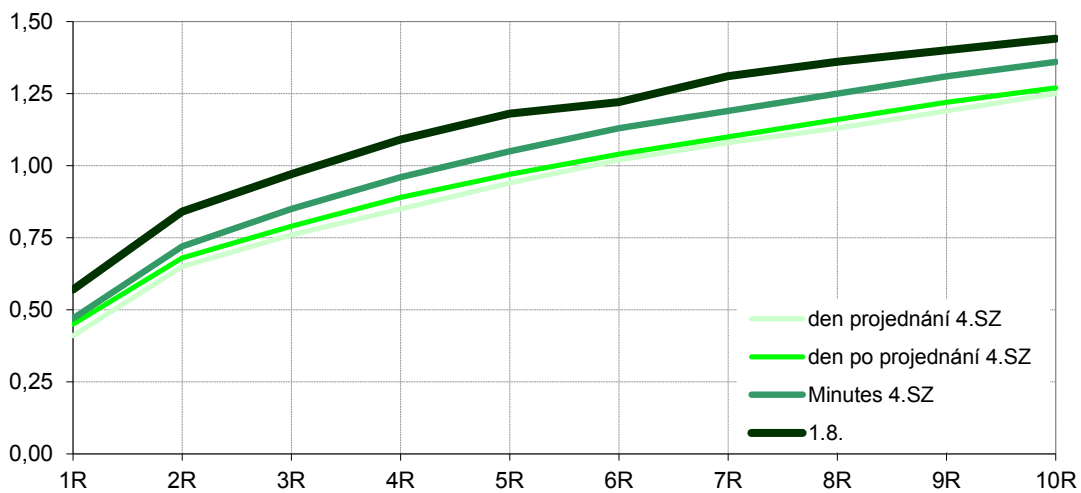
Graf 8: 3M PRIBOR, FRA



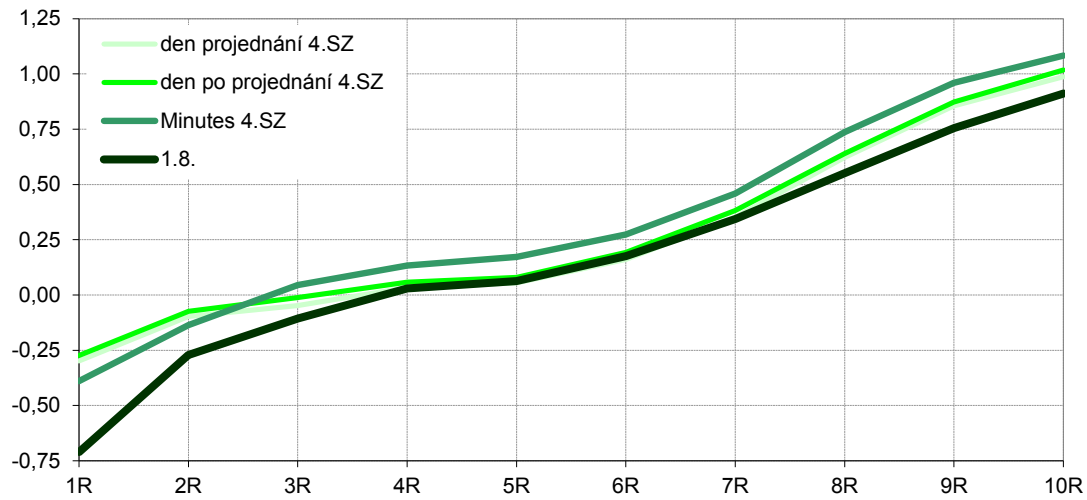
Graf 9: 3M EURIBOR, FRA



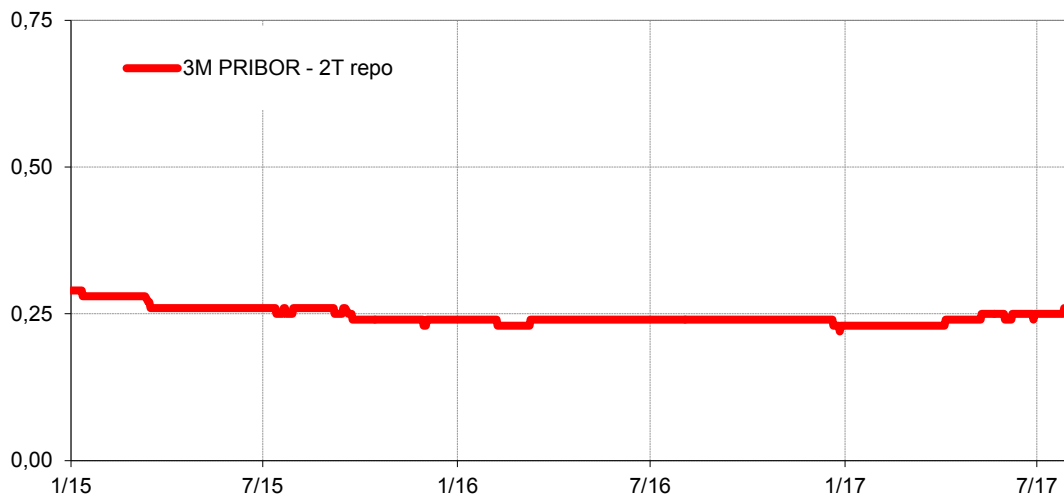
Graf 10: IRS CZK



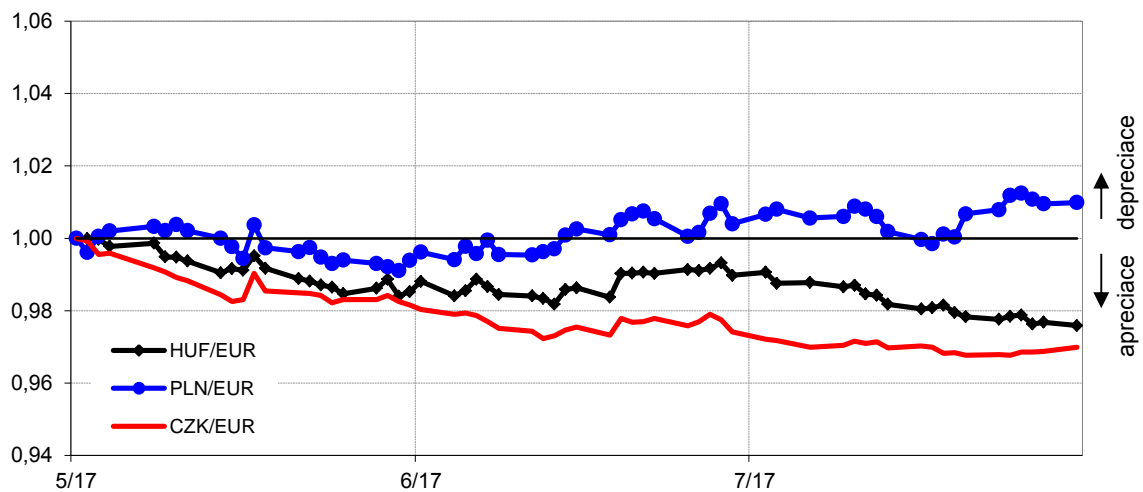
Graf 11: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



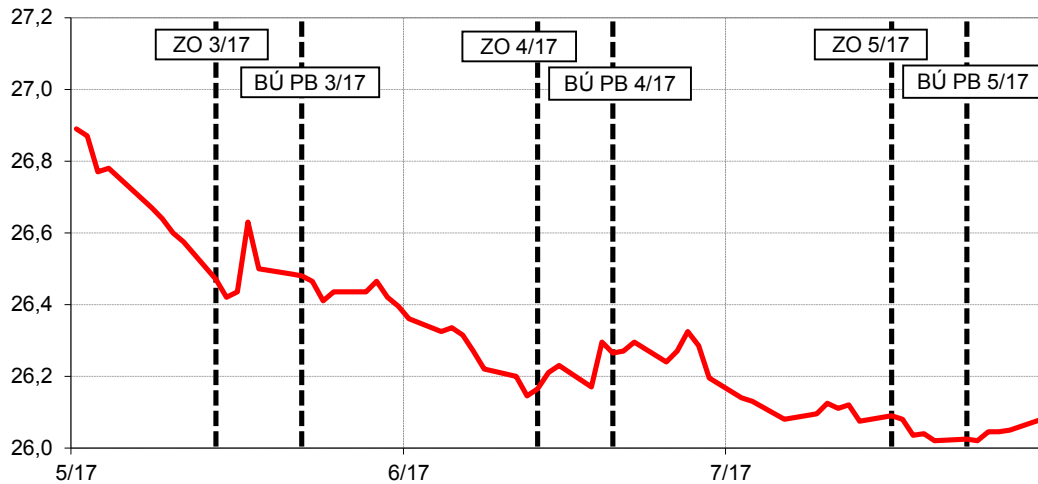
Graf 12: Úrokové rozpětí v ČR



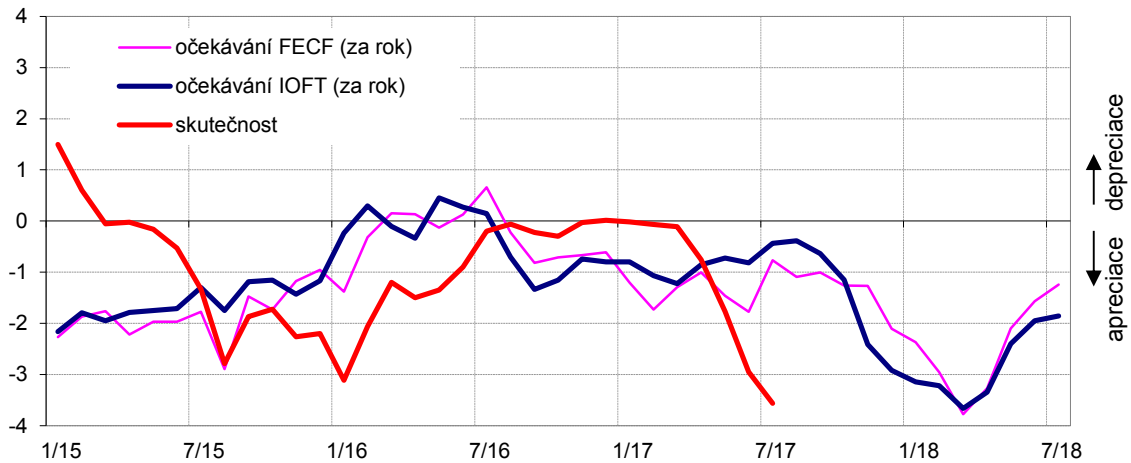
Graf 13: Kurzy středoevropských měn (1.5 = 1,00)



Graf 14: Kurz CZK/EUR

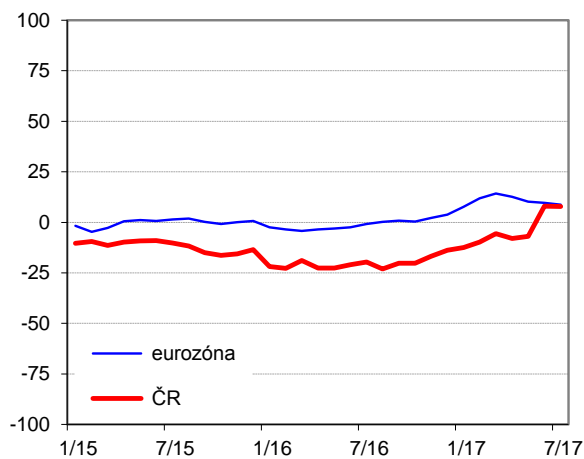


Graf 15: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

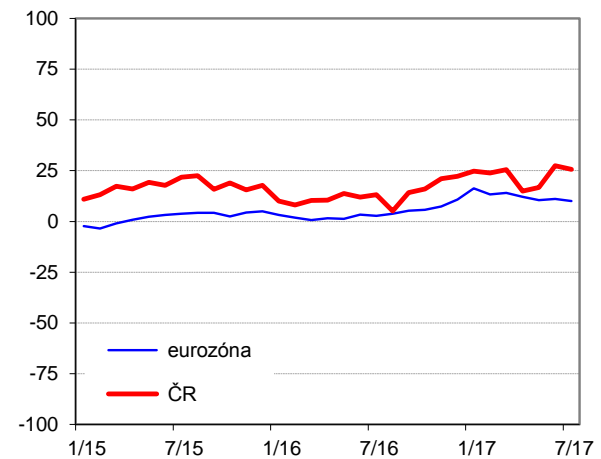


Graf 16: Inflační očekávání a vnímání inflace u domácností (mezinárodní srovnání, saldo odpovědi)

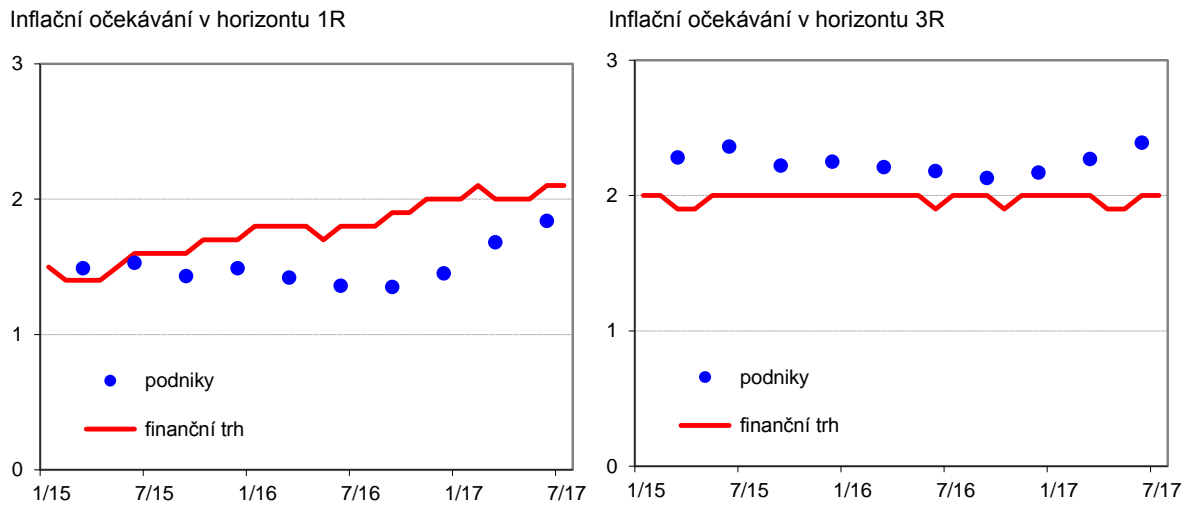
Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců



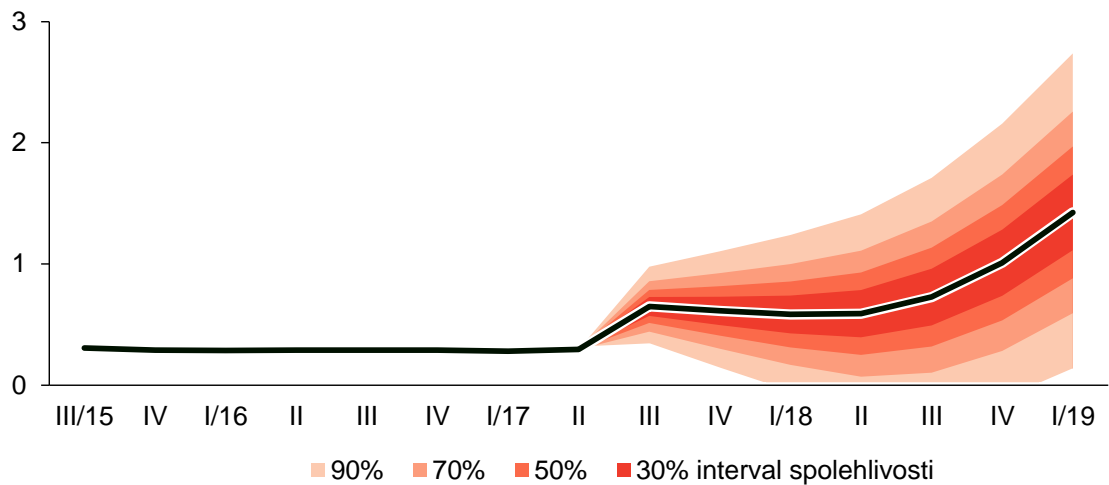
Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících



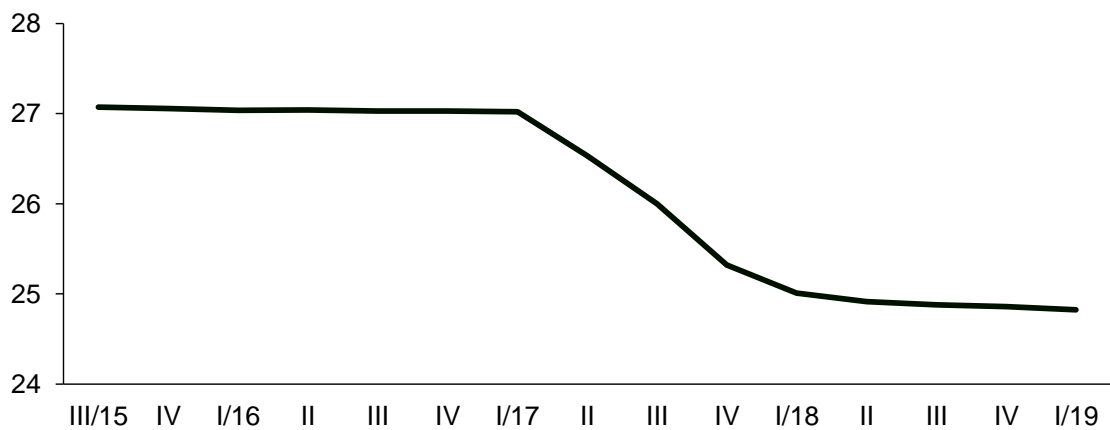
Graf 17: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %



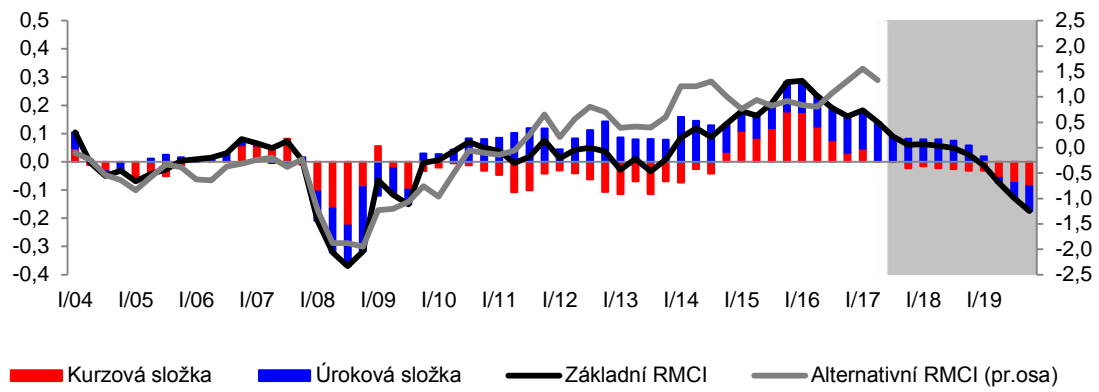
Graf 18: Vějířový graf úrokových sazeb v %



Graf 19: Prognóza měnového kurzu CZK/EUR



Graf 20: 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

Příloha MPD: Zveřejňování prognózy kurzu

V roce 2009 začala ČNB zveřejňovat svou prognózu kurzu CZK/EUR formou vějířového grafu. Stala se tak jedinou centrální bankou na světě zveřejňující svou prognózu nominálního kurzu ke konkrétní měně, a dostala se tak na samý vrchol v komunikační otevřenosti a transparentnosti měnové politiky.

Se zavedením kurzového závazku ČNB tuto praxi pozastavila, neboť graf kurzu v době trvání závazku neměl vypovídací hodnotu a naopak pro období blížícího se ukončení závazku by poskytl informace, které by mohly být využity k arbitráži. S návratem ke standardnímu režimu měnové politiky však vyvstává otázka obnovení praxe zveřejňování trajektorie kurzu.

Zveřejňování prognózy kurzu přitom stále není mezi centrálními bankami běžné. Z přehledu vzorku 17 zemí (15 zemí cílujících inflaci + eurozóna + Spojené státy, viz Tabulka 1) vyplývá, že zhruba polovina centrálních bank kurz vůbec neprognozuje (tj. předpokládají jeho stabilitu nebo jej odvozují od tržních očekávání). Z centrálních bank, které kurz prognozuje, jej v číselné podobě zveřejňuje zhruba polovina bank, vždy se však jedná o efektivní kurz, nikoliv o kurz k jedné konkrétní měně.⁴

Tabulka 1: Zveřejňování prognózy kurzu centrálními bankami

Země (počátek cílování inflace)	Publikace prognózy kurzu	Poznámky
Austrálie (1994)	ne (KK)	Grafická prognóza směnných relací. U kurzu předpokládána stabilita na současné úrovni.
Česká rep. (1998)	ne (EK)	Nominální kurz CZK/EUR byl publikován od roku 2009 do zavedení kurzového závazku v roce 2013.
Chile (1991)	ne (KK)	Je-li reálný kurz v daném čase v rovnováze, prognóza počítá s jeho stabilitou, v případě vychýlení počítá s postupným návratem k rovnováze. Pouze slovní komentář bez konkrétních hodnot či grafu.
Island (2001)	ano (EK)	Liniový graf efektivního kurzu.
Izrael (1992)	ne (EK)	Verbální popis trajektorie kurzu.
Kanada (1991)	ne (KK)	Předpoklad konstantního kurzu na současné hodnotě.
Kolumbie (1999)	ne (KK; dříve EK, zveřejněna)	Pravděpodobně předpoklad konstantního kurzu na současné hodnotě.
Maďarsko (2001)	ne (KK)	Předpoklad konstantního kurzu na současné hodnotě.
Norsko (2001)	ano (EK)	Efektivní kurz vážený dovozem.

⁴ Otázka publikování efektivního, či konkrétního nominálního kurzu byla v ČNB podrobně diskutována před zahájením publikování prognózy kurzu (tj. v průběhu roku 2008). K finálnímu rozhodnutí publikovat trajektorii nominálního kurzu CZK/EUR přispělo to, že predikční model ČNB prognozuje výhradně kurz CZK/EUR, dále skutečnost, že publikování efektivního kurzu by nepřineslo mnoho nových informací nad rámec očekávání kurzů z publikace Consensus Forecasts (tzn. oslabení pozitivních efektů plynoucích ze zveřejněné prognózy), a ohled na závazek budoucího přijetí eura.

Nový Zéland (1990)	ano (EK)	Efektivní kurz vážený celkovým objemem zahraničního obchodu.
Peru (1994)	ne (TO)	Očekávání dle výběrového šetření.
Polsko (1998)	ne (EK)	Omezený slovní komentář ukazující pouze hrubě na směr vývoje kurzu.
Švédsko (1993)	ano (EK)	Efektivní kurz vážený celkovým objemem zahraničního obchodu.
Švýcarsko (2000)	ne (KK)	Pravděpodobně předpoklad konstantního kurzu na současné hodnotě.
Velká Británie (1992)	ano (KK + EK)	Prognóza efektivního měnového kurzu spočtena jako průměr mezi současnou hodnotou kurzu a hodnotou kurzu vypočtenou na základě nepokryté úrokové parity. Zveřejněna číselná hodnota v horizontu dvou let.
Eurozóna	ne (KK)	Předpoklad konstantního kurzu na současné hodnotě.
Spojené státy	ne (EK)	Prognóza kurzu není zveřejňována.

Zdroj: národní centrální banky

Poznámky: **KK** = prognóza předpokládá konstantní kurz (není co zveřejňovat)
TO = prognóza předpokládá kurz dle tržních očekávání (kurz není endogenní)
EK = prognóza s endogenním kurzem

Obnovení zveřejňování prognózy nominálního kurzu CZK/EUR bude pro ČNB znamenat návrat k vysoké transparentnosti, a bude tak dalším signálem toho, že se ČNB vrátila ke standardní podobě měnové politiky. Větší transparentnost centrální banky přitom zvyšuje její možnost vysílat trhu klíčové signály, roste i předvídatelnost jejích kroků. Zveřejnění úplné informační množiny zároveň nutí centrální banku eliminovat případné vnitřní nekonzistence její predikce. Zveřejnění kurzové trajektorie přitom umožňuje členům BR se jasněji a transparentněji vymezovat vůči vyznění prognózy, neboť kurz je jedna z klíčových veličin prognózy.

Možnou obecnou výhradou proti zveřejňování prognózy kurzu v číselné podobě může být obava z vyvolání iluze nepodmíněného závazku či preference ze strany centrální banky. Naše zkušenost z dřívějšího publikování kurzové trajektorie (a rovněž z již déletrvajících publikování trajektorie sazeb) však ukazuje, že vhodná osvěta doprovázející začátek zveřejňování prognózy dokáže tomuto nepochopení zabránit. K případným dalším argumentům proti zveřejňování patří obava ze spekulací na pohyb kurzu a obava ze snížení důvěryhodnosti prognózy v případě výrazného odchýlení kurzu od předpokladů prognózy. Zde však současně platí, že znalost odchylky aktuálního kurzového vývoje od prognózy umožňuje uživatelům prognózy korektně přehodnotit svá očekávání ohledně ostatních proměnných, zejména pak sazeb, což může fungovat do určité míry jako „automatický stabilizátor“ inflace poblíž cíle (i stabilizátor kurzu poblíž prognózy).

S ohledem na převažující pozitiva plné transparency navrhuje sekce měnová se k praxi zveřejňování prognózy kurzu koruny vůči euru brzo vrátit. Obnovení této praxe učiní stávající dialog ČNB s analytiky a ostatními uživateli jejích prognóz opět plnohodnotným. Tímto krokem posílená transparentnost prognózy ČNB pak umožní vnějším pozorovatelům lépe porozumět měnové politice ČNB.

Návrat ke zveřejňování prognózované trajektorie kurzu formou vějířového grafu však doporučuje sekce měnová provést až s odstupem po prvním zvýšení úrokových sazeb. Důvodem je to, že se stále nacházíme relativně krátce po exitu z kurzového závazku a v této situaci by trhy mohly prognózovanou trajektorii kurzu mylně vnímat – navzdory všemu vysvětlování – jako vyjádření preference ze strany centrální banky. V kombinaci se zvýšením úrokových sazeb by to mohlo být vnímáno jako příliš „jestřábí“ signál z centrální banky, koordinující očekávání budoucího vývoje ve směru rychlého posilování kurzu. Přilákali bychom tak k investicím do korunových aktiv nejen nové investory jdoucí za úrokovým diferencíalem, ale též ty, kteří by znovu začali budovat pozice na budoucí posílení koruny (resp. bychom ty, kteří již tyto pozice vybudované mají, povzbudili v tom, ať je zatím neuzavírají a počkají si na jejich další zhodnocení). To vše by mohlo vést k poklesu vlivu chybějící protistrany pro uzavírání před exitem vytvořených významných spekulativních pozic, který by jinak i do budoucna pravděpodobně brzdil posilování kurzu v realitě oproti prognóze, která tento efekt s výjimkou výhledu na 3Q nezohledňuje.

Pro ČNB by přitom bylo výhodnější, pokud by se vývoj naopak vydal cestou citlivostního scénáře pomalejšího posilování kurzu, spíše než cestou scénáře základního, v němž kurz v dalších několika čtvrtletích poměrně znatelně posílí (a doručí větší část neutralizace měnových podmínek). Vývoj dle citlivostního scénáře by totiž umožnil plynulejší zvyšování úrokových sazeb ve srovnání se základním scénářem. To by bylo výhodnější z hlediska měnověpolitického (umožnilo by to robustnější opuštění ZLB, resp. vyváženější skladbu postupné neutralizace dosud velmi uvolněných celkových měnových podmínek). Plynulé zvyšování úrokových sazeb by současně bylo jistě vítáno i z hlediska finanční stability, resp. makrobezpečnostní politiky.

Proto bude dobré návrat k publikování kurzu neuspěchat. Po provedení prvního zvýšení úrokových sazeb a zjištění následné tržní reakce na tento očekávaný krok následně ČNB zváží – v kontextu všech dalších nově dostupných informací – tempo dalšího zvyšování úrokových sazeb. Současně bude možno prohlásit období nulových úrokových sazeb za ukončené a návrat do standardního režimu měnové politiky za úspěšně provedený. S tím bude dobře korespondovat i následné obnovení praxe zveřejňování kurzové trajektorie z prognózy vyjadřující i z hlediska transparency měnové politiky návrat k normálu.