

Měnověpolitické doporučení pro 6. SZ 2017

Sekce měnová

1. Prognóza z 5. SZ 2017

Východiskem pro zářijové měnověpolitické zasedání zůstává **makroekonomická prognóza z 5. SZ 2017**, jejíž počáteční podmínky, předpoklady a vyznění ve stručnosti shrnují následující odstavce.

Ekonomika v efektivní eurozóně podle předpokladů stávající prognózy poroste na celém horizontu prognózy zhruba 2% tempem. 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 dle předpokladů stávající prognózy udrží pod hranicí 1,5 % do začátku roku 2018, poté se postupně zvýší ke 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.

Dle stávající prognózy 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 ožijí, 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.

Podle stávající prognózy inflace ve zbytku letošního roku setrvá v horní polovině tolerančního pásma 2% cíle. Inflační tlaky 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 dle stávající prognózy 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 reálná konvergence české ekonomiky k zemím eurozóny, kladný úrokový diferenciál vůči eurozóně a pokračující nákupy aktiv ze strany ECB. Prognóza kurzu ovšem nebere (s výjimkou krátkodobé expertní 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.

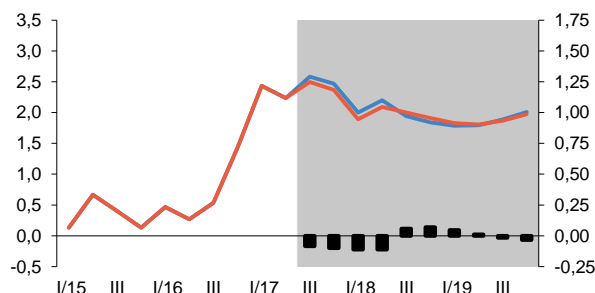
Stávající prognóza implikuje nárůst domácích tržních úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí 2017 a poté i v průběhu dalších dvou let. Návrat úrokových sazeb k dlouhodobě neutrální úrovni přitom bude zhruba do poloviny příštího roku výrazně brzděn pokračujícím kvantitativním uvolňováním ECB vytvářejícím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

2. Aktualizovaný scénář stávající prognózy a její další rizika

Graf 1: Srovnání aktualizovaného scénáře (6. SZ) s prognózou z 5. SZ 2017

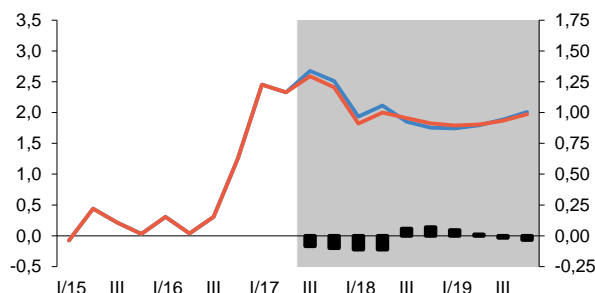
CELKOVÁ INFLACE

(meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



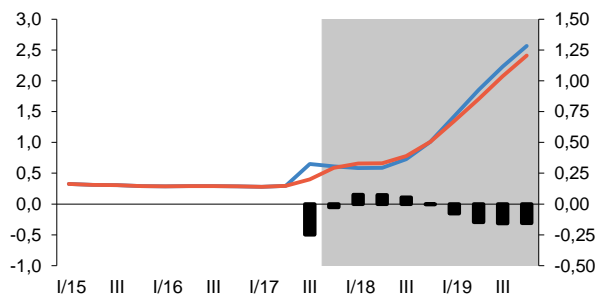
MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

(meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



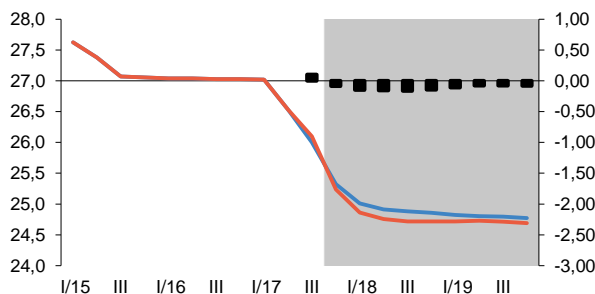
3M PRIBOR

(v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



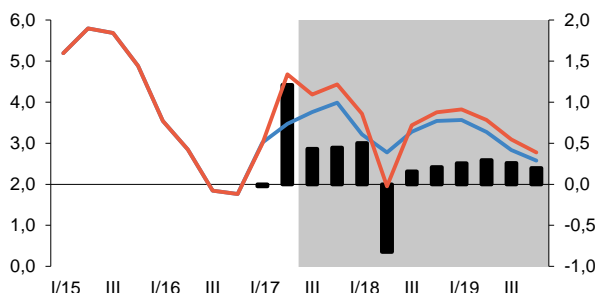
NOMINÁLNÍ KURZ

(v CZK/EUR, rozdíly v CZK/EUR – pravá osa)



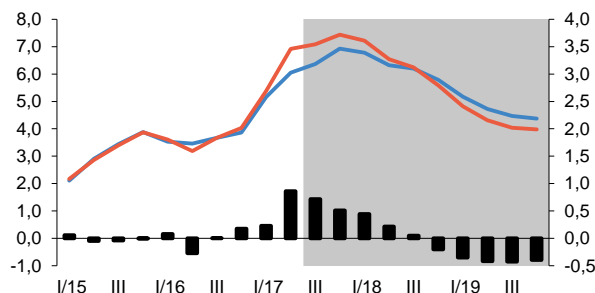
RŮST HDP

(meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



RŮST MEZD

(meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



Rozdíly
— Prognóza z 5.SZ
— Aktualizovaný scénář prognózy

Z pohledu aktualizovaného scénáře prognózy sice působí nová data v souhrnu téměř neutrálně, když mírně proinflační působení domácích veličin, tedy zejména vyšších mezd, je na horizontu měnové politiky kompenzováno mírně protiinflačním působením zahraničních veličin. Nicméně proinflační riziko plynoucí z vývoje domácích mezd považuje sekce měnová za

hmatatelnější než mírná protiinflační rizika spojená se zahraničními výhledy. Proinflačním rizikem prognózy navíc zůstává kurz koruny. Krátkodobý výhled kurzu předpokládající jeho stabilitu na úrovni 26 CZK/EUR pro třetí čtvrtletí se sice naplnil, avšak i nadále přetrvává výrazná překoupenost trhu. Vlivem chybějící protistrany tak nemusí dojít k prognózou předpokládanému výraznému posílení nominálního kurzu koruny počínaje čtvrtým čtvrtletím. Toto riziko zachycuje aktualizovaný citlivostní kurzový scénář (blíže viz část 3 tohoto MPD). Ten pro poslední čtvrtletí letošního roku předpokládá setrvání kurzu na úrovni 26 CZK/EUR a implikuje potřebu rychlejšího zvyšování úrokových sazeb oproti stávající prognóze, resp. jejímu aktualizovanému scénáři. Výhledy ostatních subjektů přitom i nadále indikují v ročním horizontu výrazně pomalejší posilování nominálního měnového kurzu ve srovnání s prognózou ČNB, a to při plynulejším nárůstu úrokových sazeb a při jen lehce vyšší inflaci.

Celkově hodnotí sekce měnová bilanci rizik stávající prognózy jako vychýlenou proinflačním směrem, a to více než při projednání 5. SZ.

3. Diskuze dopadů pozvolnějšího posilování kurzu

Hlavní nejistotou zůstává vývoj měnového kurzu, který by v důsledku překoupenosti trhu s korunou mohl být v následujících čtvrtletích slabší oproti prognóze. Toto riziko kvantifikoval již citlivostní scénář v 5. SZ 2017, který předpokládal posílení kurzu koruny z 26 CZK/EUR ve 3Q17 na 25,80 CZK/EUR pro 4Q17. Během roku 2018 pak měl být i dle předpokladů citlivostního scénáře vývoj kurzu tažen již jen fundamentálními faktory (tedy bez vlivu chybějící protistrany), a kurz se tak měl postupně vrátit do blízkosti trajektorie ze základního scénáře prognózy.

Kurz setrval v úzkém rozpětí lehce nad hladinou 26 CZK/EUR i po srpnovém zvýšení úrokových sazeb, resp. i po té, co přišla data o nečekaně rychlém růstu domácí ekonomiky a mezd a někteří členové bankovní rady nevyloučili další zvýšení úrokových sazeb v blízké budoucnosti (viz Tabulka 1). To svědčí o tom, že vliv chybějící protistrany je nadále relevantní a tento faktor může ovlivňovat kurzový vývoj i po zbytek letošního roku. Zmíněný citlivostní scénář byl proto pro účely tohoto MPD aktualizován o nově dostupná data, resp. drobně modifikován o předpoklad setrvání kurzu pro 4Q17 na úrovni 26 CZK/EUR, viz Graf 2.

Aktualizovaný citlivostní scénář ukazuje, že dočasně slabší kurz oproti prognóze tlačí prostřednictvím méně výrazného poklesu dovozních cen na vyšší inflaci. 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 stávající prognóze. Úroková sazba 3M PRIBOR proto pokračuje v nárůstu na 0,9 % ve 4Q17 a na začátku příštího roku dále lehce vzroste na 1,1 %, kde setrvá do konce roku 2018. Následně se úroková trajektorie z aktualizovaného citlivostního scénáře od stávající prognózy téměř neliší. Slabší měnový kurz podporuje krátkodobě prostřednictvím rychlejší dynamiky vývozu také domácí ekonomickou aktivitu.

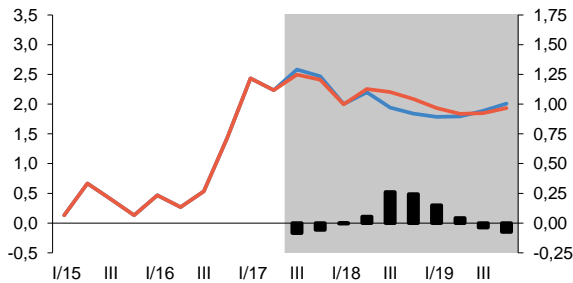
Aktualizovaný citlivostní scénář tedy implikuje mírně odlišný (poněkud vyváženější) mix zpřísnění úrokové a kurzové složky měnových podmínek oproti stávající prognóze. K udržení inflace poblíž inflačního cíle na horizontu měnové politiky je potřeba provést postupnou neutralizaci měnových podmínek. Ta je ve stávající prognóze doručena kombinací výrazného posilování kurzu ve zbývajících částech letošního roku a zkraje příštího roku a zvýšení sazeb ve třetím letošním čtvrtletí a pak až ve druhé polovině roku 2018. Pokud ovšem bude kurz dočasně slabší, než čeká stávající prognóza (resp. ve 4Q17 nebude posilovat vůbec), mělo by dle aktualizovaného citlivostního scénáře dojít k rychlejšímu nárůstu úrokových sazeb. Takový

vývoj by přitom byl z hlediska robustnosti opuštění nulové dolní hranice úrokových sazeb pro ČNB příznivější než příběh základního scénáře stávající prognózy.

Graf 2: Aktualizovaný citlivostní scénář s kurzem na hladině 26 CZK/EUR pro 4Q17

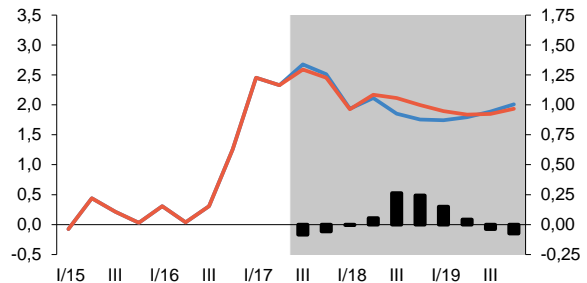
CELKOVÁ INFLACE

(meziročně v %, rozdíly v p. b. – pravá osa)



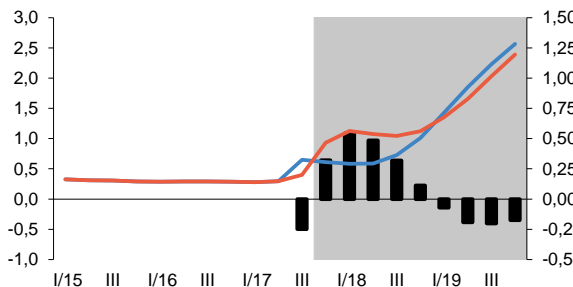
MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

(meziročně v %, rozdíly v p. b. – pravá osa)



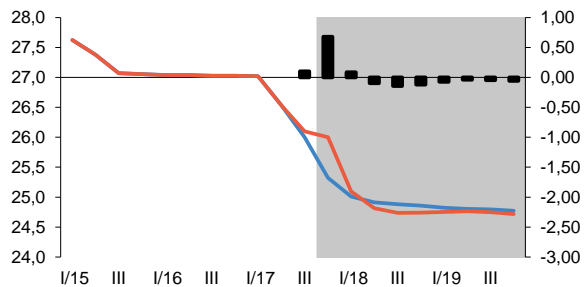
3M PRIBOR

(v %, rozdíly v p. b. – pravá osa)



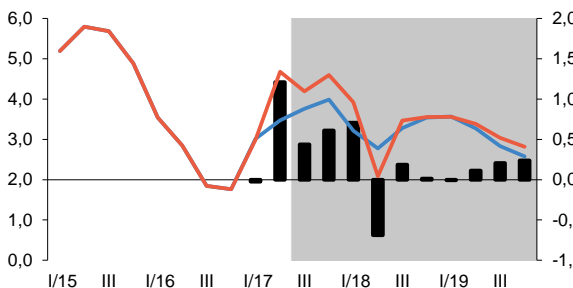
NOMINÁLNÍ KURZ

(v CZK/EUR, rozdíly v CZK/EUR – pravá osa)



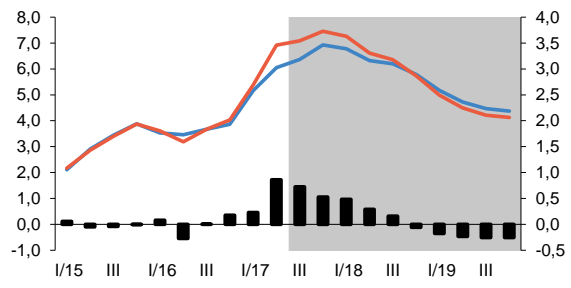
RŮST HDP

(meziročně v %, rozdíly v p. b. – pravá osa)



RŮST MEZD

(meziročně v %, rozdíly v p. b. – pravá osa)



■ Rozdíl
 — Prognóza z 5.SZ
 — Aktualizovaný citlivostní scénář prognózy

4. Související měnověpolitické úvahy

Záříjové měnověpolitické rozhodnutí ovlivní výši úrokové sazby 3M PRIBOR pro čtvrté čtvrtletí, pro které stávající prognóza implikuje její hodnotu nepatrně přes 0,6 %.¹ Při předpokladu zachování současné výše rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo (aktuálně činí 0,21 p.b.) je se stávající prognózou konzistentní zvýšení 2T repo v rozsahu zhruba poloviny jednoho standardního hiku o 0,25 p.b. Rizika stávající prognózy inflace hodnotí sekce měnová na

¹ Průměr sazby 3M PRIBOR za dosavadní průběh 3Q17 činí 0,4 %, její aktuální výše pak 0,46 %.

horizontu měnové politiky jako proinflační, když tímto směrem ji vychyluje pozorovaný nečekaně rychlý růst domácích mezd i ekonomické aktivity a pravděpodobně slabší kurz vůči prognóze v nejbližších čtvrtletích.

Aktualizovaný citlivostní scénář z části 3 tohoto MPD, který zachycuje všechna nově dostupná data a současně navíc předpokládá setrvání kurzu na hladině 26 CZK/EUR po zbytek roku, implikuje pro čtvrté čtvrtletí letošního roku sazby 3M PRIBOR ve výši 0,9 %. Tomu při předpokladu zachování stávající výše uvedeného rozpětí odpovídá 2T repo sazba na úrovni cca 0,7 %. To implikuje dvě zvýšení 2T repo sazby ve zbytku letošního roku.

Nad rámec nových dat zahrnutých do aktualizovaného scénáře prognózy lze uvést další čerstvé informace. Nedávné rozhodnutí vlády implikuje znatelné zvýšení očekávaného mzdového růstu ve vládním sektoru pro závěr letošního roku a pro rok příští (na více než 10 % letos a cca 9 % v příštím roce). Expanzivní působení fiskální politiky tak pravděpodobně bude v příštích čtvrtletích nejen o něco výraznější, než bylo dosud očekáváno, ale zejména bude ve větší míře než letos realizováno skrze stimulaci růstu spotřeby domácností. To může mít větší dopad do spotřebitelské inflace, než mají vládní investice, s jejichž obnoveným růstem souvisel letošní kladný fiskální impulz. Druhou novou informací je avizované zvýšení regulovaných cen elektřiny a návazně i cen plynu a tepla pro domácnosti, a to v reakci na poslední vývoj světových cen energetických surovin a silové elektřiny. Sekce měnová odhaduje, že výhled regulovaných cen bude z tohoto důvodu v nové prognóze přehodnocen směrem vzhůru o cca 1 p.b. s dopadem necelých dvou desetín p.b. do celkové inflace. Naopak rizika u cen potravin jsou jen lehce protiinflační.

Pokračující zvyšování úrokových sazeb bude žádoucí též z hlediska finanční stability, resp. makrobezpečnostní politiky. Klientské reálné úrokové sazby jsou vlivem zvýšení inflace stále záporné, jsou blízko svých historických minim a signalizují tak přetrvávající značné uvolnění úrokové složky měnových podmínek (viz též graf 18 na konci tohoto MPD). Česká ekonomika se přehřívá, přičemž nedostatek volné pracovní síly začíná způsobovat problémy v uspokojování rychle rostoucí domácí i zahraniční poptávky (vliv nedostatku zaměstnanců jakožto bariéry růstu průmyslové produkce se dle červencového šetření ČSÚ dále zvýšil, viz poslední Zpráva o inflaci).

Z výše uvedených důvodů je třeba dále zmírnit procyklické působení uvolněných měnových podmínek – i s ohledem na ve stejném směru působící fiskální politiku – a pokračovat v jejich návratu k normálu. Kurz doručí v letošním roce zřejmě menší část této normalizace, než předpokládaly dosavadní (post-exitové) prognózy, a proto je potřeba jeho roli nahrazovat rychlejším zvyšováním úrokových sazeb. Z výše uvedeného přitom plyne, že takovýto vývoj je vítaný z pohledu měnové politiky (vzdalování se od ZLB) i finanční stability (chlazení situace na trhu rezidenčních nemovitostí prostřednictvím vyšších sazeb).

Podle sekce měnové je i nadále optimální zvedat sazby postupně, v menších krocích. To spolu s doprovodnou komunikací umožní ekonomickým subjektům porozumět našim krokům a současně sníží riziko případných nadměrných výkyvů na finančních trzích. Komunikace ČNB bankovní rady v posledních týdnech a nová data zveřejněná od zpracování minulé prognózy vedly část analytiků k přesvědčení, že k dalšímu zvýšení měnověpolitických úrokových sazeb dojde již na zářijovém zasedání (viz část 7 MPD). I když většina analytiků se spíše přiklání ke zvýšení sazeb až v listopadu, je to zejména na základě „měkkých“ argumentů, zejména dostupností nové prognózy a více informací o směřování měnové politiky ECB na příštím jednání bankovní rady; nejedná se tedy důsledek zásadně jiného hodnocení makroekonomické situace z jejich strany. Zvýšení úrokových sazeb na zářijovém měnovém zasedání bankovní rady by proto nebylo pro trhy velkým překvapením a ČNB by neměla čelit problémům v oblasti komunikace.

Kurzový vývoj byl i během léta velmi poklidný, a to i přes v této sezóně obvykle sníženou aktivitu (likviditu) na tomto trhu přes srpnové zvýšení úrokových sazeb ze strany ČNB i nedávnou komunikaci jejich pravděpodobného dalšího zvýšení ve zbytku letošního roku. Sekce měnová proto opět přichází s návrhem zrušit post-exitový intervenční mandát pro sekci bankovních obchodů.² Z hlediska managementu vývoje kurzu ukončíme zrušením tohoto elementu definitivně post-exitové období a přejdeme do standardního režimu řízeného plování kurzu (s důrazem na slovo plovoucí), v němž se v případě intervencí postupuje podle příslušných procedur. Ty byly uvedeny, resp. aktualizovány na základě skutečností, které nastaly v mezidobí, v samostatné Příloze k MPD ke 4. SZ 2017.

5. Vyjádření sekce bankovních obchodů

Koruna se v uplynulém období držela stabilně v úzkém pásmu poblíž úrovně 26,100 CZK/EUR s tím, že i obchodní aktivita se postupně snižovala. Výjimkou bylo posílení koruny v reakci na zvýšení sazeb na srpnovém měnověpolitickém zasedání, které však bylo dle očekávání jen mírné a krátkodobé.

Vzhledem k tomu, že koruna výrazněji nereagovala ani na pozitivní data z ekonomiky, ani na poměrně explicitní výroky členů bankovní rady ohledně dalšího zvyšování sazeb, jsme toho názoru, že případné zvýšení sazeb na zářijovém zasedání ČNB by nemuselo vyvolat výraznou reakci kurzu a lze očekávat, že vývoj kurzu by mohl vypadat podobně jako v srpnu. Zatím se nepotvrzují scénáře, že splatnost velkých objemů pokladničních poukázek povede k výraznějšímu pnutí na trhu derivátů, případně překotnějšímu zavírání spekulativních pozic na devizovém trhu. A i když jsou ještě během následujících dní splatné poukázky v objemu přesahujícím 100 mld. CZK, aktuální vývoj prozatím nenaznačuje, že by to mělo mít na finanční trhy zásadní vliv. Na trhu derivátů je patrná pouze mírná distorze na splatnostech přesahujících konec aktuálního čtvrtletí a konec roku, jinak se situace spíše stabilizuje a na ostatních splatnostech se distorze mírně vytrácí. Pokud se nic zásadního nezmění, je možné, že podobný umírněný vývoj na devizovém trhu vydrží delší dobu.

6. Dosavadní komunikace ČNB

Na *tiskové konferenci po srpnovém měnověpolitickém zasedání* guvernér ČNB J. Rusnok přednesl *Prohlášení bankovní rady*. Bankovní rada jednomyslně rozhodla zvýšit limitní úrokovou sazbu pro 2T repo operace o 20 bazických bodů na 0,25 %. Lombardní sazba byla zvýšena o 25 bazických bodů na 0,50 %, diskontní sazba byla ponechána na úrovni 0,05 %. Přijaté rozhodnutí se opíralo o novou prognózu, s níž je konzistentní nárůst domácích tržních úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí letošního roku. Inlace podle této prognózy setrvá po zbytek letošního roku v horní polovině tolerančního pásma a k 2% cíli se sníží začátkem roku příštího.

Bankovní rada vyhodnotila *rizika prognózy inflace* na horizontu měnové politiky jako mírně proinflační. Důvodem bylo to, že kurz se může oproti prognóze v příštích čtvrtletích nacházet na slabších hodnotách, a to vlivem uzavírání korunových pozic finančních investorů v

² Z důvodu poklidného kurzového vývoje i po srpnovém zvýšení úrokových sazeb usoudila sekce měnová, že není potřeba nadále aktualizovat simulace prahů citlivosti vývoje úrokových sazeb a dalších endogenních veličin na případný nečekaný prudký pohyb kurzu apreciačním či depreciačním směrem. Na případné výkyvy kurzu – včetně možných výraznějších pohybů v závěru roku – lze reagovat (či dle uvážení naopak nereagovat) již zcela standardně ve chvíli, kdy nastanou.

podmínkách chybějící protistrany. Časování dalších kroků při zvyšování úrokových sazeb bude podmíněno vývojem všech klíčových makroekonomických veličin, včetně kurzu koruny.

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 na některém z podzimních zasedání BR dojde k dalšímu zvýšení základních sazeb ČNB.

Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů bankovní rady v médiích

29.8.	M. Hampl (Reuters)	At any meeting now, it will be relevant to debate further tightening. I would not rule it (Pozn.: možnost, že bude hlasovat pro zvýšení úrokových sazeb) out at all. It seems possible to me that another moment may come at the next session. ...I would worry less about what using the interest rates does implicitly with the exchange rate than in other times. I think the reality is different today compared to the times before the financial crisis.
30.8.	M. Mora (Roklen 24)	...já bych se dalšího zvyšování sazeb dramaticky nebál. Ale samozřejmě by to za současných podmínek znamenalo tento úrokový diferenciál ještě zvýšit. Pokud by přetrvávaly současné podmínky výkonnosti české ekonomiky a zásadně se nezmění zahraniční podmínky, tak se osobně domnívám, že by prostor pro další zvýšení sazeb ještě do konce roku mohl být. Samozřejmě ve chvíli, kdy by ECB naznačila, že začne také dělat nějaké kroky k návratu k normálu ve své měnové politice, neboli k ukončení současného extrémně uvolněného režimu, tak by nám to pomohlo samozřejmě o to více. O to rychleji bychom se odpoutali od našich stále ještě velmi nízkých úrokových sazeb. Silný odchod z koruny, který by vedl k výraznějším zakolísáním kurzu, nevidíme. To se zatím nedělo, ale vzhledem k objemům se to samozřejmě může stát. A to také říkáme nahlas, že toto je jedna z klíčových nejistot naší prognózy. Obecně ano (Pozn.: Odpověď na otázku, zda je ČNB při vyšších výkyvech ochotna zasáhnout a korunu „usměrnit“). Ale zároveň jsme říkali, že jsme velmi tolerantní. Nejdřív bychom nechali trh trochu „vycukat“. Ať se na trhu něco děje. Asi bychom na trh neskákali hned na začátku. Na případné extrémy jsme samozřejmě připraveni.
5.9.	J. Rusnok */ (setkáním s podnikateli v rámci akce Kulatý stůl, Zlín)	V tuto chvíli nemohu nic (Pozn.: změnu úrokových sazeb) vyloučit, ale nechci ani vytvářet nějaká silná očekávání, protože postupně přicházející indikátory jsou možná mírně silnější než některá naše čísla z prognózy, ale ne zase dramaticky. Ten set těch informací není úplný...Mně se zdá, že nehoří, není kam spěchat (Pozn.: se zvyšováním úrokových sazeb). Některé indikátory tak dramaticky ve směru nějakého akcelarování růstu nevypadají... Takže já myslím, že je třeba s chladnou hlavou vyčkat. Raději bych počkal na více informací z příští čtvrtletní prognózy.
13.9.	V. Benda (Reuters)	Současný vývoj ukazuje...že máme v nadcházejících čtvrtletích, a dokonce v následujících měsících, prostor pro další utažení měnové politiky. Dovedu si představit, že budu hlasovat pro zvýšení sazeb v září nebo v listopadu. Na jedné straně bychom si mohli říci, proč odkládat něco, co se jeví víceméně nevyhnutelné. Na druhé straně je v centrální bance tradice, že většina změn měnové politiky se zpravidla odehrává během debaty o aktualizované prognóze.

*/ Jedná se o nepřímé, tiskovým odborem neautorizované citace získané z článku František Mašek, Fio banka, a.s. uvádějícího jako zdroj Reuters.

7. Reakce a očekávání finančních trhů

Srpnové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady bylo částečně očekáváno. První zvýšení základních úrokových sazeb ČNB (vesměs o 0,20 p.b.) bylo analyticky finančního trhu většinou očekáváno ve třetím čtvrtletí 2017, a to napříč všemi třemi šetřeními (IOFT, Thomson Reuters, Bloomberg). Část analytiků tento krok předpokládala již na srpnovém zasedání bankovní rady ČNB, ostatní na zářijovém, resp. nejpozději na listopadovém zasedání.

Sazby **PRIBOR** se po srpnové úpravě základních sazeb ČNB zvýšily. Výhled sazeb **FRA** implikuje plynulý nárůst sazby 3M PRIBOR a v ročním horizontu se nachází nad úrovní sazeb ze stávající prognózy.

Sazby **IRS** se od posledního zasedání BR mírně zvýšily ve většině splatností. Výnosová křivka sazeb IRS zůstává rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,6 p.b., spread 10R-1R činí 0,8 p.b. Výnosy **státních dluhopisů** se zvýšily jen ve vzdálenějších splatnostech, výnosová křivka leží v záporných hodnotách do splatnosti 3R.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Pro zářijové měnové zasedání bankovní rady dvanáct respondentů oslovených v rámci šetření IOFT (15.9.) předpokládalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB, pět předpokládalo jejich zvýšení o 0,25 p.b. V ročním horizontu jsou jejich očekávání ohledně 2T repo sazby nastavena takto: 2 analytici 0,50 %, 6 analytiků 0,75 %, 8 analytiků 1,00 %, 1 analytik 1,25 %. V průzkumu agentury Bloomberg (25.9.) také většina nepředpokládala změnu nastavení úrokových sazeb (16 respondentů) na zářijovém zasedání, pouze dva respondenti očekávali zvýšení 2T repo sazby o 0,25 p.b.

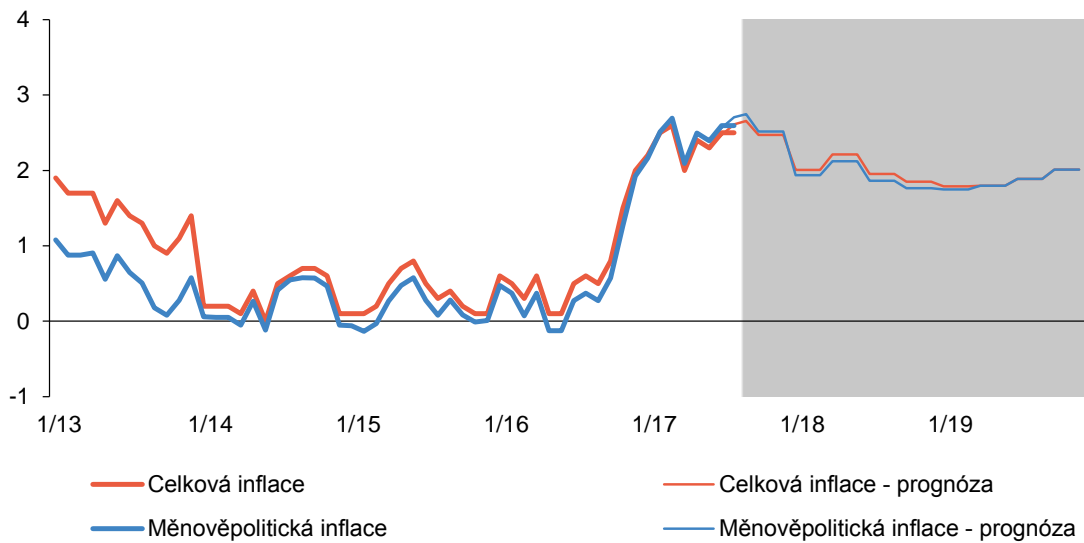
Analytici v rámci šetření *IOFT* a *FECE* očekávají, že **kurz** v ročním horizontu posílí na 25,4, resp. 25,7 CZK/EUR, zatímco prognóza ČNB předpokládá pro 3Q18 hodnotu 24,9 CZK/EUR.

8. Měnověpolitické doporučení sekce měnové

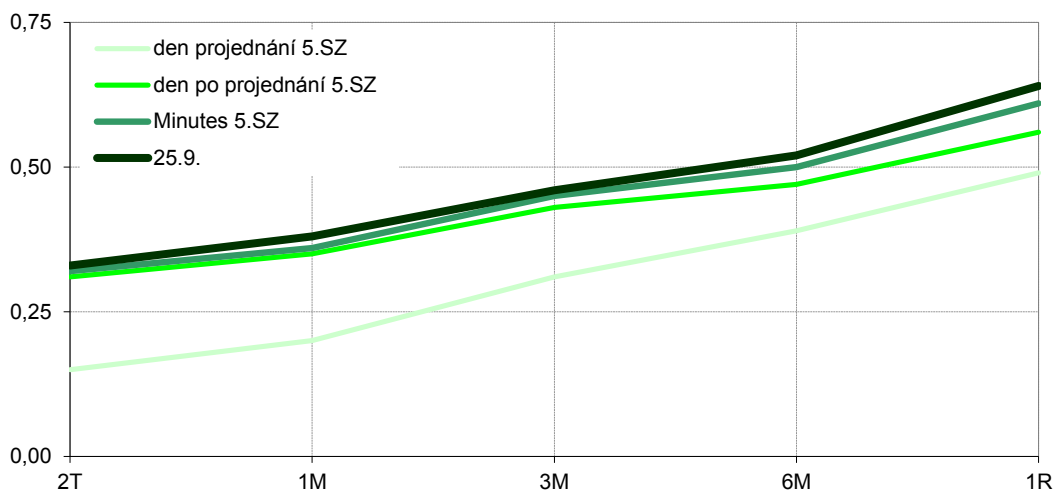
Sekce měnová doporučuje na zářijovém měnovém zasedání bankovní rady:

- zvýšit 2T repo sazbu na 0,50 %, lombardní sazbu zvýšit na 1,00 % a diskontní sazbu ponechat na 0,05 %;
- připomenout, že s prognózou je po srpnovém zvýšení úrokových sazeb konzistentní jejich nárůst i v průběhu dalších dvou let;
- zopakovat, že podle stávající prognózy letos inflace setrvá v horní polovině tolerančního pásma cíle a začátkem příštího roku se sníží k 2% cíli ČNB;
- vyhodnotit bilanci rizik stávající prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako proinflační, když tímto směrem ji vychyluje nečekaně rychlý růst domácích mezd a ekonomické aktivity, přičemž ve stejném směru může významně působit rovněž slabší kurz vůči prognóze v nejbližších čtvrtletích;
- komunikovat, že další zvyšování úrokových sazeb bude podmíněno vývojem všech klíčových makroekonomických veličin (včetně kurzu koruny, s nímž je nadále spojena nejvýznamnější nejistota);
- zrušit intervenční mandát SBO, který měl umožnit rychlou reakci na případné výrazné kurzové výkyvy či poruchy ve fungování trhu v bezprostředním post-exitovém období (s tím, že na možné výrazné výkyvy v budoucnu budou použity již zcela standardní procedury).

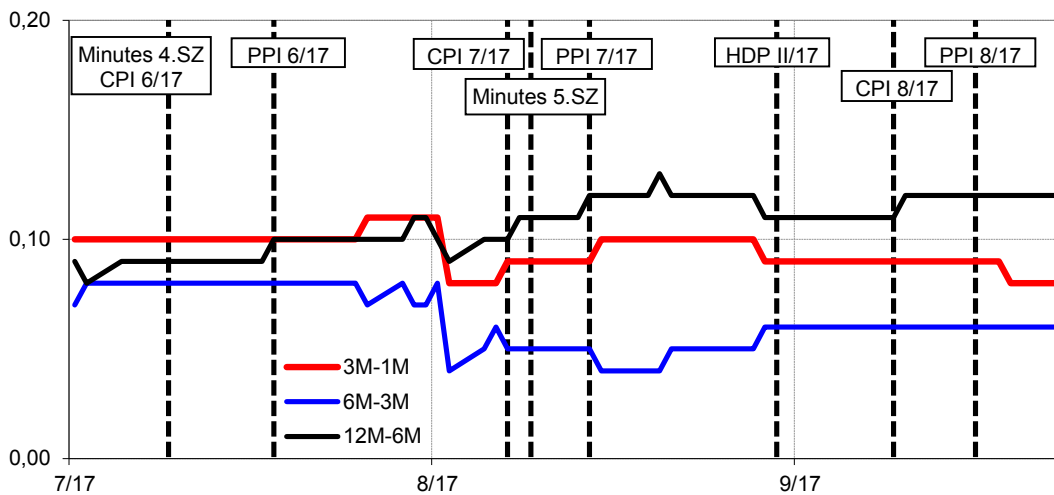
Graf 3: Prognóza inflace z 5. SZ 2017



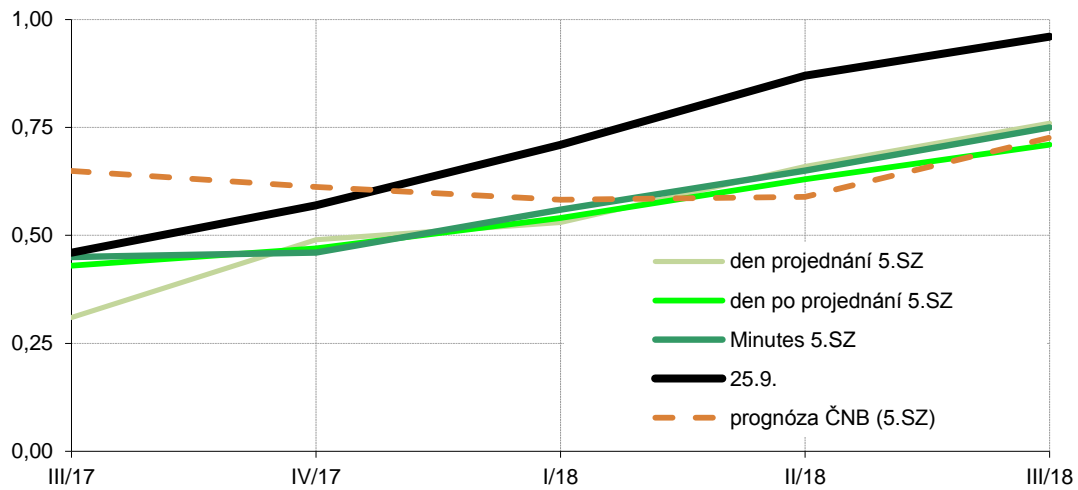
Graf 4: Výnosové křivky PRIBOR



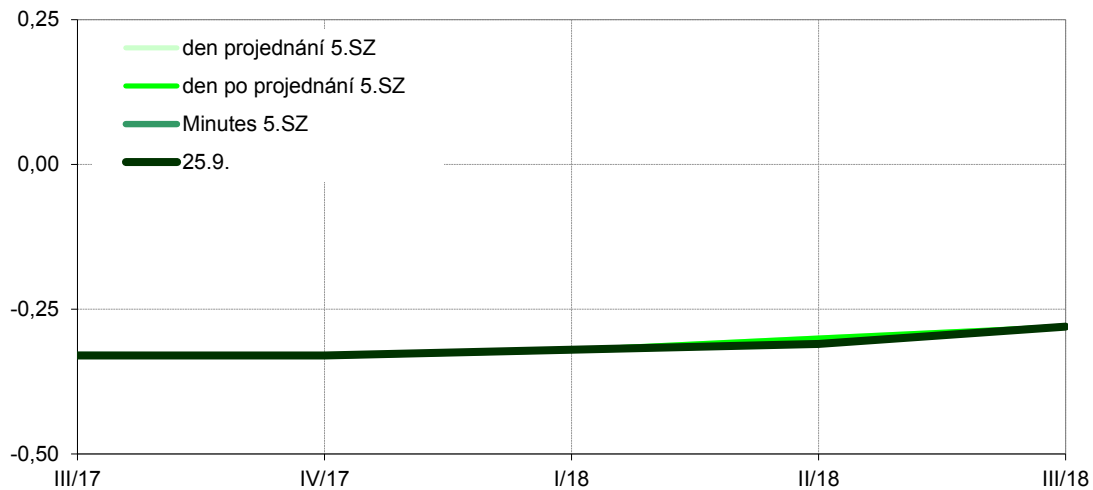
Graf 5: Úroková rozpětí – PRIBOR



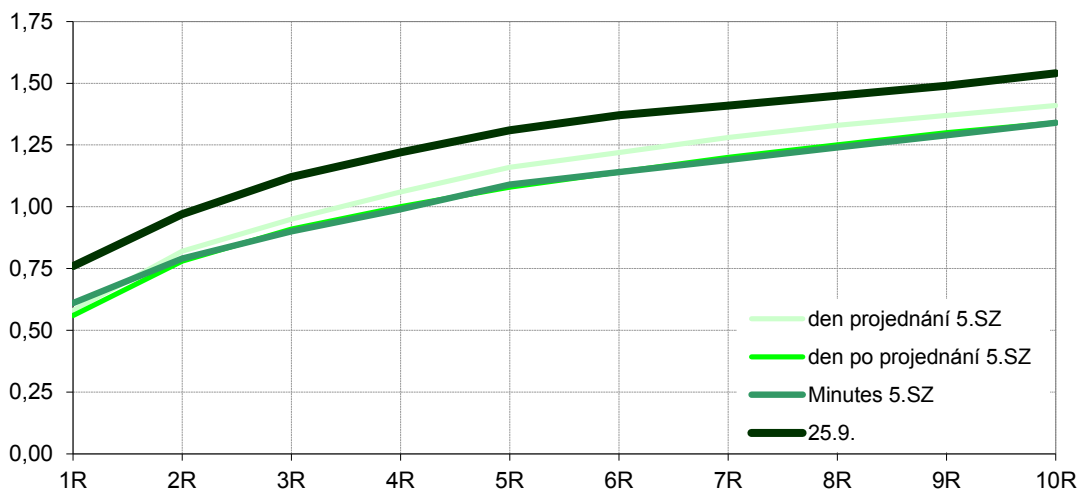
Graf 6: 3M PRIBOR, FRA



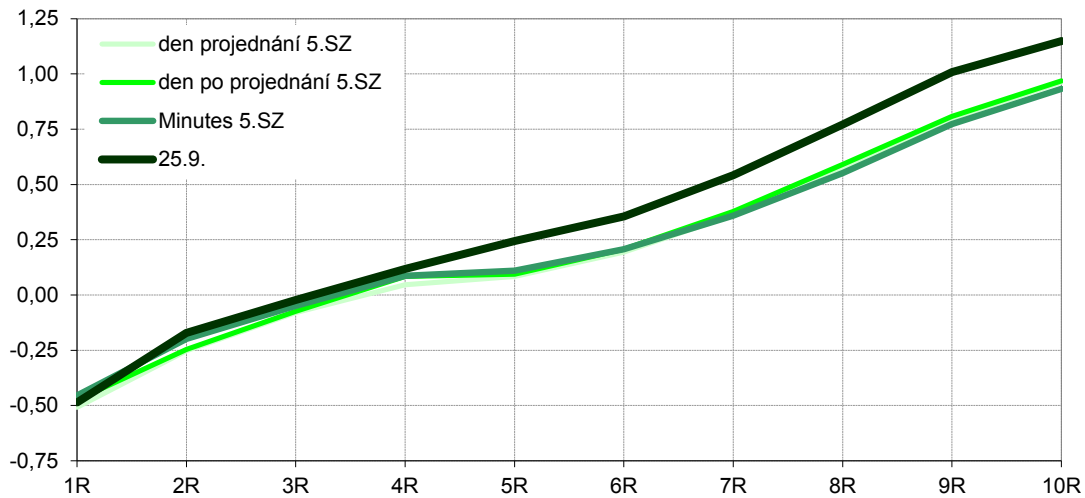
Graf 7: 3M EURIBOR, FRA



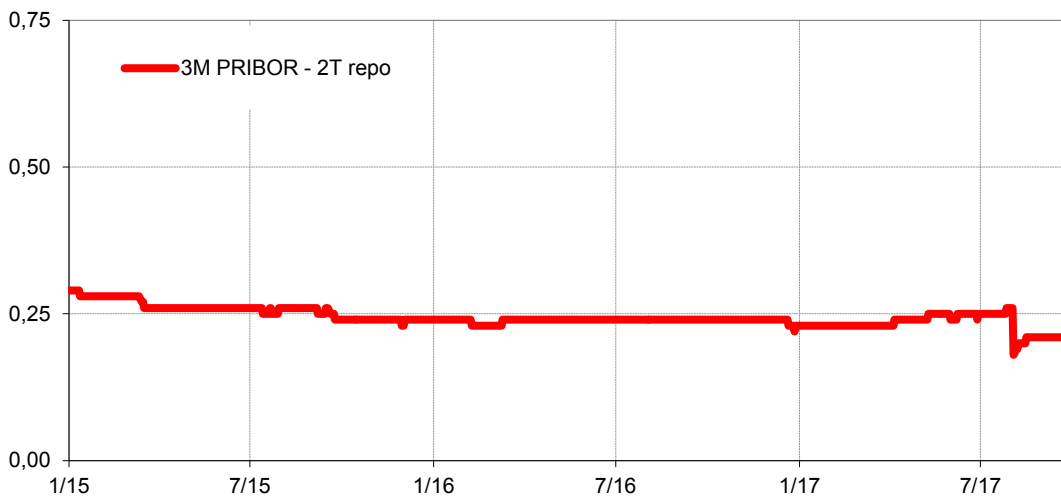
Graf 8: IRS CZK



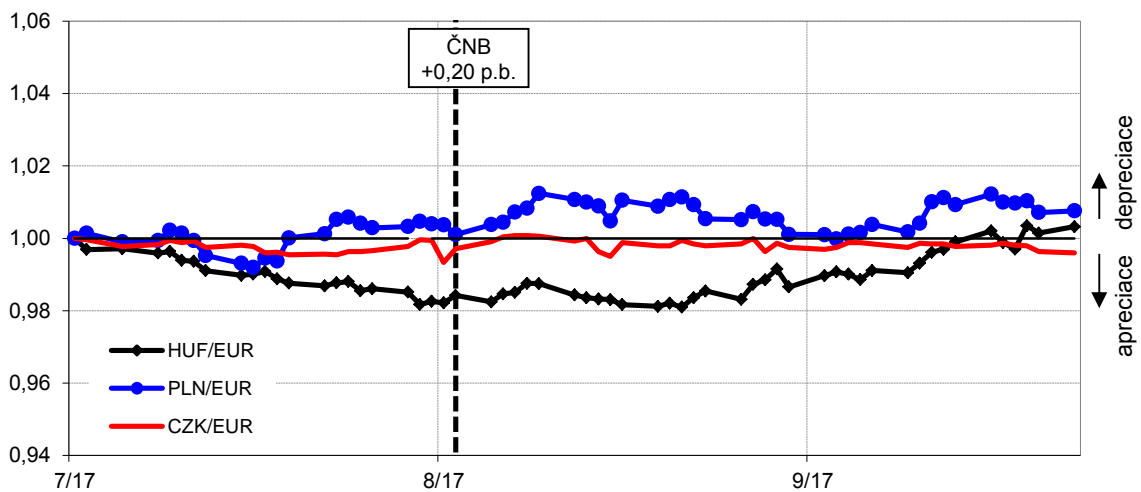
Graf 9: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



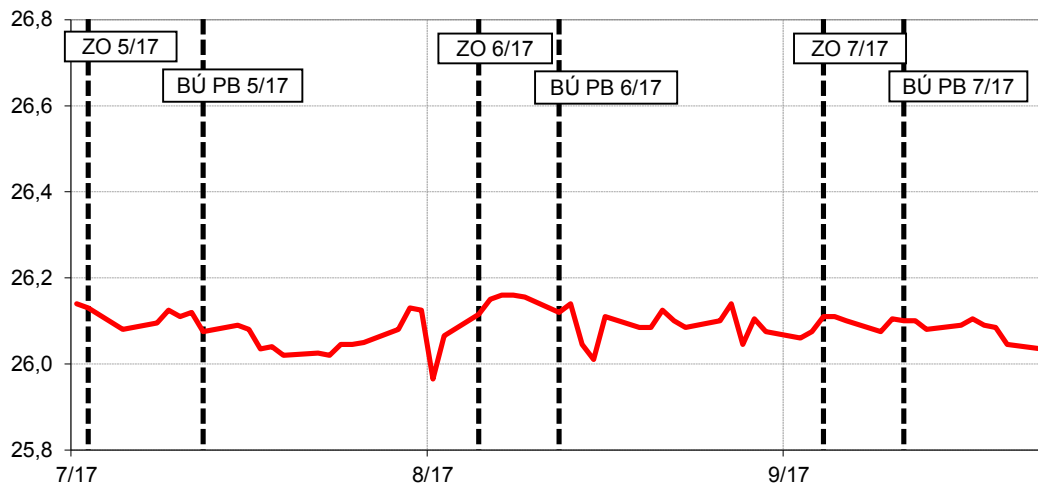
Graf 10: Úrokové rozpětí v ČR



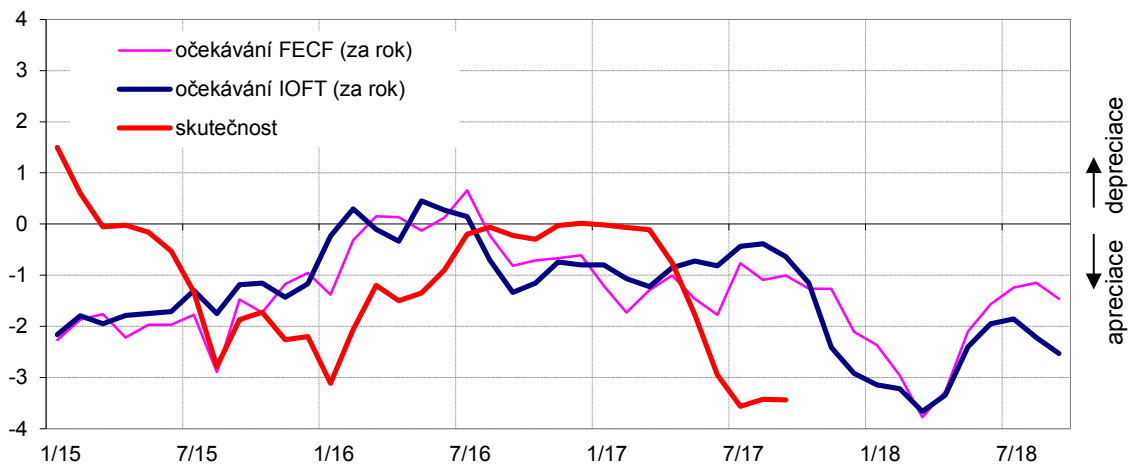
Graf 11: Kurzy středoevropských měn (1.7. = 1,00)



Graf 12: Kurz CZK/EUR

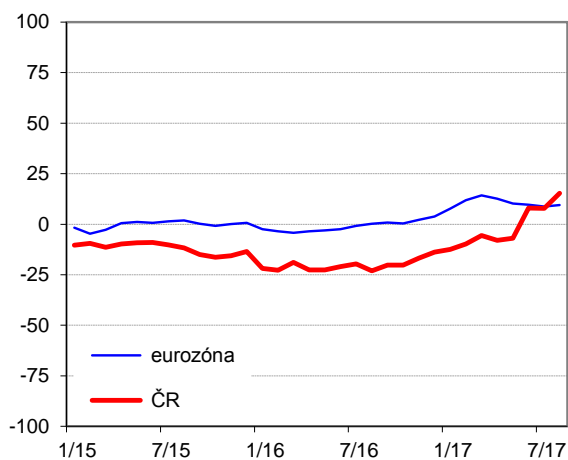


Graf 13: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

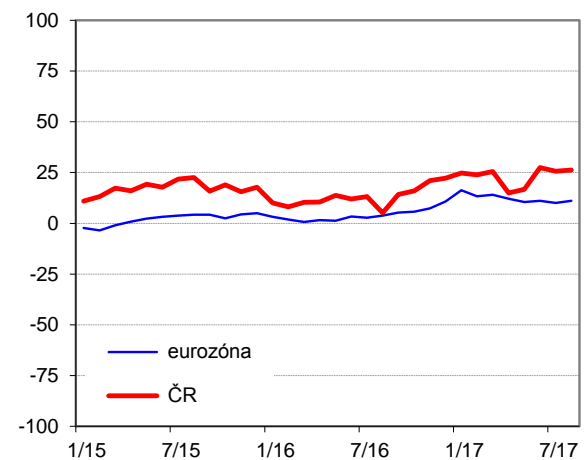


Graf 14: Inflační očekávání a vnímání inflace u domácností (mezinárodní srovnání, saldo odpovědi)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

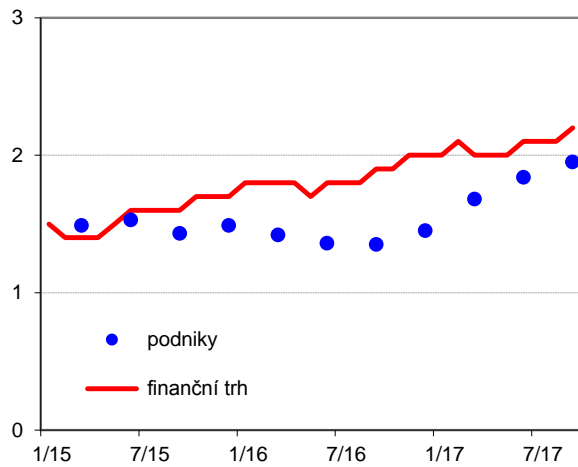


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

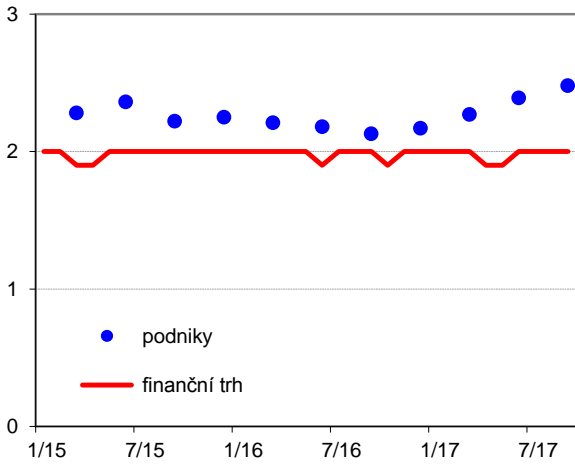


Graf 15: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

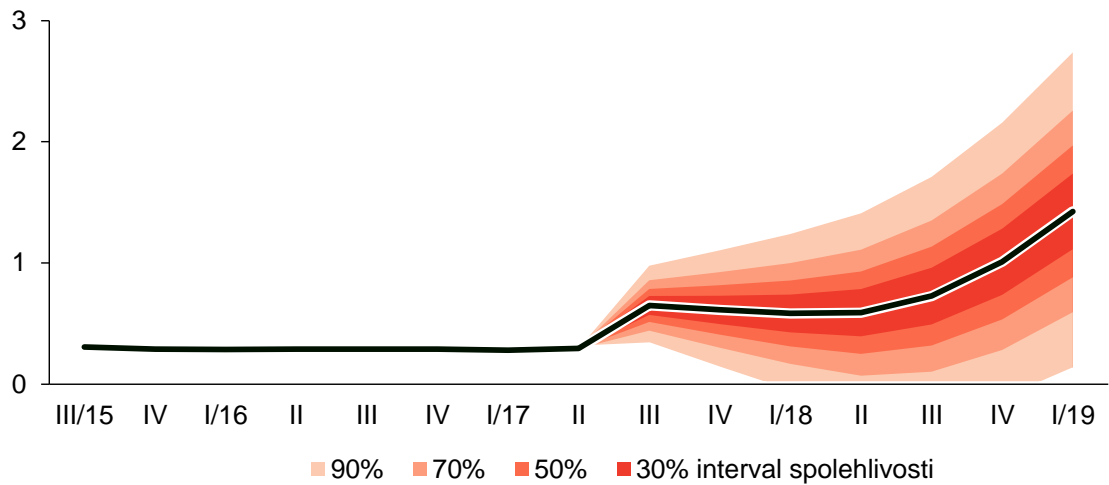
Inflační očekávání v horizontu 1R



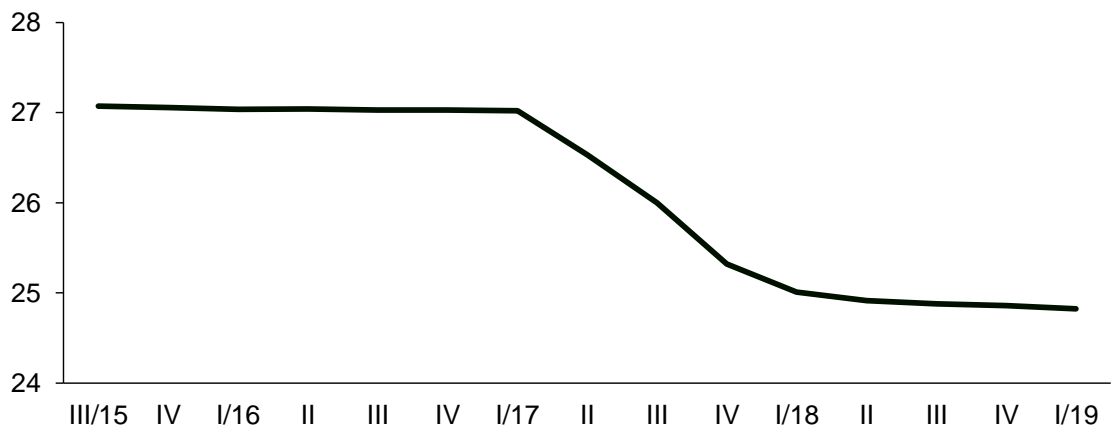
Inflační očekávání v horizontu 3R



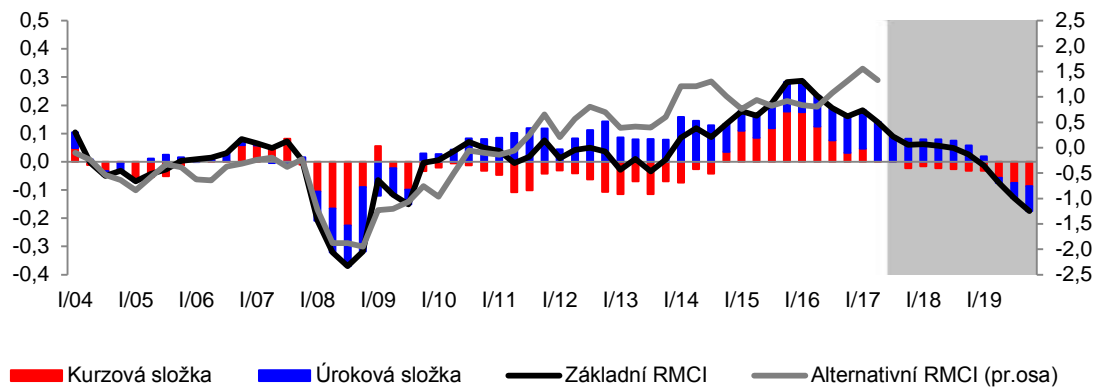
Graf 16: Vějířový graf úrokových sazeb v %



Graf 17: Prognóza měnového kurzu CZK/EUR



Graf 18: 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