

Měnověpolitické doporučení pro 7. SZ 2017

Sekce měnová

1. Prognóza ze 7. SZ 2017

Východiskem pro listopadové měnověpolitické zasedání je **nová makroekonomická prognóza ze 7. SZ 2017**. Následující odstavce ve stručnosti shrnují počáteční podmínky, předpoklady a vyznění nové prognózy.

Inflace se ve třetím čtvrtletí letošního roku postupně zvyšovala až na zářijových 2,7 %, a nadále tak zůstávala v horní polovině tolerančního pásma 2% cíle ČNB. Růst spotřebitelských cen byl v podmínkách rychle rostoucí domácí ekonomiky a mezd tažen především zvyšující se jádrovou inflací a cenami potravin.

Podle předpokladů nové prognózy poroste ekonomika eurozóny v efektivním vyjádření až do konce roku 2019 více než 2% tempem. Růst cen průmyslových výrobců bude ve zbytku letošního roku dále slábnout v důsledku posílení eura a odeznívání vlivu předchozího zvýšení cen surovin, poté opět zrychlí. Ze stejného důvodu se bude inflace spotřebitelských cen jen pozvolna přibližovat ke 2 %. Tržní úrokové sazby 3M EURIBOR se pohybují téměř na celém výhledu v záporných hodnotách v důsledku nadále uvolněné měnové politiky ECB. Kurz eura vůči dolaru by měl být zhruba stabilní mírně pod hladinou 1,2 USD/EUR.

Růst české ekonomiky v letošním roce dosáhne 4,5 %, v následujících dvou letech jeho tempo zvolní. Zvyšování domácí ekonomické aktivity bude taženo především robustním růstem spotřeby domácností v prostředí vysokého růstu jejich příjmů. Investice oživí, a to především ve vládním sektoru v důsledku zvýšeného čerpání evropských fondů. V menší míře bude fiskální politika k růstu domácí poptávky přispívat i prostřednictvím výrazného zvýšení platů ve veřejné sféře a zvyšování sociálních dávek. Ekonomika bude dále těžit ze stabilního růstu poptávky v eurozóně. Kladný příspěvek čistého vývozu k růstu HDP však postupně odezní v důsledku posílení kurzu koruny a zrychlení domácí poptávky. Měnová politika bude svým zpříšňováním v kurzové i úrokové složce působit proti dalšímu přehřívání domácí ekonomiky. V důsledku silícího nedostatku volné pracovní síly dojde ke zvolnění růstu zaměstnanosti a dalšímu urychlení – v současnosti již tak vysoké – dynamiky mezd. Prostor pro další snížení míry nezaměstnanosti je již malý.

Inflace setrvá po většinu roku 2018 nad 2% cílem, na horizontu měnové politiky se k němu vrátí. Celkové inflační tlaky v současnosti kulminují, přičemž odrážejí zrychlující mzdovou dynamiku v podmínkách robustního růstu domácí ekonomiky. Růst domácích nákladů se ještě krátkodobě zvýší v návaznosti na napjatou situaci na trhu práce. Poté se s přispěním stabilizačního působení měnové politiky zmírní, stále však domácí inflační tlaky budou převažovat nad protiinflačním působením dovozních cen. Pokles dovozních cen bude odrážet zejména posilující kurz koruny při dočasně slábnoucí dynamice zahraničních výrobních cen.

Kurz koruny dle prognózy dále posílí zejména vlivem dřívějšího zpříšňování domácí měnové politiky oproti eurozóně. Prognóza kurzu pro čtvrté čtvrtletí 2017 (25,80 CZK/EUR) zohledňuje dosavadní vývoj na devizovém trhu ovlivňovaný tzv. překoupeností trhu. Ta bude dle předpokladů prognózy částečně tlumit tempo posilování kurzu i v prvním čtvrtletí 2018. Poté kurz dále zpevní (až k hodnotám kolem 24,80 CZK/EUR koncem příštího roku).

Ve směru posílení kurzu budou působit kladný úrokový diferenciál vůči eurozóně, nákupy aktiv ze strany ECB¹ a pokračující reálná konvergence české ekonomiky k zemím eurozóny.

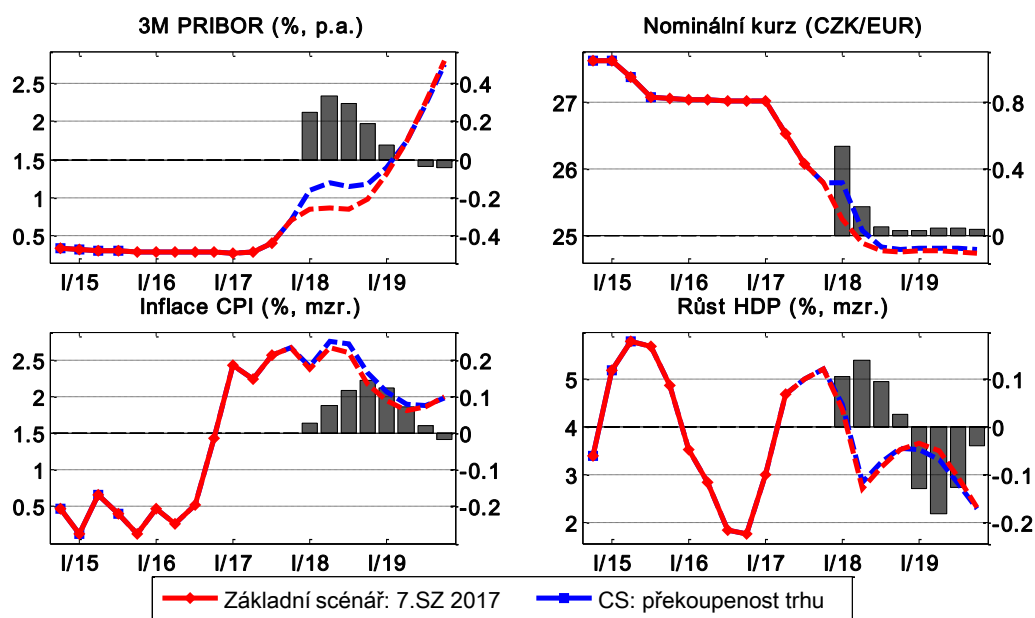
K návratu inflace do cíle přispěje dle prognózy vedle posílení kurzu i další zvyšování úrokových sazeb. Ty se navrátí k předpokládané dlouhodobě neutrální úrovni (3 % pro 3M PRIBOR) koncem roku 2019. Zvyšování sazeb bude přitom zhruba do poloviny příštího roku brzděno pokračujícím kvantitativním uvolňováním ECB, které bude vytvářet tlak na posilování kurzu koruny.

V souhrnu hodnotí sekce měnová rizika prognózy jako **mírně vychýlená ve směru dvou zpracovaných citlivostních scénářů** (viz část 2 MPD), které naznačují potřebu rychlejšího zvyšování úrokových sazeb v nejbližších čtvrtletích oproti základnímu scénáři prognózy.

2. Rizika prognózy relevantní pro její měnověpolitické implikace

Prvním proinflačním rizikem prognózy je vývoj měnového kurzu, který by oproti predikci mohl v následujících čtvrtletích posilovat pozvolněji, a to v důsledku přetrvávajícího vlivu chybějící protistrany pro uzavírání korunových pozic finančními investory. Tuto překoupenost trhu základní scénář – s výjimkou výhledu na první dvě prognózovaná čtvrtletí – nezohledňuje, a může tak celkové tlaky na posilování kurzu v delším období nadhodnocovat. Citlivostní scénář kurzu (Graf 1) předpokládá jeho stabilitu na hladině 25,80 CZK/EUR až do prvního čtvrtletí 2018. V dalších čtvrtletích je dle předpokladů citlivostního scénáře vývoj kurzu určován již jen fundamentálními faktory bez vlivu chybějící protistrany.

Graf 1: Citlivostní scénář kurzu - překoupenost trhu



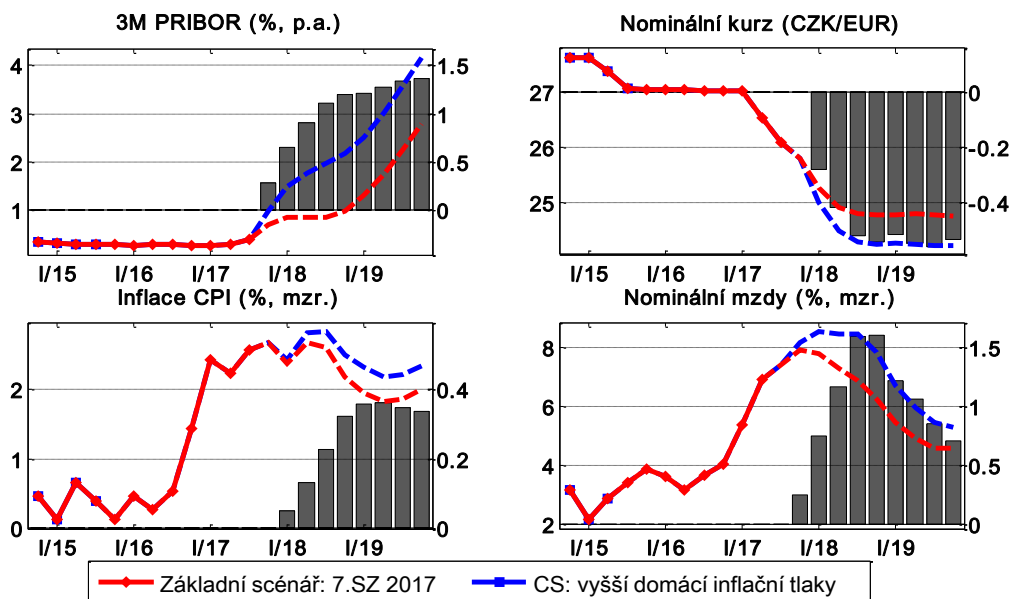
¹ Až po uzavření prognózy bylo přijato rozhodnutí ECB (z 26. října 2017) o snížení objemu nakupovaných aktiv ze 60 na 30 mld. EUR měsíčně od ledna 2018 a prodloužení tohoto programu přinejmenším o 9 měsíců. Toto rozhodnutí lze oproti předpokladům prognózy hodnotit jako v souhrnu o něco více uvolněnou měnovou politiku ECB. Jeho dopad do výhledu hlavních domácích veličin je však dle provedené simulace zanedbatelný.

Citlivostní scénář kurzu ukazuje, že dočasně slabší kurz začátkem příštího roku oproti základnímu scénáři působí prostřednictvím méně výrazného poklesu dovozních cen na vyšší inflaci. Aby inflace zůstala na horizontu měnové politiky v blízkosti 2% inflačního cíle, musí dojít ke zpřísnění měnových podmínek cestou zvýšení úrokových sazeb. Protože je však citlivostním scénářem předpokládán vývoj kurzu začátkem příštího roku překvapením i pro centrální banku, rostou tržní úrokové sazby ve zbytku letošního roku stejně jako v základním scénáři. Poté v reakci na pozorovaný kurzový vývoj rostou sazby dočasně rychleji než v základním scénáři, přičemž se zvýší až nad 1 % v prvním čtvrtletí 2018, kde setrvávají do konce příštího roku. Následně se už trajektorie sazeb v citlivostním scénáři výrazně neliší od základního scénáře. Pozdější posílení měnového kurzu současně krátkodobě podporuje také domácí ekonomickou aktivitu, a to prostřednictvím rychlejší dynamiky vývozu.

Citlivostní scénář kurzu tedy implikuje mírně odlišný mix zpřísnění úrokové a kurzové složky měnových podmínek (viz též Graf 20 na konci MPD). K udržení inflace poblíž inflačního cíle na horizontu měnové politiky dochází prostřednictvím zpřísnění měnových podmínek, které je v základním scénáři doručeno především posilováním kurzu v půlročním horizontu. Pokud k tomuto zpřísnění nedojde a kurz bude posilovat později, mělo by dle citlivostního scénáře dojít k rychlejšímu nárůstu úrokových sazeb na počátku příštího roku. V tomto období je tedy kurzová složka měnových podmínek uvolněnější a úroková složka naopak přísnější než v základním scénáři.

Druhým proinflačním rizikem prognózy je síla, skladba a setrvačnost fundamentálních inflačních tlaků z domácí ekonomiky. Toto riziko je popsáno citlivostním scénářem vyšších domácích inflačních tlaků (Graf 2). Aktuálně výrazné domácí nákladové tlaky se totiž v základním scénáři prognózy brzy zmírňují, mimo jiné díky zrychlení růstu efektivity práce a později i postupně zpomalujícímu růstu mezd. Citlivostní scénář naproti tomu předpokládá výraznější zesílení napětí na trhu práce, což vyústí do rychlejší mzdové dynamiky (nad 8 % v příštím roce). Ta současně není v citlivostním scénáři doprovázena adekvátním zvýšením dynamiky produktivity práce, a vytváří tak oproti základnímu scénáři v kratším výhledu silnější tlaky na růst inflace. Domácí trh práce navíc působí v citlivostním scénáři směrem k vyššímu růstu mezd, a to i v delším období. Měnová politika tak oproti základnímu scénáři čelí silnějším a dlouhodoběji působícím fundamentálním domácím inflačním tlakům.

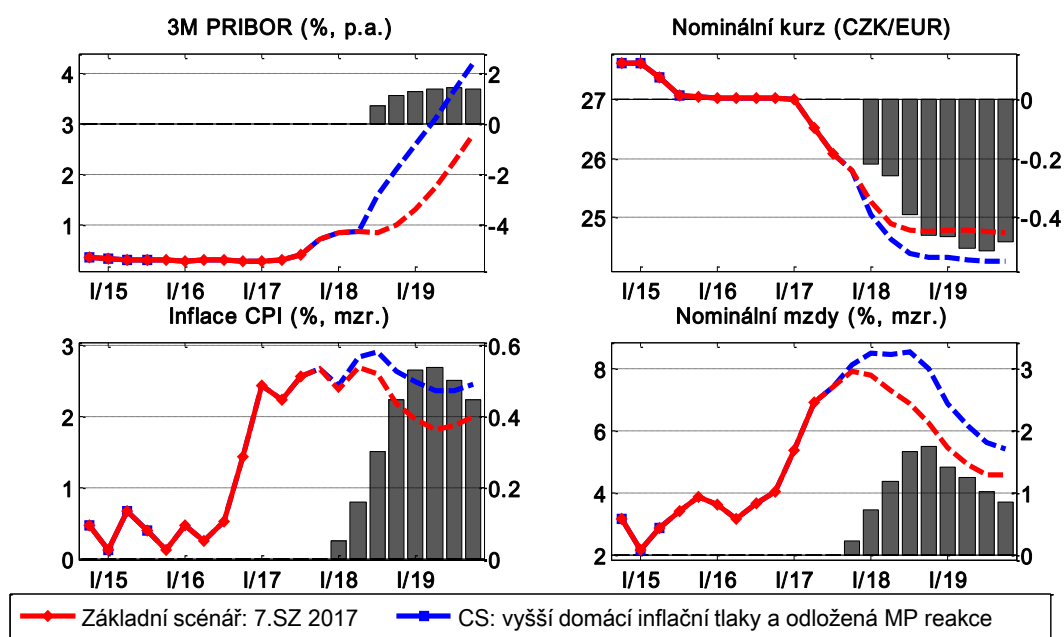
Graf 2: Citlivostní scénář vyšších domácích inflačních tlaků



Citlivostní scénář ukazuje, že ke zmírnění celkových inflačních tlaků je třeba větší zpřísnění měnových podmínek v obou složkách oproti základnímu scénáři (viz též Graf 21 na konci MPD). Sílicí nákladové tlaky z trhu práce se promítnou do postupného nárůstu inflace, která je oproti základnímu scénáři vyšší, a setrvává tak i na horizontu měnové politiky mírně nad cílem. Aby růst tržních cen dále nezrychloval, rostou úrokové sazby oproti základnímu scénáři zřetelně rychleji, a to už počínaje posledním letošním čtvrtletím. Vyšší úrokové sazby podporují rychlejší posilování kurzu, které prostřednictvím více protiinflačního působení dovozních cen tlumí růst celkových nákladů. Silnější měnový kurz také brzdí dynamiku vývozu a zpřísnění měnových podmínek společně s utlumenou produktivitou práce zpomaluje růst spotřeby domácností. Zvolnění dynamiky ekonomické aktivity následně přispívá k postupnému zklidnění situace na trhu práce.

Výše popsaný citlivostní scénář byl zpracován i ve variantě, kdy se – i přes vyšší domácí inflační tlaky – zvyšování úrokových sazeb do poloviny příštího roku shoduje s trajektorií ze základního scénáře (Graf 3). Tato varianta je motivována předpokladem, že měnová autorita teprve po nějakém čase zjistí, že jsou domácí ekonomika a trh práce více natlakované, než se původně domnívala, a do té doby se chová podle základního scénáře prognózy.

Graf 3: Citlivostní scénář vyšších domácích inflačních tlaků v kombinaci se zvyšováním úrokových sazeb dle základního scénáře do poloviny příštího roku



Z této modifikace citlivostního scénáře je patrné, že odklad vůči prognóze rychlejšího zvyšování úrokových sazeb do poloviny příštího roku povede k ještě většímu urychlení růstu nominálních mezd oproti základnímu scénáři. V důsledku toho dojde k viditelnému přestřelování inflačního cíle na celém horizontu prognózy, a to i přes zvyšování úrokových sazeb, které je od poloviny příštího roku razantnější než v základním scénáři.

3. Související měnověpolitické úvahy

Vyznění nové prognózy potvrzuje, resp. zesiluje potřebu pokračovat v nastoupené cestě poměrně rychlé neutralizace nastavení měnové politiky s následným překlopením jejího působení do přísné polohy v roce 2019 (viz Graf 19). Česká ekonomika se i přesto bude do

konce roku 2019 nacházet nad svým potenciálem, nominální mzdy porostou nadále rychlým tempem, inflace setrvá po většinu roku 2018 nad 2% cílem a vrátí se k němu až na horizontu měnové politiky.

Základní scénář prognózy implikuje pro čtvrté čtvrtletí letošního roku sazbu 3M PRIBOR ve výši 0,7 %, citlivostní scénář vyšších domácích inflačních tlaků pak hodnotu okolo 1 %. Při předpokladu zachování současné výše rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo ve výši 0,2 p.b. (prémie v důsledku očekávání listopadového zvýšení aktuálně činí 0,30 p.b.) je se základním scénářem nové prognózy konzistentní zvýšení 2T repo v rozsahu nejméně jednoho „standardního hiku“ o 0,25 p.b. Citlivostní scénáře zachycující hlavní rizika nové prognózy inflace naznačují potřebu rychlejšího zvyšování úrokových sazeb.

Pokračující zvyšování úrokových sazeb (a vzdalování se od ZLB) nesignalizuje jen nová prognóza a k ní zpracované citlivostní scénáře, ale je žádoucí též z pohledu finanční stability. Tyto aspekty byly podrobně rozebrány v předchozím 6. MPD.

Pokud jde o „techniku dalších hiků“, je dle sekce měnové i nadále optimální zvedat sazby postupně, v menších krocích a využívat k tomu i měnová zasedání, na nichž není k dispozici nová prognóza. Je totiž žádoucí trhy a veřejnost nepřekvapovat, resp. neplašit neadekvátní (neobvykle velkou) měnověpolitickou reakcí v podobě nestandardního zvýšení úrokových sazeb o více než 0,25 p.b., když pozorovaný ekonomický a finanční vývoj je zatím spojitý. To spolu s doprovodnou komunikací umožní ekonomickým subjektům porozumět našim krokům a současně sníží riziko případných nadměrných výkyvů na finančních trzích. Naprostá většina subjektů další zvyšování úrokových sazeb ještě v tomto roce očekává, takže jejich standardní zvýšení o 0,25 p.b. na listopadovém – a dle sekce měnové pravděpodobně i prosincovém – měnovém zasedání bankovní rady by nebylo pro trhy velkým překvapením a ČNB by neměla čelit problémům v oblasti komunikace.

4. Návrat ke zveřejňování prognózované trajektorie kurzu formou vějířového grafu a publikace citlivostních scénářů

Argumenty pro návrat ke zveřejňování prognózované trajektorie kurzu formou vějířového grafu a diskuse ohledně vhodného načasování tohoto kroku byly podrobně prezentovány v MPD k 5. SZ, resp. v jeho příloze „Zveřejňování prognózy kurzu“.

Sekce měnová na základě vyhodnocení argumentů tehdy doporučila **návrat k publikování kurzu neuspěchat a provést jej až s odstupem po provedení prvního zvýšení úrokových sazeb a zjištění následné tržní reakce na tento krok.**

První zvýšení úrokových sazeb bylo provedeno na srpnovém měnovém zasedání. Následná tržní reakce byla poměrně klidná, když kurz koruny na tento krok výrazněji nereagoval. K postupnému zpevnění koruny k hranici 25,6 CZK/EUR došlo až v posledních dnech. Zde svou roli sehrálo nejprve rozhodnutí ponechat úrokových sazeb beze změny na zářijovém zasedání přijaté jen těsnou většinou členů bankovní rady. Posléze byl tento trend podpořen zvýšením intenzity komunikace ČNB avizující pravděpodobné další zvýšení sazeb na listopadovém měnovém zasedání s tím, že toto zvýšení může být větší než standardní krok o 0,25 p. b., popřípadě, že další zvýšení sazeb může následovat již v prosinci (viz Tabulka 1 v části 6 MPD).

V nové prognóze vede očekávané další posílení kurzu v příštím roce k dosažení hladiny jen těsně pod 25 CZK/EUR. To není oproti stávající hodnotě kurzu již tak velký rozdíl, aby zveřejnění kurzové trajektorie nějak dramaticky překvapilo či ovlivnilo trh. Ten byl doposud

o pokračujícím nezanedbatelném posilování kurzu v prognóze ČNB – tak jako tak – informován na kvalitativní bázi (viz dosavadní komunikace ČNB v této oblasti).

Žádné nové argumenty pro případné další oddalování návratu ke zveřejňování prognózované trajektorie kurzu sekce měnová nenachází. S ohledem na uvedené skutečnosti proto sekce měnová doporučuje **začít s opětovným zveřejňováním trajektorie kurzu formou vějířového grafu², a to počínaje Zprávou o inflaci IV/2017**. Návrat ke zveřejňování prognózovaného kurzu doporučuje sekce měnová doprovodit komunikací, která zdůrazní odlišnost prognózy kurzu od nedávno ukončeného kurzového závazku. Konkrétně je třeba připomenout, že prognózovaná kurzová trajektorie je – stejně jako prognóza dalších domácích makroekonomických veličin – podmíněna přijatými předpoklady prognózy a informacemi dostupnými v době jejího zpracování. Nové informace získané od zpracování prognózy spolu s faktory, které nejsou zachyceny v prognóze ČNB, proto mohou vychylovat skutečný vývoj kurzu od prognózy, přičemž tímto faktorem může být i od prognózy odlišná trajektorie úrokových sazeb.

Pokud bankovní rada toto doporučení vyslyší, pak sekce měnová současně navrhuje, aby **byl ve Zprávě o inflaci IV/2017 zveřejněn také citlivostní scénář kurzu** zohledňující překoupenost trhu i pro 1. čtvrtletí příštího roku, který je prezentován v 7. SZ, resp. ve 2. kapitole tohoto MPD. Obnovení publikace kurzového trajektorie z nové prognózy je přitom pro zveřejnění kurzového citlivostního scénáře „condicio sine qua non“.

Sekce měnová naopak nemá silnou preferenci, pokud jde o zveřejnění **scénáře vyšších domácích inflačních tlaků**. Jeho publikace je přitom na rozhodnutí o zveřejňování trajektorie měnového kurzu víceméně nezávislá, jeho dopad do kurzové trajektorie by se přitom dal odpočtově zveřejnit i bez současného obnovení publikace kurzu ze základního scénáře. Možným – byť relativně slabým – argumentem pro nezveřejnění tohoto citlivostního scénáře je jeho relativně silné vyznění ve směru razantního zvyšování úrokových sazeb počínaje již aktuálním čtvrtletím. Nelze vyloučit, že by to mohlo mít nežádoucí implikace. Kurz se totiž zatím v průměru za dosavadní průběh 4. čtvrtletí nachází těsně pod úrovní 25,8 CZK/EUR, tedy prakticky v souladu s předpokladem prognózy. Aktuálně se kurz však již nachází pod hladinou 25,7 CZK/EUR. Přespříliš „hawkish“ komunikace ČNB v duchu citlivostního scénáře by mohla podpořit svižné tempo posilování kurzu z posledních dnů a ten by se mohl od předpokladů prognózy ve zbytku roku výrazněji vzdálit.³ To by mohlo trochu zúžit manévrovací prostor měnové politiky a omezit potřebu dalšího zvyšování úrokových sazeb v příštím roce. Není současně vyloučeno, že by publikace tohoto citlivostního scénáře v kombinaci se zveřejněním kurzového citlivostního scénáře mohla poněkud rozmlžit hlavní poselství nové prognózy, které nese její základní scénář.

5. Vyjádření sekce bankovních obchodů

Koruna od posledního zasedání ČNB postupně posiluje a v samém závěru se dostala na 25,57 CZK/EUR, což je nejsilnější hodnota od poloviny října 2013. Za obnovou posilujícího trendu stojí zejména očekávání trhu na rychlejší růst sazeb, než s jakým dosud počítala minulá prognóza ČNB. Tato očekávání se projevují i na jiných třídách aktiv, rostou zejména FRA, IRS i implikované výnosy z devizových derivátů. Na vývoji kurzu, ani na derivátech nebyl

² Sekce bankovních obchodů je naopak proti.

³ Z hlediska samotného listopadového rozhodování však není aktuální posílení kurzu pod 25,80 CZK/EUR problematické, neboť odchylka skutečnosti od prognózy za dosavadní průběh 4. čtvrtletí je zatím zanedbatelná. Navíc základní scénář prognózy s dalším posílením počítá, když pro 1.čtvrtletí příštího roku pracuje s hodnotou 25,3 CZK/EUR (a pro 2. čtvrtletí 2018 pak s hladinou 24,9 CZK/EUR).

nijak patrný efekt splátek nadstandardních objemů pokladničních poukázek během září, což se dá vysvětlit například tím, že velká část těchto cenných papírů nebyla v držení spekulantů, ale investorů, kteří přes FX swap investovali svou původní cizí měnu do CZK a profitovali pouze z implikovaného úrokového diferenciálu. Splatnost cenných papírů z jejich strany tak nevyžadovala žádnou transakci a proto byl vývoj na trzích relativně tlumený.

Na trhu se i nadále živě diskutuje o překoupenosti koruny, nicméně bez tvrdých dat lze na toto téma jen spekulovat. Vyskytují se i názory, že ve skutečnosti už překoupená není a že ve výraznějším posilování koruně brání jen „obavy z překoupenosti“, nikoli její skutečná existence.

Podle informací přímo z trhu, které máme k dispozici, se do oblasti zhruba mezi 25,7 – 25,8 CZK/EUR koncentroval enormní zájem „real money komunity“ na výběr zisků z dlouhých korunových pozic, který byl však bez problémů absorbován naopak zájmem o nové korunové dlouhé pozice ze strany v zásadě všech skupin klientů. Potvrzuje se tak náš názor, že překoupenost (přestože ji nejsme schopni měřit) existuje. Máme také potvrzeno, že někteří klienti, kteří spekulativní pozici již dříve zavřeli, si ji v posledních týdnech opět otevřeli.

Trh momentálně počítá s tím, že na listopadovém zasedání zvýšíme sazby, proto by takový krok neměl být překvapením. Na základě rétoriky členů bankovní rady může být pro část trhu zvýšení sazeb „pouze“ o 25 p.b. i zklamáním, které může vést k dočasnému mírnému oslabení, zejména v kontextu toho, že koruna bez korekce posílila o téměř 2 %. Pokud k této konsolidaci pozic dojde ještě před měnovým zasedáním, snižuje to šanci i míru této reakce po měnovém zasedání. V případě zvýšení sazeb doporučujeme zvýšení rozmezí mezi repo sazbou a sazbami automatických facilit minimálně na 50 p.b. (respektive 45 p.b. u depo sazby). Podle našeho názoru širší spread pomůže k posílení role repo sazby jako hlavní měnověpolitické sazby a povede ke snížení objemu sterilizovaného prostřednictvím automatické O/N depozitní facility.

6. Dosavadní komunikace ČNB

Na tiskové konferenci po zářijovém měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB J. Rusnok přednesl Prohlášení bankovní rady. Bankovní rada rozhodla ponechat úrokové sazby na stávající úrovni. Dvoutýdenní repo sazba zůstává na 0,25 %, diskontní sazba na 0,05 % a lombardní sazba na 0,50 %. Pro tento návrh hlasovali čtyři členové, tři členové hlasovali pro zvýšení 2T repo sazby na 0,50 % a lombardní sazby na 1 %.

Bankovní rada vyhodnotila rizika stávající prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako mírně proinflační. V tomto směru působil rychlejší růst domácích mezd a ekonomické aktivity. Na vyšší než očekávanou inflaci může v nejbližších čtvrtletích působit též oproti prognóze slabší kurz koruny. Lehkými riziky směrem dolů byly naopak snížený výhled cen průmyslových výrobců v eurozóně a ve srovnání s prognózou nižší ceny potravin. Další zvyšování úrokových sazeb bude podmíněno vývojem všech klíčových makroekonomických veličin včetně kurzu koruny.

V dalších týdnech se několik členů BR vyjádřilo k měnové politice ČNB, resp. k jejímu budoucímu nastavení (Tabulka 1). Jejich prohlášení vyznívala ve smyslu, že na listopadovém zasedání BR je pravděpodobné další zvýšení základních sazeb ČNB, resp. že toto zvýšení může být větší, než je standardní krok o 0,25 p.b., popřípadě, že další zvýšení sazeb může následovat již v prosinci.

Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů bankovní rady v médiích

6.10.	M. Mora (prezentace na ACI Annual General Assembly, Prague)	Further interest rate increases will be conditional on the evolution of all key macroeconomic variables, including the exchange rate of the koruna.
10.10.	V. Benda (Kolokvium, Praha)	S prognózou je – po srpnovém zvýšení úrokových sazeb – konzistentní nárůst domácích tržních úrokových sazeb i v průběhu dalších dvou let.
13.10.	V. Benda (Hospodářské noviny)	...pouze mírné posilování kurzu koruny nedodává ekonomice potřebný protiinflační impulz, který by se dal očekávat. Tím pádem je větší prostor pro zpříšňování měnové politiky, tedy brzdění inflace prostřednictvím úrokových sazeb... Ani ono mírné posílení koruny, které jsme viděli v posledních týdnech, není dostatečné na to, aby zvrátilo potřebu zvyšování úrokových sazeb, pokud se nestane něco mimořádného. Předpokládat rychlost zvyšování sazeb se ale nedá, protože hlasování v bankovní radě je demokratické a závisí na převažujícím názoru členů rady. Já za sebe mohu říci, že si v případě, že koruna nebude dostatečně posilovat, dovedu letos představit růst úrokových sazeb o 50 až 75 bazických bodů...Ekonomice by zvýšení úrokových sazeb o 50 až 75 bazických bodů prospělo... Teoreticky by mohlo dojít ještě k jednomu nebo dvěma zvýšením. Obecně dávám přednost pozvolnějšímu zvyšování sazeb – tedy třeba po 25 bazických bodech – před skokovým zvyšováním, které by se však mohlo v následujících měsících ukázat jako akutní. Dvě zvýšení sazeb o čtvrt procenta po sobě nebo jednorázová změna o půl procenta ale z měnověpolitického hlediska nehrají velkou roli. (Pozn.: odpověď na otázku, jak rychle se sazby budou zvyšovat příští rok).
13.-14.10.	V. Tomšík (Bank of America Merrill Lynch Symposium and JPMorgan Investor Seminar, Washington DC)	Following the August increase in interest rates, a further increase in rates over the next two years is consistent with the current forecast.
18.10.	O. Dědek (Reuters)	Ohledně toho, jestli bankovní rada rozhodne na příštím zasedání o změně úrokových sazeb, tak asi ta pravděpodobnost je spíše vyšší, ale nemůžu to predikovat
24.10.	T. Nidetzký (Reuters)	Takže si nemyslím, že by ekonomika zvýšení sazeb o 0,5 procentního bodu najednou nevstřebala, protože klíčová úroková sazba je dnes nastavena na 0,25 procenta, což je pořád blíže nule než čemukoli jinému. S tak nízkou základnou, ze které vycházíme, si to můžeme dovolit, aniž bychom vyslali signál, že se ekonomika nějak výrazně přehřívá. Pokud by příští zvýšení bylo větší než o obvyklých 25 bodů, tak by to mělo indikovat, že se další zvýšení odehrají spíše v nižší kadenci, tedy že k dalšímu růstu sazeb dojde později než hned na následujícím měnovém jednání...Anebo si dokážu představit, že to bude zvyšování sazeb, které bude ze začátku výraznější, ale mezi jednotlivými rozhodnutími budou větší časové rozestupy a tím i větší prostor pro analýzu dat. Zatím to (Pozn.: zpevnění kurzu koruny) není nic dramatického a pořád je to v nějakém pásmu, kdy nám to, podle mého názoru, umožňuje návrat ke standardní měnové politice, to znamená jít cestou zvyšování sazeb.
24.10.	M. Mora (Bloomberg)	There is certainly room for a 25 basis-point increase in November. A range of domestic economic data has been published since our last forecast was compiled, and most of them point in an inflationary direction. The Czech economy needs tighter monetary conditions," said Mora. "I would personally like to see tightening that's equally spread between koruna appreciation and rate hikes, so that we create more room to manoeuvre with monetary policy in the future and avoid putting too much strain on exporters. This would also be better for financial stability.
25.10.	M. Hampl (iHned.cz, resp. Hospodářské noviny)	Zatím to vidím na zvýšení o čtvrt bodu, ale vůbec nevylučuji, že prognóza, kterou dostaneme, bude volat po nějakém rychlejším zvyšování sazeb. Určitě vidím cestu ve zpříšňování měnové politiky, v růstu úrokových sazeb, o tom není pochyb. Jestli je to na rychlejší než standardní zvyšování, neumím říci. To bych si počkal na prognózu. Ale nevyloučil bych to.

7. Reakce a očekávání finančních trhů

Záříjové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno větší částí trhu. 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 byla 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 průzkumech agentur *Bloomberg* (25.9.) a *Thomson Reuters* (25.9.) také většina nepředpokládala změnu nastavení úrokových sazeb na zářijovém zasedání; poměr očekávání činil 16:2, resp. 11:5 ve prospěch ponechání úrokových sazeb.

Sazby **PRIBOR** se od zářijového zasedání posunuly lehce výše. Výhled sazeb **FRA** implikuje plynulý nárůst sazby 3M PRIBOR a v ročním horizontu se nachází mírně nad úrovní úrokových sazeb z nové prognózy ČNB.

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. Také výnosy **státních dluhopisů** vzrostly, a výnosová křivka tak již leží celá v kladných hodnotách.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Pro listopadové měnové zasedání bankovní rady všech šestnáct respondentů oslovených v rámci šetření *IOFT* (13.10.) předpokládalo zvýšení 2T repo sazby o 0,25 p.b. V ročním horizontu jsou jejich očekávání ohledně 2T repo sazby nastavena takto: 2 analytici 0,75 %, 8 analytiků 1,00 %, 5 analytiků 1,25 %, 1 analytik 1,50 %. V průzkumu agentury Thomson Reuters (30.10.) také všech šestnáct analytiků předpokládalo na listopadovém měnovém jednání zvýšení sazeb (patnáct z nich čekalo zvýšení o 0,25 p.b. a jeden analytik růst o 0,50 p.b.). V průzkumu agentury Bloomberg (30.10.) výrazná většina předpokládala zvýšení 2T repo sazby (22 respondentů) na listopadovém zasedání, pouze jeden respondent neočekával změnu nastavení úrokových sazeb.

Analytici v rámci šetření *IOFT* a *FECF* očekávají, že **kurz** v ročním horizontu posílí na 25,2 CZK/EUR, resp. 25,5 CZK/EUR, zatímco prognóza ČNB předpokládá pro 4Q18 hodnotu 24,8 CZK/EUR.

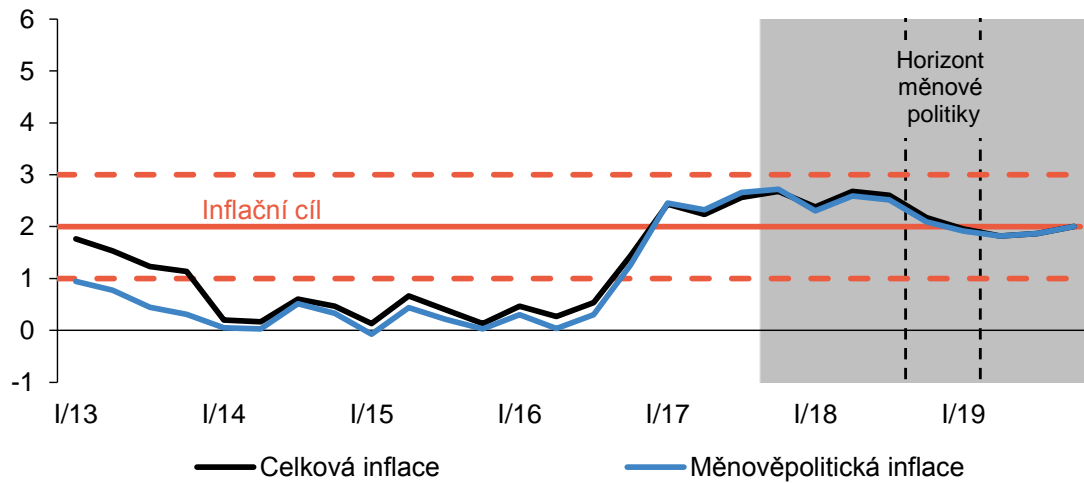
8. Měnověpolitické doporučení sekce měnové

Sekce měnová doporučuje na listopadovém měnovém zasedání bankovní rady:

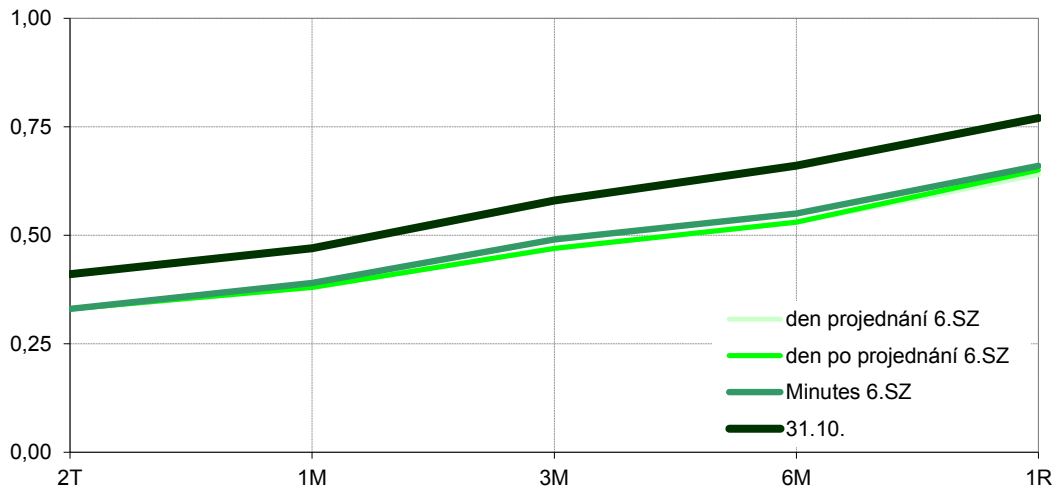
- zvýšit 2T repo sazbu na 0,50 %, lombardní sazbu zvýšit na 1 % a diskontní sazbu ponechat na 0,05 %
- spolu s tím uvést, že podle nové prognózy setrvá celková inflace po většinu roku 2018 nad 2% cílem a na horizontu měnové politiky se k němu vrátí;
- s čímž je konzistentní pokračující růst domácích tržních úrokových sazeb, který spolu s posílením kurzu přispěje k uvedenému návratu inflace na cíl;
- vyhodnotit bilanci rizik nové prognózy inflace v souhrnu jako vychýlenou mírně proinflačním směrem (což lze případně ilustrovat zveřejněním jednoho či obou citlivostních scénářů);
- a že naplňování těchto rizik by znamenalo potřebu rychlejšího zvyšování úrokových sazeb v nejbližších čtvrtletích oproti prognóze;

- komunikovat nicméně i nadále, že další zvyšování úrokových sazeb bude podmíněno vývojem všech klíčových makroekonomických veličin včetně kurzu koruny;
- obnovit publikování trajektorie kurzu z prognózy, a to v podobě, která byla využívána před přijetím kurzového závazku s tím, že související komunikace zdůrazní odlišnost prognózy kurzu od nedávno ukončeného kurzového závazku:
 - o neboť jde o výhled kurzu konzistentní s makroekonomickou prognózou ČNB, nikoliv o žádoucí úroveň kurzu z hlediska ČNB;
 - o tento výhled je – stejně jako prognóza dalších domácích makroekonomických veličin – podmíněn přijatými předpoklady prognózy a informacemi dostupnými v době jejího zpracování;
 - o a vývoj kurzu od prognózy mohou vychylovat informace získané od jejího zpracování spolu s faktory, které v ní nejsou zachyceny (příčemž tímto faktorem může být i od prognózy odlišná trajektorie úrokových sazeb);
- 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).

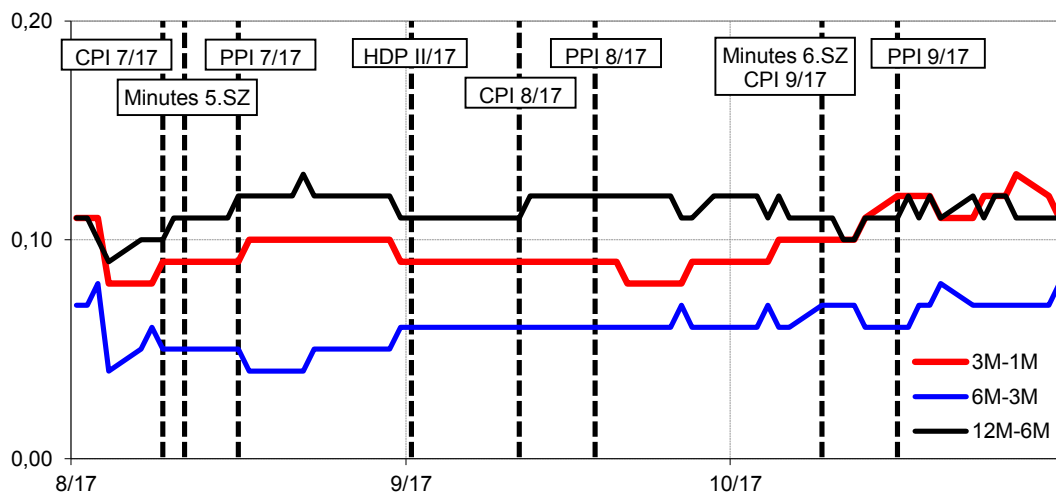
Graf 4: Prognóza inflace ze 7. SZ 2017



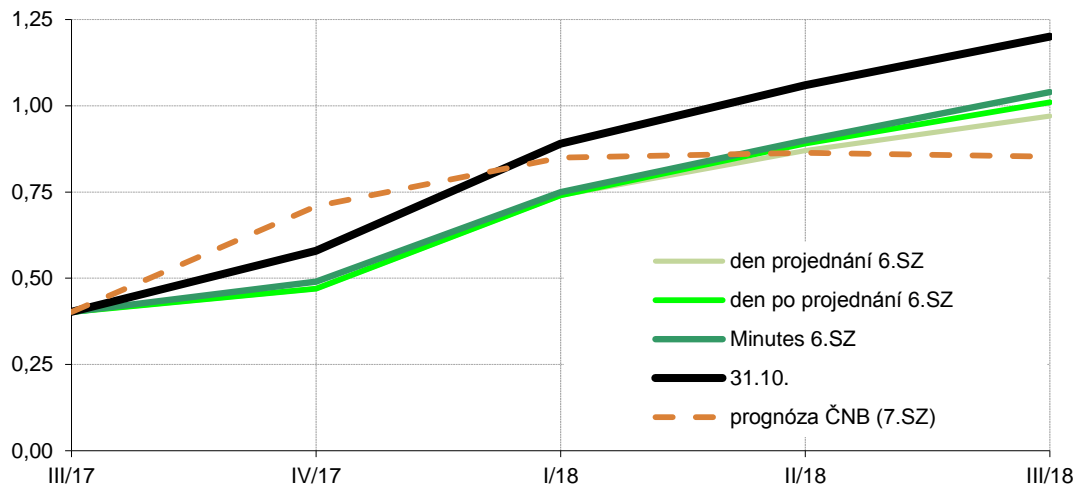
Graf 5: Výnosové křivky PRIBOR



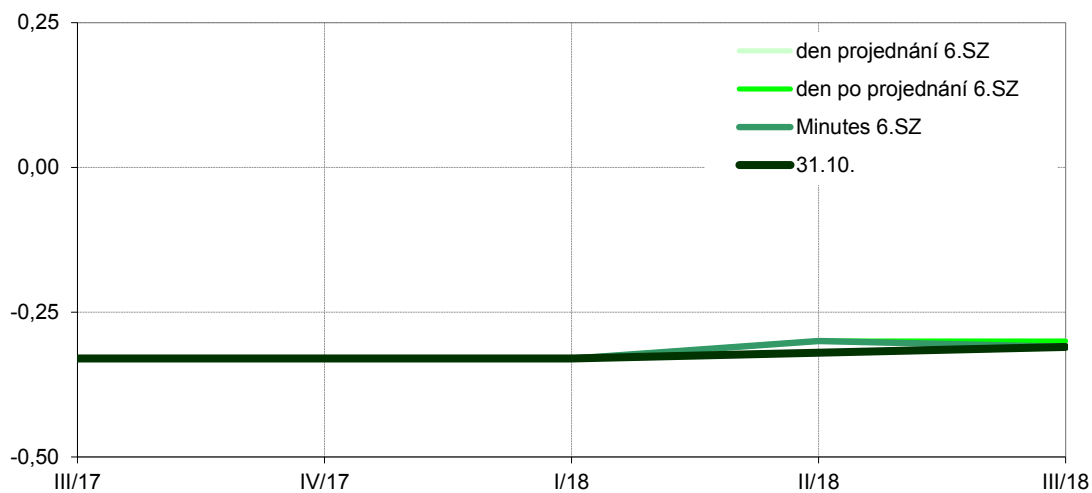
Graf 6: Úroková rozpětí – PRIBOR



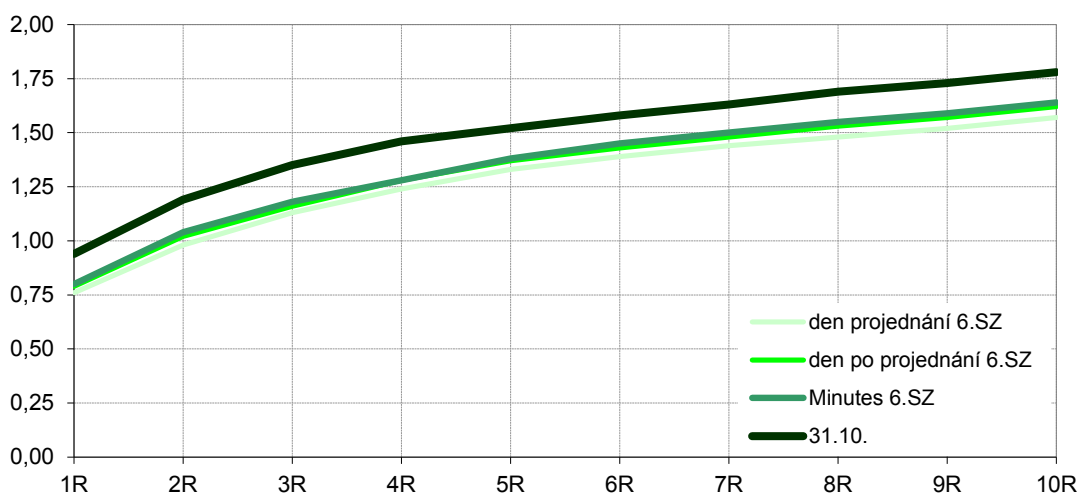
Graf 7: 3M PRIBOR, FRA



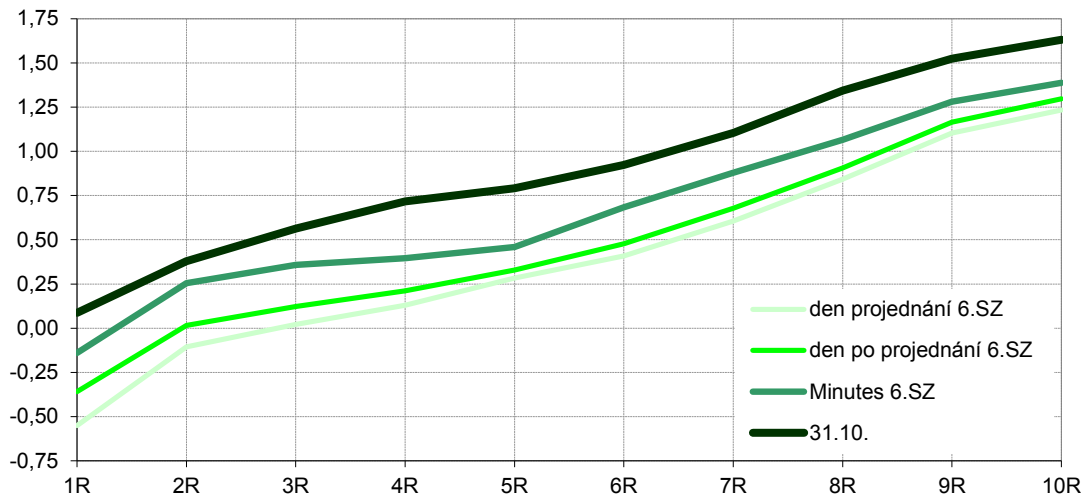
Graf 8: 3M EURIBOR, FRA



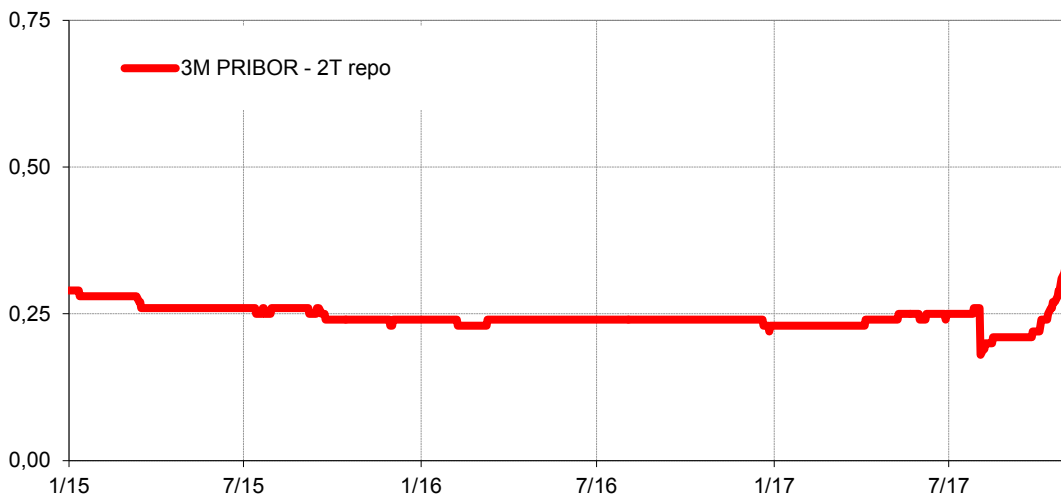
Graf 9: IRS CZK



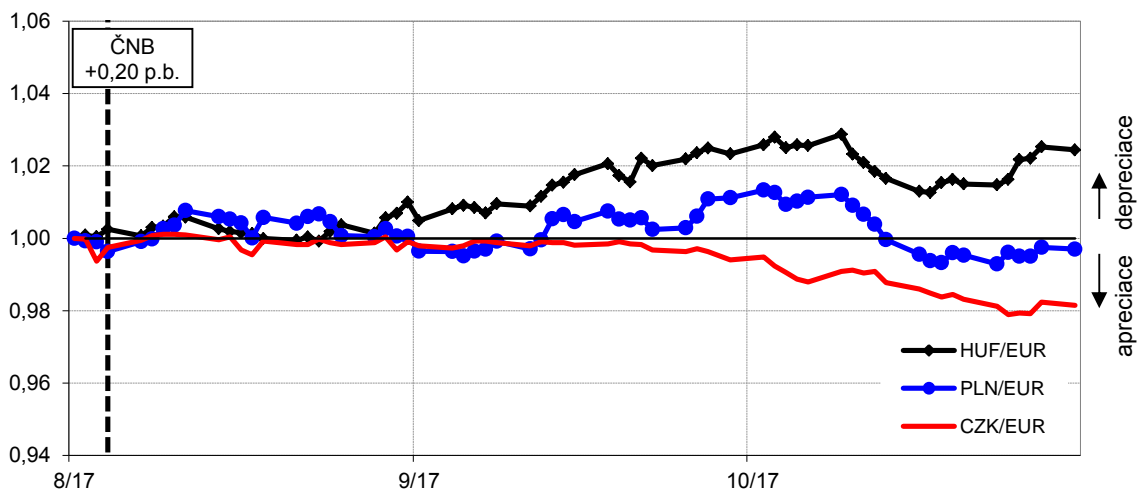
Graf 10: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



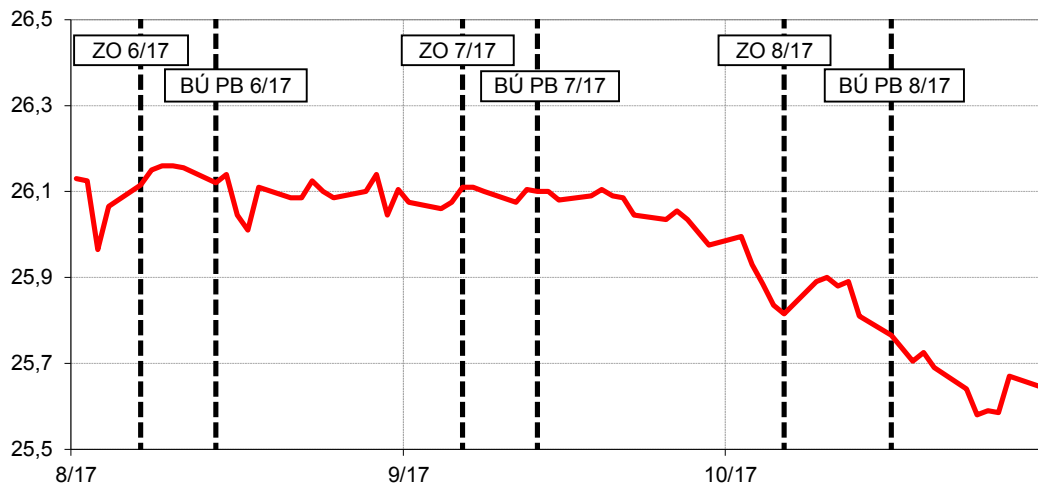
Graf 11: Úrokové rozpětí v ČR



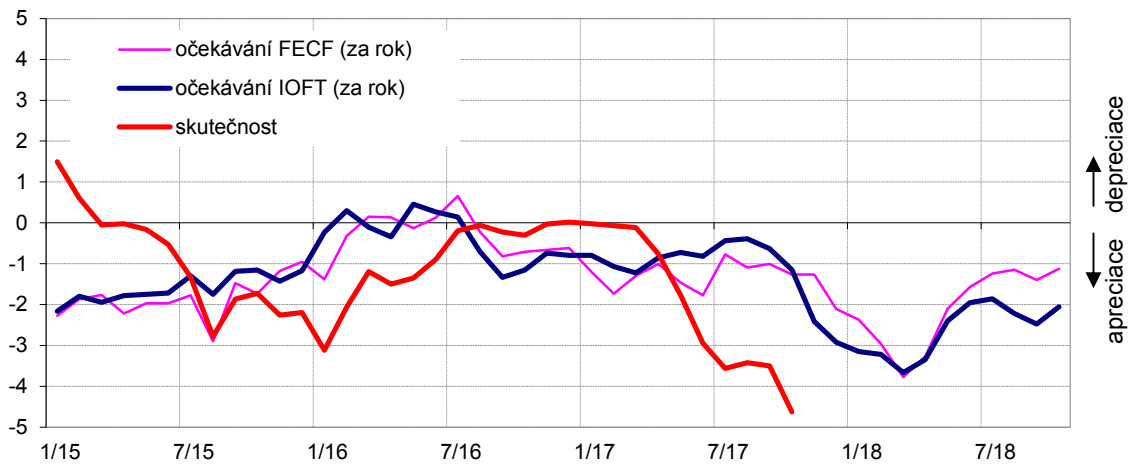
Graf 12: Kurzy středoevropských měn (1.8. = 1,00)



Graf 13: Kurz CZK/EUR

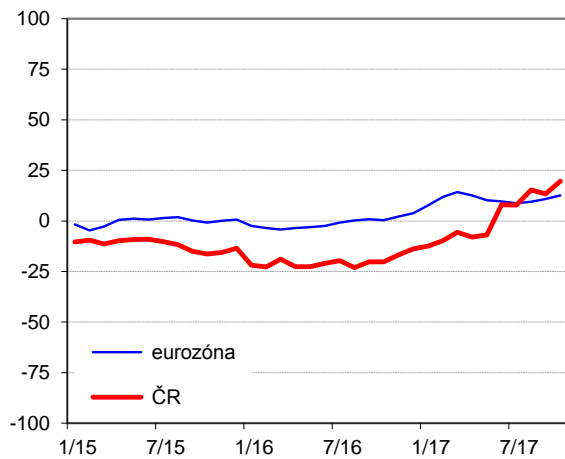


Graf 14: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

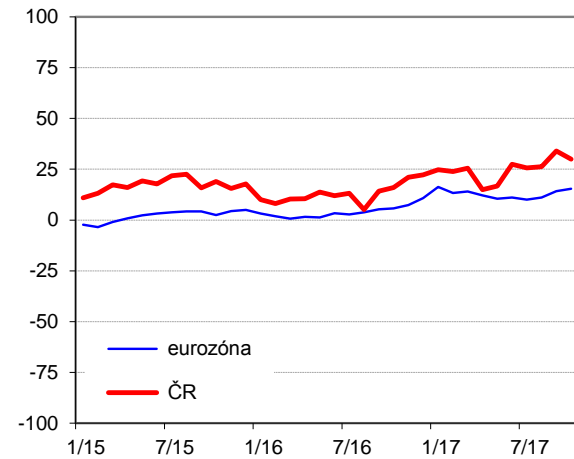


Graf 15: Inflační očekávání a vnímání inflace u domácností (mezinárodní srovnání, saldo odpovědí)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

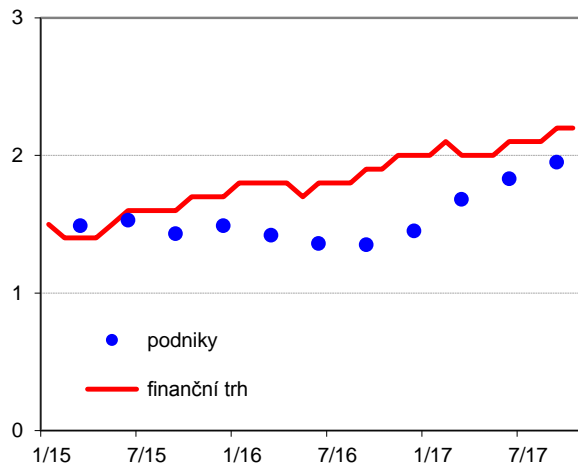


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

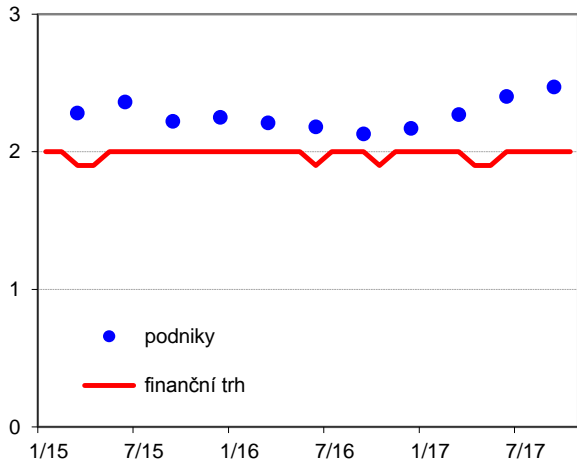


Graf 16: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

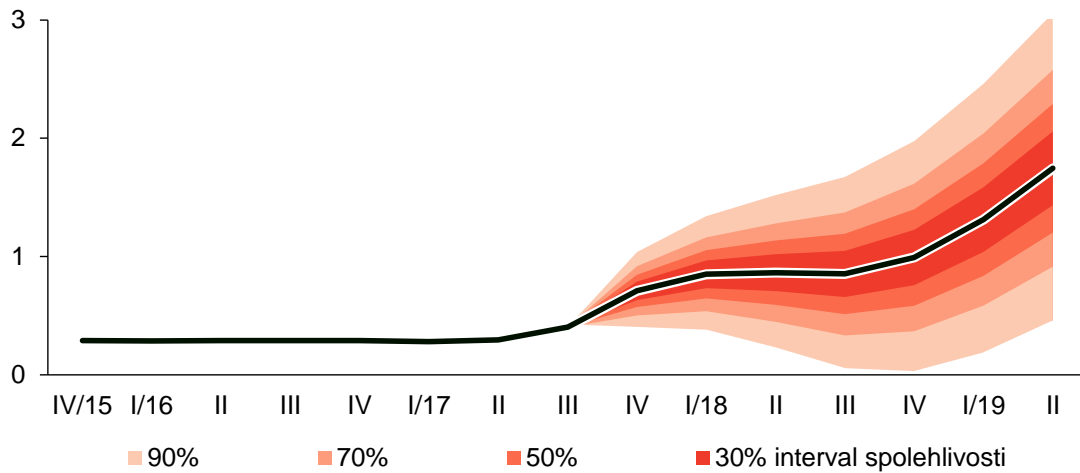
Inflační očekávání v horizontu 1R



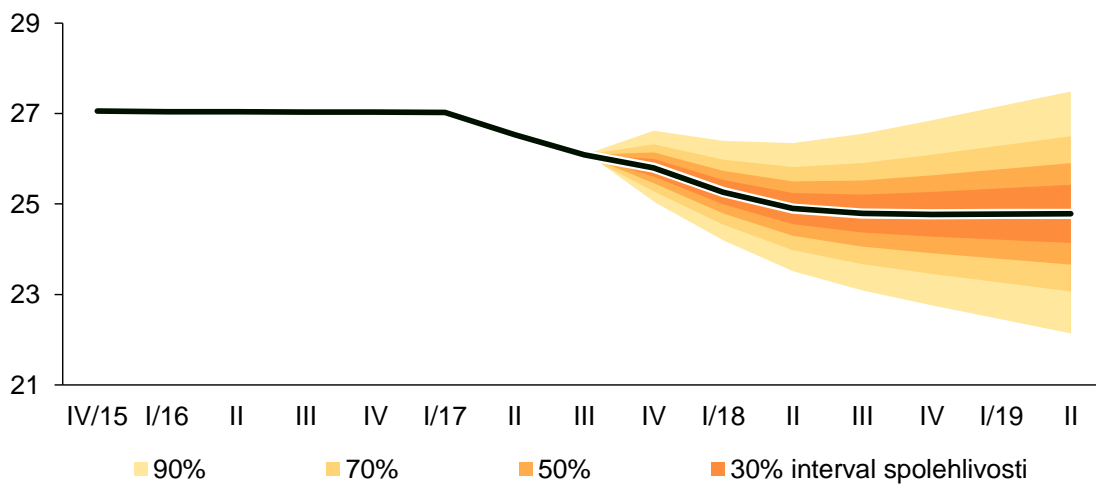
Inflační očekávání v horizontu 3R



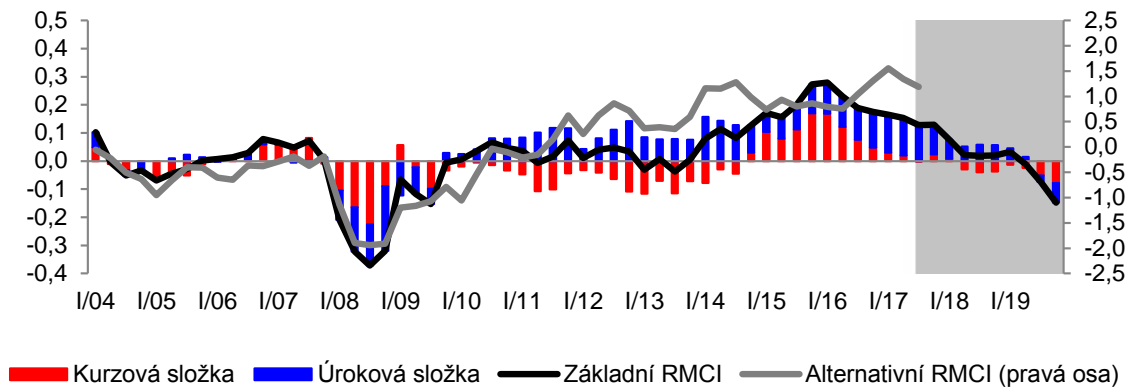
Graf 17: Vějířový graf úrokových sazeb v %



Graf 18: Vějířový graf měnového kurzu CZK/EUR

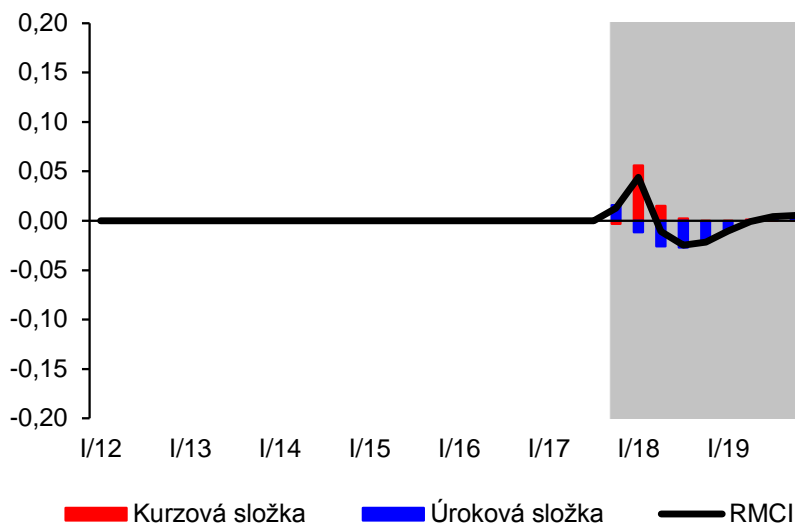


Graf 19: Index reálných měnových podmínek



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

Graf 20: Srovnání indexu reálných měnových podmínek v citlivostním scénáři kurzu (rozdíl vůči základnímu scénáři)



Graf 21: Srovnání indexu reálných měnových podmínek v citlivostním scénáři vyšších domácích inflačních tlaků (rozdíl vůči základnímu scénáři)

