

Měnověpolitické doporučení pro 3. SZ 2012

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář prognózy ze 3. SZ 2012

Východiskem pro květnové měnověpolitické rozhodování je *nová makroekonomická prognóza ze 3. SZ 2012*. Následující odstavce ve stručnosti shrnují počáteční podmínky, předpoklady a hlavní kontury nové prognózy.

Česká ekonomika ve druhém pololetí loňského roku znatelně zpomalila svůj meziroční růst, tažený již pouze čistým vývozem. Celková inflace dosáhla v březnu hodnoty 3,8 %, měnověpolitická inflace se zvýšila na 2,7 %. K růstu cen výrazně přispělo zvýšení spodní sazby DPH z 10 na 14 % v lednu letošního roku. Největší zrychlení růstu je – z důvodu uvedené daňové změny – patrné v případě regulovaných cen a cen potravin. Zdrojem zvýšené inflace je rovněž postupné prosakování oslabeného měnového kurzu a vysokých cen komodit, naopak domácí faktory (slabá poptávka a nízký růst mezd) cenový vývoj tlumí.

Nová prognóza i nadále předpokládá výrazné zpomalení hospodářského růstu v efektivní eurozóně v roce 2012 (na 0,5 %); její růst by měl zrychlit až v příštím roce. Efektivní inflace v eurozóně by se měla v letošním roce vzhledem ke zmírnění vlivu cen komodit a utlumené poptávce snižovat a v příštím roce se bude pohybovat kolem 2% hodnoty. Očekávané zahraniční úrokové sazby 3M EURIBOR jsou až do poloviny příštího roku stabilní na současných snížených hodnotách. To pro letošní i příští rok znamená posun oproti minulé predikci směrem dolů, v čemž se projevuje zavedení programů ECB na dodávání dlouhodobé likvidity bankovnímu sektoru. Prognóza pracuje s pokračujícím postupným oslabováním eura vůči dolaru. Výhled cen ropy byl opět přehodnocen směrem nahoru, i nadále je však očekáván jejich pozvolný pokles z aktuálně zvýšených hodnot.

Prognóza pracuje s předpokladem sjednocení obou sazeb DPH na 17,5 % v roce 2013, které by mělo mít v souhrnu protiinflační primární vliv ve výši cca 0,3 procentního bodu. V prognóze je rovněž začleněn vliv penzijní reformy, jejíž spuštění je zákonem stanoveno na příští rok. Součástí základního scénáře nejsou návrhy rozpočtových opatření, které vláda schválila v dubnu tohoto roku. Navrhovaná opatření však vstupují do alternativního scénáře.

Česká ekonomika bude v letošním roce v důsledku výrazného zpomalení zahraniční poptávky a vlivem pokračující fiskální konsolidace stagnovat, v příštím roce by měla s pozvolným zahraničním oživením vzrůst o 1,9 %. Celková inflace se bude v letošním roce nacházet zejména vlivem daňových změn poblíž současných zvýšených hodnot, měnověpolitická inflace se bude pohybovat v horní polovině tolerančního pásma. Podle základního scénáře v roce 2013 celková i měnověpolitická inflace klesnou mírně pod inflační cíl.

Od začátku letošního roku koruna vůči euru pozvolna posilovala, v posledních týdnech však mírně oslabila. Prognóza předpokládá pro druhé čtvrtletí průměrnou výši kurzu 24,7 CZK/EUR a následně jeho pozvolnou apreciaci. S prognózou je konzistentní pokles

tržních úrokových sazeb ve zbývající části letošního roku a jejich následný mírný nárůst od druhé poloviny roku 2013. Pro druhé čtvrtletí 2012 z prognózy vyplývá hodnota sazby 3M PRIBOR na úrovni 1,1 %, přičemž její průměr za dosavadní průběh aktuálního čtvrtletí činí 1,24 %. Rozpětí 3M PRIBOR – 2T REPO je předpokládáno stabilní na úrovni 0,45 procentního bodu na celém horizontu prognózy. Výše uvedenému odpovídají dvě snížení repo sazby o 0,25 procentního bodu do konce roku 2012. Z hlediska úrokových sazeb přitom vyznívá nová prognóza prakticky shodně jako prognóza minulá. Avšak vzhledem k tomu, že jsme se v čase posunuli o čtvrtletí dále, tak se oběma prognózami implikované snížení měnověpolitických sazeb nyní přiblížilo na dohled.

Celkově jsou **rizika** základního scénáře 3.SZ hodnocena jako **vychýlená směrem k alternativnímu scénáři**, který od konce roku 2012 předpokládá nižší úrokové sazby než základní scénář. Následující dvě kapitoly shrnují hlavní argumenty vedoucí k nižším, resp. vyšším úrokovým sazbám oproti základnímu scénáři nové prognózy. Kapitola 4 pak přináší další měnověpolitické úvahy spojené s obousměrnými či nejednoznačnými nejistotami.

2. Argumenty pro nižší trajektorii úrokových sazeb oproti základnímu scénáři prognózy

Ve směru nižších sazeb oproti základnímu scénáři by počínaje koncem letošního roku působila realizace plánovaných opatření, směřujících k další fiskální konsolidaci. Připravované návrhy, které vláda schválila v dubnu tohoto roku a jež jsou zapracovány **v alternativním scénáři**, obsahují rozpočtová opatření jak na příjmové straně (včetně zvýšení sazeb daně z přidané hodnoty na 15 a 21 %), tak na straně výdajové (zejména nižší valorizace důchodů a zmrazení náhrad zaměstnancům).¹ S touto fiskální restrikcí související výrazně pomalejší oživení ekonomické aktivity v roce 2013 by pak mělo vliv na mírně nižší měnověpolitickou inflaci oproti základnímu scénáři prognózy, na což v alternativním scénáři reagují měnověpolitické sazby v první polovině roku 2013 poklesem až na nulovou hodnotu.²

Uvedené fiskální změny zatím nemají oporu ve schválené legislativě a nelze vyloučit, že vzhledem k neisté politické situaci nakonec nebudou v této podobě v rámci současného volebního období uzákoněny. Na druhou stranu se dá očekávat, že k „nějaké“ rozpočtové konsolidaci dojde. V případě pokračování restriktivní fiskální politiky zhruba v duchu alternativního scénáře by tak s tím byla konzistentní více uvolněná měnová politika, a to z hlediska nastavení celkového **hospodářskopolitického mixu**.

3. Argumenty pro vyšší trajektorii úrokových sazeb oproti základnímu scénáři prognózy

a) V souvislosti s aktuálně vysokou inflací a navrhovaným zvýšením DPH v příštím roce však nelze zcela vyloučit **riziko zvýšení inflačních očekávání**, která mohou být negativně ovlivněna v alternativě očekávaným déletrvajícím obdobím s celkovou inflací nad cílem. K tomu v alternativním scénáři dojde z důvodu předpokládaného zvýšení obou sazeb daně

¹ Zvýšení sazeb DPH by se projevilo ve vyšší celkové inflaci v roce 2013, jeho primární dopad by činil 0,7 procentního bodu. Zvýšení cen by vedlo v kombinaci s nižší dynamikou nominálního disponibilního příjmu ke snižování reálné spotřeby domácností. Plánovaná rozpočtová opatření by zbrzdila hospodářský růst v příštím roce zhruba o 0,8 procentního bodu.

² Postupy měnové politiky v podmínkách přibližování se k nulové hranici úrokových sazeb byly aktualizovány ve zvláštním dodatku k měnověpolitickým úvahám v posledním loňském MPD.

z přidané hodnoty v příštím roce. Je tedy možné, že by se zvýšená inflační očekávání mohla promítnout do vyšších mzdových požadavků. Na bázi alternativního scénáře proto současně vznikl měnověpolitický experiment odhadující takovou velikost mzdových nákladových tlaků, které by implikovaly stabilitu úrokových sazeb na současné úrovni, tj. jejich nesnižování v duchu alternativního (ale i základního) scénáře. Taková situace by dle provedené simulace nastala až v případě poměrně výrazného mzdového šoku, který by ve výsledku (včetně protisměrného zapůsobení přísnější než v alternativním scénáři předpokládané měnové politiky) vedl ke zdatnému urychlení růstu průměrné nominální mzdy v podnikatelské sféře. Konkrétně by to znamenalo růst průměrných mezd v příštím roce o 4,6 %, což je o 1,3 procentního bodu více, než předpokládá alternativní scénář. To při daném ekonomickém výhledu (růst HDP v roce 2013 kolem 1 % a celková inflace jen mírně nad cílem) považujeme za málo pravděpodobné. Rovněž podniky oslovené v rámci šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy očekávají pokračující nízký růst mezd i v příštím roce.

Inflační očekávání analytiků oslovených ČNB v dubnu v rámci IOFT jsou přitom v 1R horizontu srovnatelná spíše s alternativním scénářem nové prognózy než s jejím základním scénářem.³ Svou hodnotou ve výši 2,4 % přitom implikují (při primárním dopadu do CPI plynoucím ze zvýšení obou sazeb DPH o 1 p.b. ve výši 0,7 %) očekávanou měnověpolitickou inflaci mírně pod cílem. Na základě toho nelze říci, že by inflační výhledy analytiků signalizovaly nárůst inflačních očekávání na rámec předpokládaných primárních dopadů daňových změn. Analytici současně prognózují růst mezd na příští rok v tempu 3,4 %, tj. marginálně pod základním scénářem prognózy. To je současně o něco více, než je konzistentní s alternativou, ale méně, než odpovídá výše uvedenému měnověpolitickému experimentu na bázi alternativy.⁴

b) Slabé riziko ve směru vyšších sazeb představuje také pohyb **kurzu koruny vůči euru** v posledních dnech. Nedávné lehké oslabení kurzu oproti úrovni, kterou předpokládá prognóza na 2Q12 (24,7 Kč/EUR)⁵, může souviset s nejistotou okolo pokračující dluhové krize v eurozóně, stejně jako s neklidným vývojem na domácí politické scéně. Případné snížení úrokových sazeb ČNB, které by bylo pro účastníky trhu překvapivé, by navíc zřejmě posunulo kurz dále v mírně depreciačním směru. Možný odlišný vývoj kurzu od prognózy popisuje zpracovaný standardní citlivostní scénář kurzu. Z tohoto scénáře vyplývá, že v reakci na případné 3% oslabení kurzu oproti prognóze ve 2Q12 (tj. na hodnotu 25,4 CZK/EUR) by se úrokové sazby nacházely v následujících čtvrtletích roku 2012 o 0,3 procentního bodu výše ve srovnání se základním scénářem.

4. Další měnověpolitické úvahy

³ Z dubnového šetření IOFT vyplynulo, že v současné chvíli prognózy osmi analytiků vycházejí z předpokladu nastavení sazeb DPH od začátku roku 2013 na úrovni 15 % a 21 %. Vedle toho dva analytici stále počítají se sjednocením sazeb na 17,5 % a jeden se sazbami ve výši 10 a 20 %. Jelikož poslední informace o budoucím nastavení sazeb DPH nemusí být konečné, připravované daňové úpravy představují podle analytiků významné riziko nenaplnění jejich prognóz.

⁴ Za zmínku stojí, že tržní výhled tříměsíčních tržních úrokových sazeb odvozený z kotací FRA i očekávání analytiků ohledně vývoje 2T repo sazby jsou na vyšší hladině ve srovnání s trajektorií úrokových sazeb konzistentní jak se základním, tak s alternativním scénářem nové prognózy.

⁵ Na horizontu jednoho roku je prognóza kurzu koruny z pera ČNB zhruba v souladu s očekáváním analytiků. ČNB očekává v tomto období kurz na úrovni 24,3 CZK/EUR, zatímco dle analytiků oslovených v rámci dubnového šetření IOFT bude kurz za rok na hodnotě 23,9 CZK/EUR a naopak dle respondentů posledního šetření FECF 24,6 CZK/EUR.

a) Značná nejistota existuje i nadále v oblasti **zahraničního ekonomického vývoje**, přičemž rizika jsou obousměrná. Patrné jsou časté změny tržního sentimentu. Spolu se schválením druhého záchranného úvěru pro Řecko přispělo k dočasnému zlepšení nálad také masivní dodávání likvidity ze strany ECB. Tento příznivý sentiment však odeznívá a do centra pozornosti trhů se dostává neuspokojivá hospodářská a finanční situace Španělska, což by mohlo vést k prohloubení dluhových problémů této ekonomiky a následně negativně ovlivnit vývoj v celé eurozóně. Otazníky visí také nad dalším vývojem hospodářské aktivity v největší evropské ekonomice; aktuální indikátory poskytují pro Německo smíšené signály.⁶ Dopad případného dalšího zhoršení zahraničního ekonomického výhledu by však zřejmě neměl jednoznačné implikace pro domácí úrokové sazby. Pravděpodobně by totiž opět došlo k protisměrnému vlivu silnějších protiinflačních tlaků z reálné ekonomiky na jedné straně a více oslabeného kurzu koruny s proinflačními dopady skrze dovozní ceny na straně druhé. Nejistota se současně přenáší i na světové komoditní trhy a ceny klíčových surovin mohou rovněž významně zamíchat kartami z hlediska domácího cenového vývoje. Implikace pro měnovou politiku malých otevřených ekonomik s plovoucím kurzem a režimem cílování inflace tak závisí na tom, který z uvedených faktorů převáží.⁷

b) Na horizontu měnové politiky dochází k poklesu celkové i měnověpolitické inflace mírně pod inflační cíl. To je dáno tím, že je vývoj úrokových sazeb na prognóze výsledkem působení modelového úrokového pravidla, v němž dochází ke standardnímu **vyhlazování měnověpolitické reakce**, která v tomto případě nedokáže plně přetlačit souběh několika protiinflačních faktorů. Z tohoto důvodu byl vytvořen experiment s vyšší „reaktivností“ měnové politiky. Jak vyplývá z provedeného experimentu, pokud by měla být dosažena na horizontu měnové politiky měnověpolitická inflace poblíž 2% inflačního cíle, bylo by nutné snížit úrokové sazby v nejbližších čtvrtletích mnohem razantněji, než implikuje základní scénář. Z toho nepřímo vyplývá, že dodatečné další vyhlazování úrokových sazeb nad rámec toho, se kterým pracuje prognóza, by mohlo naopak vést k většímu podstřelení inflačního cíle. Pokud by takové nadměrné vyhlazování bylo aplikováno dlouhodobě a systematicky, pak by dokonce mohlo dojít k riziku ztráty stabilizační role měnové politiky z hlediska její schopnosti přivést inflaci na horizontu měnové politiky k cíli a ukotvovat inflační očekávání na hodnotách konzistentních s cílem.

Z toho tedy plyne, že ani v situaci dlouhodobě rekordně nízkých úrokových sazeb není vhodné rezignovat na **stabilizační vpředhledící měnovou politiku**, jež v současné situaci směřuje k dalšímu poklesu sazeb. A to i přesto, že snížení úrokových sazeb zatím nebylo ze strany bankovní rady komunikováno, protože trhy ani většina analytiků takovýto krok – zřejmě i v důsledku zvýšené aktuální úrovně (měnověpolitické) inflace⁸ – neočekávají.

c) Vzhledem ke komplikovanosti aktuálního rozhodování o nastavení výše úrokových sazeb se opět nabízí zamyšlení nad otázkou, **co by bylo větší měnověpolitickou chybou** v případě, že by se následný vývoj odchýlil od předpokladů dané varianty rozhodnutí. Pokud by byly úrokové sazby ponechány déle na stávající úrovni, mohlo by dojít k většímu podstřelení inflačního cíle na horizontu měnové politiky (a pomalejšímu oživení ekonomiky v příštím

⁶ Podnikatelská a investorská důvěra v Německu (index Ifo) opět vzrostla. Nepříznivým signálem jsou naopak dubnové konjunkturální indikátory PMI, které poklesly jak pro německý průmysl, tak pro celou eurozónu.

⁷ Některé vyspělé zahraniční centrální banky, jako např. Sveriges Riksbank, Norges Bank, Bank of Israel či Bank of Chile, nedávno své měnověpolitické sazby snížily.

⁸ 3. SZ 2012 ukazuje, že důvody momentálně zvýšené celkové inflace jsou převážně jednorázové (změna DPH, odeznívající růst dovozních cen, ceny vajec) a v průběhu příštích několika čtvrtletí vyprchají. Pozorovaný vývoj z větší části nesouvisí s domácími fundamentálními inflačními faktory, které obvykle vykazují vyšší míru persistence.

roce). Následná reakce v podobě dodatečného snížení sazeb by pak mohla být vnímána jako opožděná, přičemž vlivem tohoto zpoždění může při pozdějším „dohánění“ snáze dojít k vyčerpání prostoru pro provádění konvenční měnové politiky. Při naplňování alternativního scénáře by se však zřetelné podstředí cíle týkalo pouze měnověpolitické, nikoli celkové inflace, což by riziko chyby z hlediska reputace ČNB i zabránění vzniku deflačních očekávání zmírňovalo. Naopak v případě, že by nyní došlo ke snížení repo sazby a následně by se objevilo proinflační překvapení ve vývoji cen, mezd či jiné důležité veličiny z hlediska příběhu nové prognózy, mohlo by provedené snížení sazeb vypadat jako unáhlené a neadekvátní s potřebou rychlé korekce. Jak již bylo uvedeno v minulých měnověpolitických doporučeních, při stávající zvýšené inflaci může být toto riziko překvapení směrem nahoru vnímáno asymetricky citlivě. Na druhou stranu z hlediska horizontu měnové politiky existuje jistá „rezerva“ vyplývající z faktu, že v roce 2013 se má dle prognózy nacházet měnověpolitická inflace mírně pod cílem.

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **březnovém zasedání** (29.3.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 0,75 %. Rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno. Z dotazníků IOFT (15.3.) vyplývalo, že na březnovém zasedání BR ČNB všichni analytici předpokládali stabilitu základních sazeb ČNB. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 0,75 až 1,00 % (medián 0,75 %). Ze šetření agentury Thomson Reuters (23.3.) také vyplývalo, že na březnovém zasedání BR ČNB všech sedmáct analytiků předpokládalo stabilitu základních sazeb. Očekávání v delším horizontu byla nadále značně různorodá.

Na tiskové konferenci po měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB M. Singer oznámil, že pro stabilitu sazeb hlasovalo šest členů bankovní rady, jeden člen hlasoval pro zvýšení o 0,25 procentního bodu. Guvernér připomněl, že s minulou prognózou byla konzistentní stabilita tržních úrokových sazeb v nejbližším období a jejich následný mírný pokles. Rizika této prognózy byla vyhodnocena jako vyrovnaná. Proinflačním rizikem je vyšší pozorovaná inflace včetně jejího krátkodobého výhledu, zejména vlivem cen potravin a pohonných hmot. K protiinflačním rizikům patří silnější kurz koruny a nižší výhled zahraničních sazeb. Nad rámec těchto rizik bankovní rada diskutovala o dalším možném zvýšení DPH od příštího roku, které by zvýšilo celkovou inflaci a mohlo by se odrazit ve vyšších inflačních očekáváních. Vyšší DPH by zároveň oslabilu spotřebitelskou poptávku a tím i tlaky na měnověpolitickou inflaci. K nastavení úrokových sazeb guvernér uvedl, že bankovní rada se lehce vymezila oproti poklesu úrokových sazeb, který předpokládá prognóza.

Během dubna se několik členů BR vyjádřilo k budoucímu nastavení měnové politiky (viz Tabulka 2). Jejich názory vyznívaly ve prospěch stability základních úrokových sazeb v nejbližším období.

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR stagnovaly, sklon výnosové křivky sazeb PRIBOR zůstává rostoucí (viz Graf 2). Také hladina sazeb FRA se téměř nezměnila. Aktuální tržní trajektorie 3M sazeb implikuje očekávanou stabilitu sazeb až do 1Q13. V celém horizontu se pohybuje nad trajektorií konzistentní se základním i alternativním scénářem nové prognózy, přičemž s prodlužujícím se horizontem se odchylka zvyšuje (viz Graf 4).

Sazby IRS se od posledního zasedání BR také téměř nezměnily. Výnosová křivka sazeb IRS je rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,5 p.b., spread 10R-1R činí 0,9 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (13.4.) vyplývá, že na květnovém zasedání BR ČNB všichni analytici předpokládají stabilitu základních sazeb ČNB. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybují v rozmezí 0,75 až 1,25 % (medián 0,75 %).

Ze šetření agentury Thomson Reuters vyplývá, že na květnovém zasedání BR ČNB všech sedmáct analytiků předpokládá stabilitu základních sazeb. Očekávání v delším horizontu jsou nadále značně různorodá, jejich rozložení ukazuje Tabulka 1. Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 0,50 až 1,25 % (medián 1,00 %).

Tabulka 1: Očekávání analytiků ohledně směru, rozsahu a časování příští změny úrokových sazeb dle Thomson Reuters (25.4.2012)

2012			2013				2014
2H12			1H13		2H13		1H14
↓					↑↑		
2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
	↓↑		↑↑↑↑↑↑↑	↑↑↑	↑	↑	↑

Vysvětlivky:

- jedná se o příští očekávanou změnu každého analytika, tzn. počet šipek se shoduje s počtem analytiků
- z důvodu přehlednosti tmavé šipky označují očekávané snížení sazeb, světlé šipky zvýšení sazeb
- šipka o velikosti ↓↑ odpovídá změně o 0,25 p.b., šipka o velikosti ↓↑ změně o 0,50 p.b. (momentálně se žádná změna v této velikosti nečeká)

Analytici v rámci šetření IOFT očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 23,9 CZK/EUR, tj. o 3,6 % vzhledem k průměru za 2Q12 do 30.4. Analytici v rámci šetření FECF předpokládají ve stejném horizontu posílení o 0,7 % na 24,6 CZK/EUR. Základní scénář prognózy očekává pro 2Q13 kurz na úrovni 24,3 CZK/EUR, alternativní scénář 24,4 CZK/EUR.

Tabulka 2: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

23.4.	V. Tomšík (Hospodářské noviny)	Je tu dilema, zda slepě provádět politiku cílování inflace v podobě „měnového automatu“ – to znamená snižovat sazby, aby podle prognózy byla měnověpolitická inflace na cíli. Je otázka, jakou váhu dát dalším neznámým a s nimi spojeným rizikům. Jmenovat mohou vývoj v eurozóně, vývoj v bankovním sektoru, dopady nové regulace a opatření vlády v oblasti fiskální politiky, především změny DPH.
23.4.	L. Lízal (Reuters)	Nemyslím si, že krátkodobě by se mělo se sazbami stále hýbat, už jen proto, že nejistoty, které jsou vidět, jsou docela silné... Myslím si, že bychom však neměli ani zbytečně vysílat signál typu, že řekneme, že ekonomika se může vyvíjet špatně, a proto preventivně snížíme sazby. Tak nastartujeme ještě pesimističtější očekávání. Stabilitu sazeb vnímám jako určité ujištění toho, že vývoj ekonomiky je sice nejistý, ale pohybuje se v určitém koridoru a nebude se příliš vychylovat ani jedním ani druhým směrem. Pokud nedojde k nějakému překvapení, tak o relativní stabilitě sazeb mluvím spíše v krátkém horizontu. V létě pak bude jasné, jak dopadla mzdová vyjednávání a co bude s nově ohlášenými fiskálními změnami. Pak je opět nutné zvážit všechna rizika a z tohoto pohledu nemůžu vyloučit změnu sazeb žádným směrem. Dnešní nejistoty jsou natolik velké, že nemohu říci, jestli převáží jeden nebo druhý směr a kdy. Může převážit tlak na ceny, který se přenesou do mzdových vyjednávání a inflačních očekávání, a pak bychom mohli sazby zvýšit. Ale může také převážit pesimistický výhled evropské ekonomiky, pak by se měnová politika mohla vyvíjet opačným směrem. Vládní kroky jdou také spíše protiinflačním směrem.

25.4.	K. Janáček (Bloomberg)	Monetary policy doesn't react to spikes in the headline inflation rate caused by increases in indirect taxes, but we still have to take this into serious consideration because it affects inflation expectations... I'm not sharing the view of most Czech analysts that we will hold rates unchanged until the first half of 2013. I'm not saying we will change rates for sure, but what is clear is that the discussion about trends in inflation expectations will be more dominant in the second half of this year, and mainly in the fourth quarter. And, as a result, there will be a discussion whether the time has come to react by increasing interest rates.
-------	---------------------------	---

6. Měnověpolitické doporučení SMS

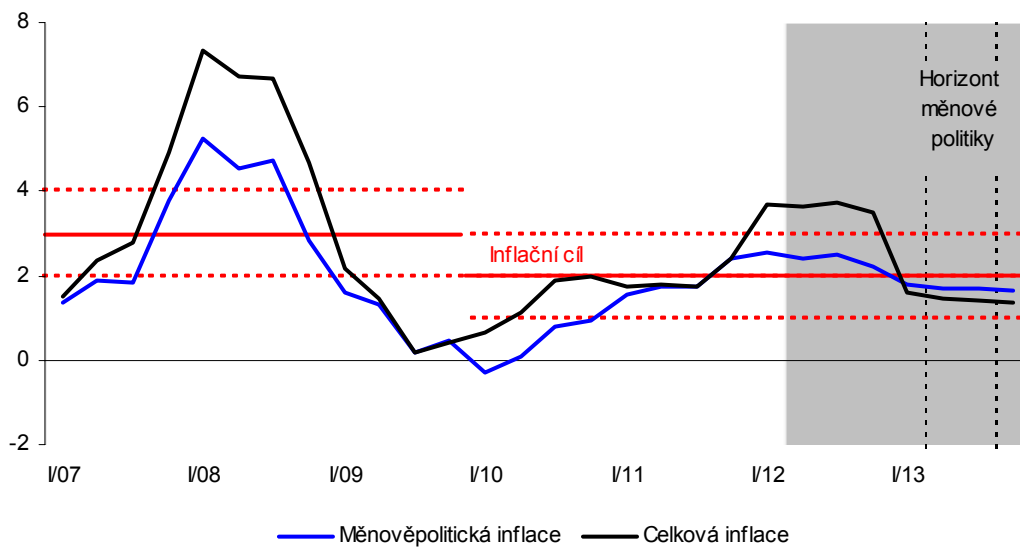
Sekce měnová a statistiky doporučuje na květnovém měnověpolitickém zasedání bankovní rady **snížit měnověpolitické úrokové sazby (s výjimkou diskontní sazby) o 0,25 p.b.**

Komunikační doporučení:

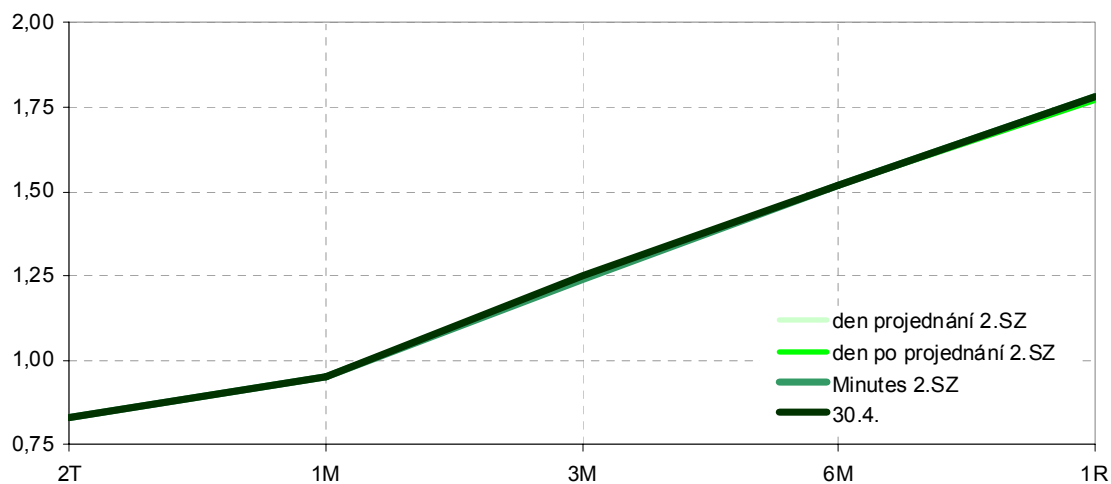
Doporučujeme zdůraznit, že důvody momentálně zvýšené celkové inflace jsou převážně jednorázové a v průběhu příštích několika čtvrtletí vyprchají. Současně je třeba uvést, že pozorovaný vývoj z větší části nesouvisí s domácími fundamentálními inflačními faktory. Svou měnovou politiku ČNB standardně orientuje podle výhledu měnověpolitické inflace v horizontu měnové politiky, přičemž tento výhled je v současnosti mírně pod inflačním cílem i při poklesu úrokových sazeb implikovaném prognózou. Navíc by v případě přijetí rozpočtových opatření navrhovaných vládou (zapracovaných v podobě alternativního scénáře prognózy) byly měnověpolitická inflace i úrokové sazby v roce 2013 ještě nižší, než předpokládá základní scénář.

V případě, že by se bankovní rada rozhodla nenásledovat doporučení SMS, je žádoucí komunikovat proinflační rizika prognózy (po projednání 2.SZ byla rizika hodnocena jako vyrovnaná, přesto se bankovní rada slabě vymezila proti poklesu sazeb implikovanému prognózou). Jako hlavní argument se zde nabízí obava z druhotných dopadů aktuálně vysoké celkové inflace a možného zvýšení DPH v roce 2013 do inflačních očekávání a mzdového vývoje. Nicméně současně doporučujeme komunikovat, že pokud by se tato obava nenaplnovala, nelze vyloučit snížení úrokových sazeb v dalších měsících.

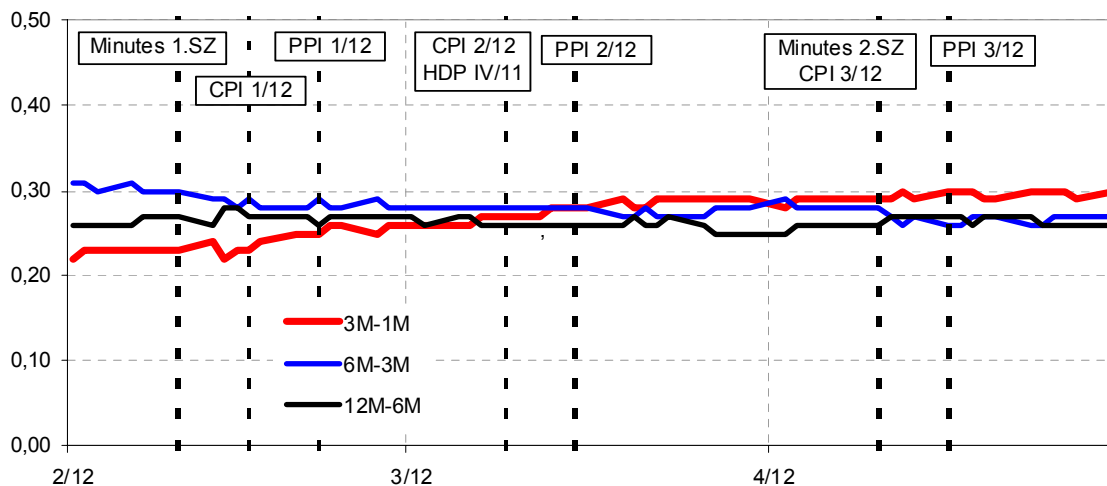
Graf 1: Prognóza inflace z 3. SZ 2012 a cíl ČNB



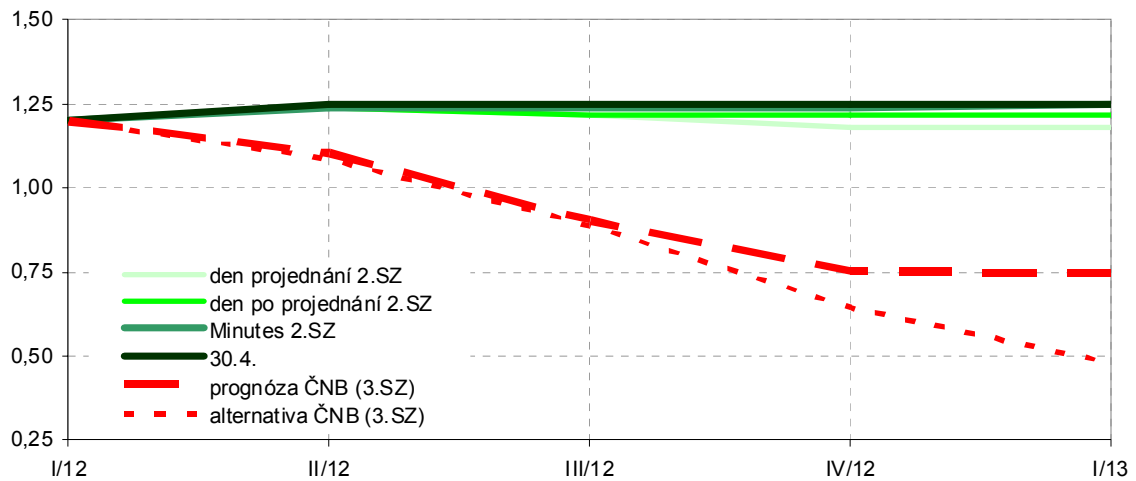
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



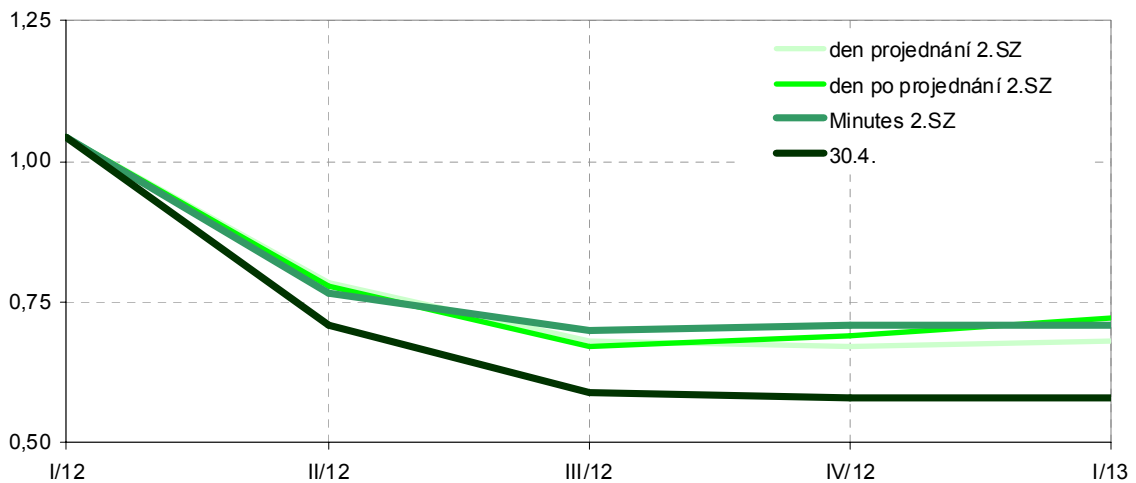
Graf 3: Úroková rozpětí – PRIBOR



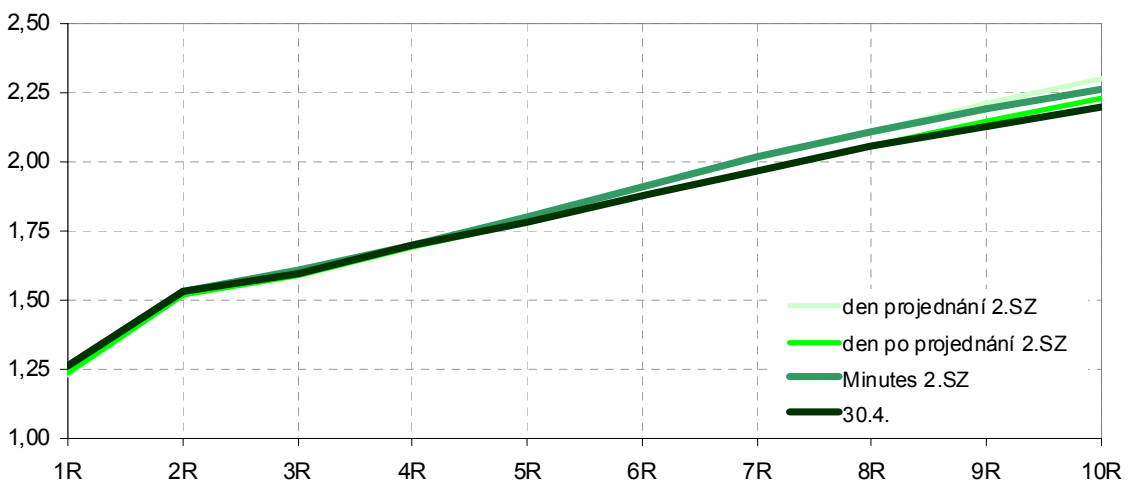
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



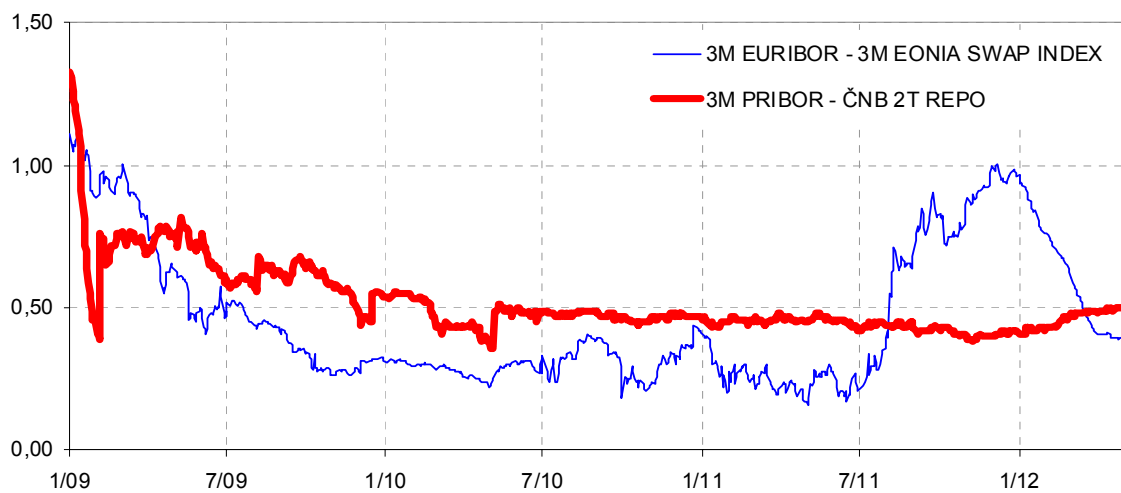
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



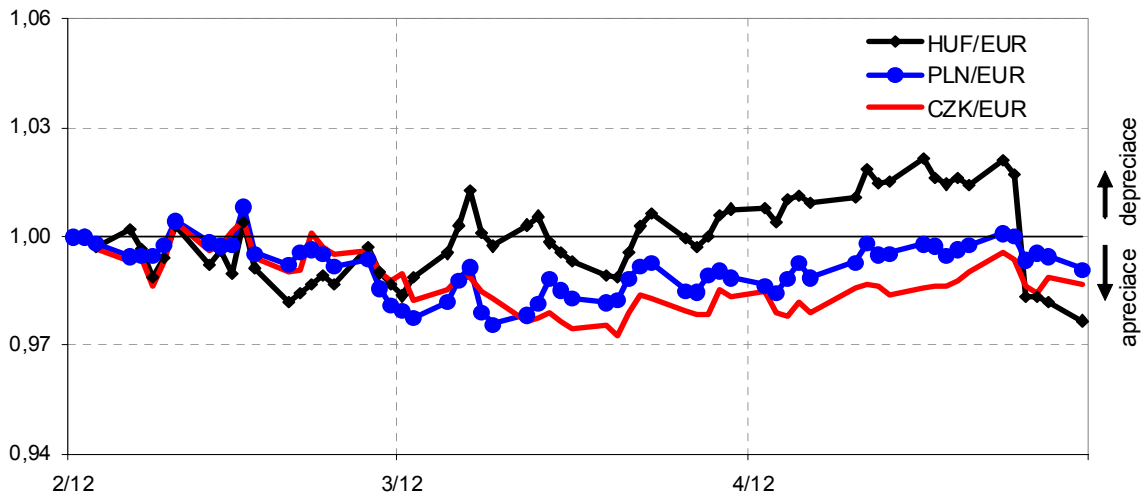
Graf 6: IRS CZK



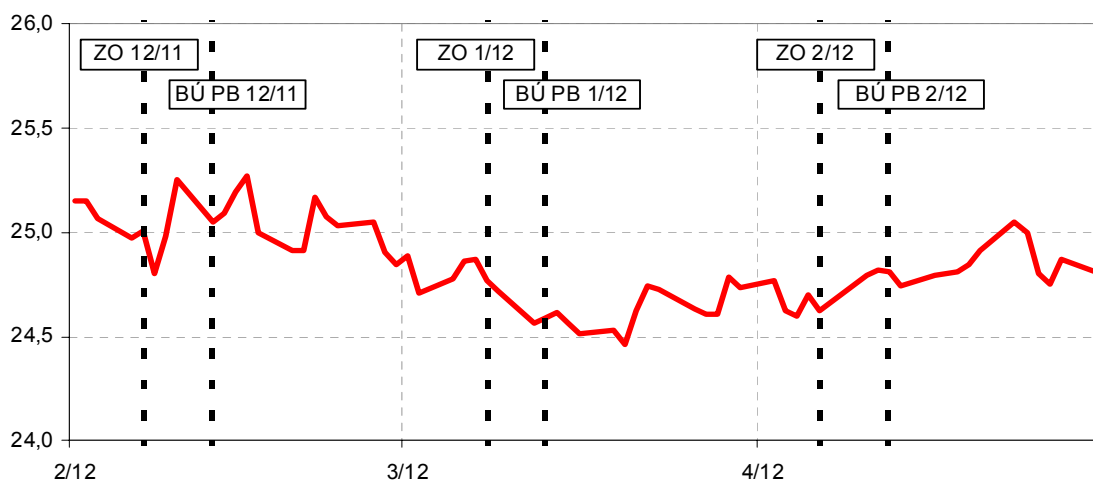
Graf 7: Úroková rozpětí v ČR a eurozóně



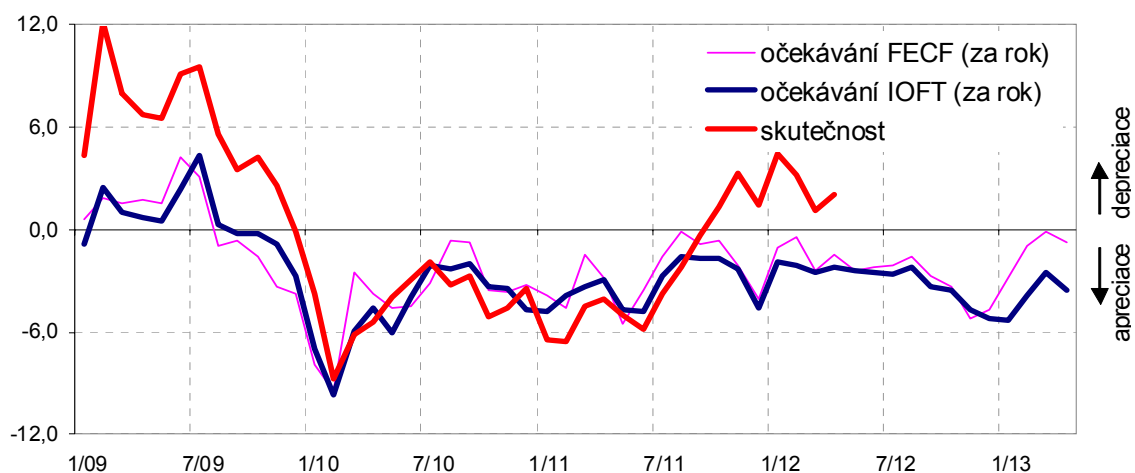
Graf 8: Kurzy středoevropských měn (1.2. = 1,0)



Graf 9: Kurz CZK/EUR

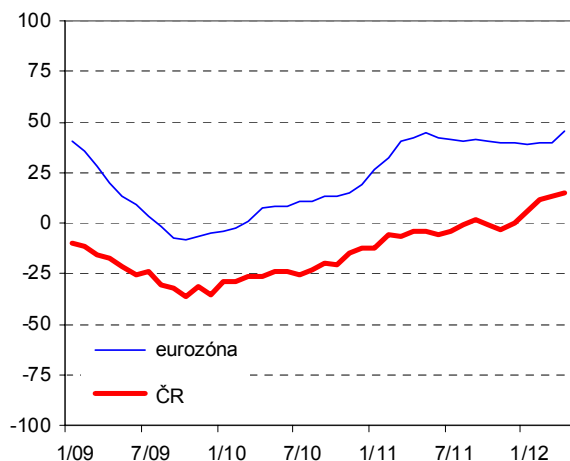


Graf 10: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

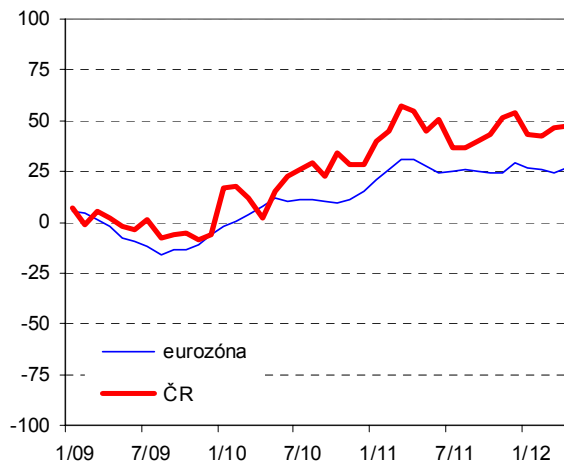


Graf 11: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

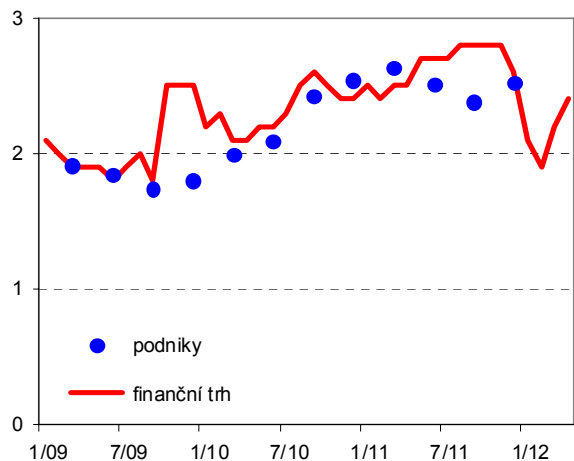


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

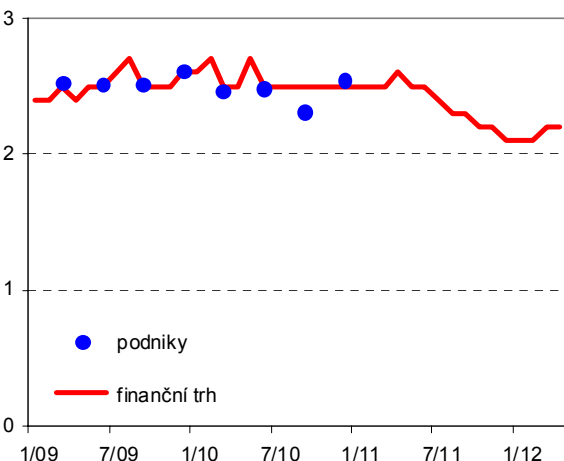


Graf 12: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

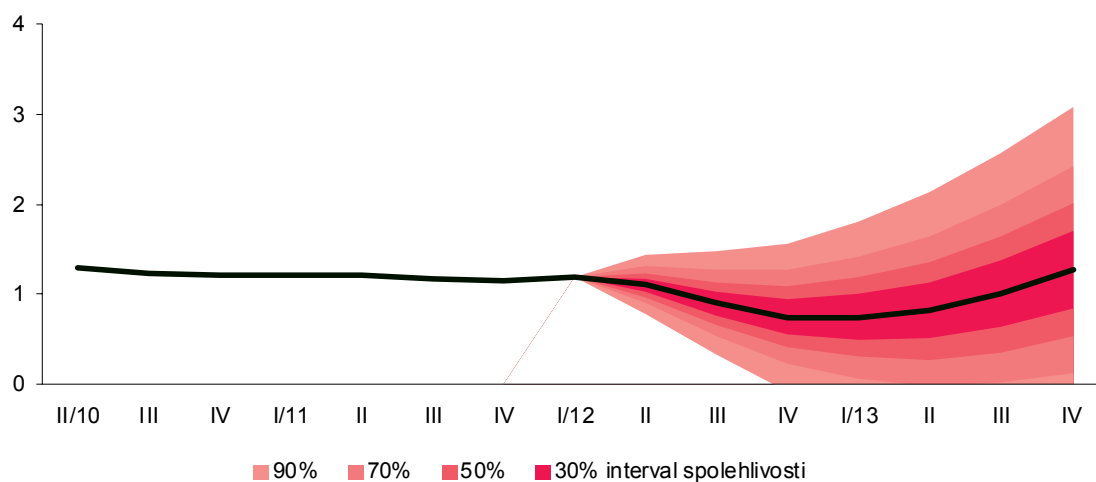
Inflační očekávání v horizontu 1R



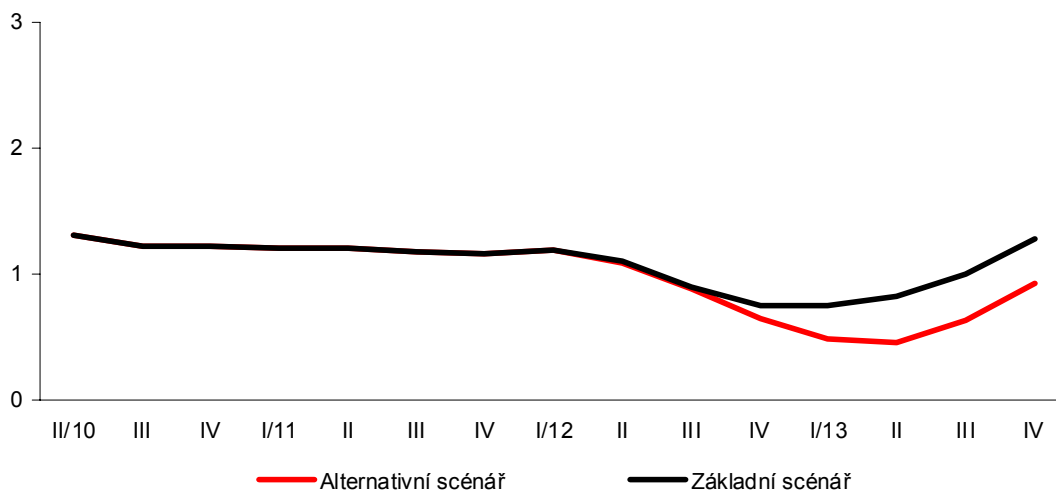
Inflační očekávání v horizontu 3R



Graf 13: Vějířový graf prognózy úrokových sazeb (3M PRIBOR v %)



Graf 14: Srovnání úrokových sazeb ze základního a alternativního scénáře (3M PRIBOR v %)



Graf 15: Srovnání měnověpolitické inflace ze základního a alternativního scénáře (v %)

