

Měnověpolitické doporučení pro 6. SZ 2012

Sekce měnová a statistiky

1. Prognóza z 5. SZ 2012

Východiskem pro zářijové měnověpolitické rozhodování zůstává *makroekonomická prognóza z 5. SZ 2012*. Následující odstavce ve stručnosti shrnují počáteční podmínky, předpoklady a hlavní kontury této prognózy.

Česká ekonomika v prvním pololetí 2012 meziročně klesla o 0,8 %, když kladně k vývoji ekonomické aktivity přispíval téměř výhradně čistý vývoz. Celková inflace mírně přesahuje 3 %, měnověpolitická inflace se pohybuje na 2% hladině cíle ČNB. Zdrojem inflace jsou daňové změny, ceny komodit a předchozí oslabení měnového kurzu. Vývoj domácí ekonomiky cenový růst naopak tlumí.

Referenční scénář stávající prognózy založený na červencovém vydání publikace *Consensus Forecasts* a tehdejších tržních výhledech předpokládal v letošním roce výrazné zpomalení ekonomického růstu v efektivní eurozóně (na 0,7 %), opětovné oživení se očekávalo až v následujících dvou letech. I přes očekávané výrazné zpomalení ekonomické aktivity se výhled efektivní inflace v eurozóně v letošním roce pohyboval na úrovni 2,5 %, v příštím roce na hodnotě 2 %. Trajektorie úrokových sazeb 3M EURIBOR reflektovala červencové uvolnění měnové politiky ECB, pro letošní rok tak byl předpokládán pokles uvedených tržních úrokových sazeb na průměrnou úroveň 0,7 %. Pod touto hladinou se následně měla trajektorie sazeb pohybovat až do konce roku 2014. Pokračující nervozita na finančních trzích posunula výhled kurzu USD/EUR k výrazně oslabeným hodnotám eura. U ceny ropy Brent se předpokládal postupný klesající trend z výchozích hodnot reflektujících předchozí pokles cen.

Stávající prognóza domácího cenového vývoje předpokládá zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod od ledna 2013, jehož souhrnný primární dopad do inflace dosáhne přibližně 0,7 procentního bodu. Souběžně dojde k opětovnému harmonizačnímu zvýšení spotřební daně u cigaret s příspěvkem do inflace zhruba 0,1 procentního bodu. Obdobná úprava spotřební daně je očekávána rovněž pro leden 2014. Prognóza předpokládá plné promítnutí uvedených změn do příslušných cen, naopak jejich druhotné dopady do inflačních očekávání a mezd jsou předpokládány zanedbatelné.

Dle stávající prognózy se hrubý domácí produkt v letošním roce sníží v důsledku výrazného zpomalení zahraniční poptávky a celkově utlumené domácí poptávky v podmínkách pokračující fiskální konsolidace. Růst reálné ekonomické aktivity zvolna oživí až v roce 2013, jeho tempo však bude výrazně brzděno restriktivní fiskální politikou (prognóza vedle výše uvedených změn nepřímých daní zapracovala vliv i všech dalších fiskálních konsolidačních opatření plánovaných s platností od roku 2013). Dle prognózy klesne celková inflace na přelomu letošního a příštího roku k cíli ČNB, na horizontu měnové politiky se v důsledku daňových změn bude pohybovat mírně nad ním. Měnověpolitická inflace na konci letošního roku klesne pod cíl a ve spodní polovině tolerančního pásma setrvá až do konce roku 2014.

Krátkodobá prognóza kurzu pro 3Q12 předpokládala průměrnou úroveň 25,5 CZK/EUR. V delším horizontu prognózovaný kurz velmi pozvolna posiluje, k čemuž přispívá opětovné oživení zahraniční poptávky a rostoucí nominální čistý vývoz.

S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb v nejbližších několika čtvrtletích a jejich růst až v roce 2014. Pro 3Q12 prognóza očekává hodnotu 3M PRIBORu na úrovni 0,8 %, přičemž průměr za dosavadní průběh čtvrtletí činí 1 %. Prognóza předpokládá stabilitu rozpětí 3M PRIBOR-2T repo ve výši 0,55 procentního bodu do konce letošního roku (aktuálně cca 0,35 p.b.), a dále pozvolný pokles na 0,45 procentního bodu. Na 4Q12, pro nějž je určující už i zářijové rozhodnutí bankovní rady, je s prognózou konzistentní sazba 3M PRIBOR na úrovni 0,6 %, čemuž dle předpokladů predikce zhruba odpovídá 2T repo sazba ve výši 0,1 %. Tomu v době zpracování prognózy odpovídala dvě snížení dvoutýdenní repo sazby o 0,25 procentního bodu do konce roku 2012. Jedno další snížení repo sazby pak prognóza implikuje v průběhu roku 2013, což by při uvažovaném rozpětí sazeb na peněžním trhu hypoteticky znamenalo zápornou úroveň repo sazby.

Podle Sekce měnové a statistiky míří **rizika** prognózy z 5.SZ ve směru nižší měnověpolitické inflace i úrokových sazeb. Následující dvě kapitoly shrnují hlavní argumenty vedoucí k nižším, resp. vyšším tržním úrokovým sazbám oproti prognóze. Kapitola 4 pak přináší další úvahy spojené s obousměrnými či nejednoznačnými riziky a nejistotami.

2. Argumenty pro nižší trajektorii úrokových sazeb oproti prognóze

a) Ve směru nižších úrokových sazeb působí dosavadní vývoj **měnového kurzu**. Stávající prognóza předpokládá pro 3Q12 kurz na úrovni 25,5 CZK/EUR. Průměr kurzu za dosavadní průběh čtvrtletí k 25.9. činí 25,1 s tím, že aktuální kurz na hodnotách pod 25 CZK/EUR riziko ve směru nižších sazeb dále zesiluje. Při přípravě stávající prognózy byl zpracován obvyklý kurzový citlivostní scénář. Podle něj by hypotetické posílení koruny v 3Q12 na průměrnou hodnotu 24,7 CZK/EUR vedlo v průběhu roku 2013 k poklesu inflace o 0,1 – 0,2 p.b. oproti prognóze. Implikované úrokové sazby by oproti prognóze ležely na přelomu tohoto a příštího roku o 0,2 – 0,3 p.b. níže, než očekává prognóza, následně by se na konci roku 2013 vrátily k sazbám ze stávající prognózy.¹

b) Bod „Počáteční podmínky“ působí v simulaci GRIPu ve směru slabě nižší inflace i úrokových sazeb. V tomto směru působí zejména **nižší než očekávaný růst mezd v podnikatelské sféře** a v menší míře i **nová data národních účtů** v důsledku kombinace nižší spotřeby domácností a vyšších investic. Sezonně očištěná mzda v podnikatelské sféře ve 2Q12 dosáhla meziročního růstu 2,5 % (prognóza předpokládala 3,2 %). Revidována směrem dolů byla také sezonně očištěná tempa růstu mezd za rok 2011 a počátek roku 2012.

Data národních účtů za 2Q12 naznačují, že se česká ekonomika nachází v hlubší recesi, než předpokládala prognóza. Oproti očekávanému poklesu HDP o 0,4 % došlo k meziročnímu poklesu o 1 %. Ve struktuře ekonomické aktivity vykázal kladný příspěvek k meziroční dynamice HDP pouze čistý vývoz, zatímco ostatní složky přispěly záporně. Došlo k výraznějším než prognózovanému poklesu spotřeby domácností a oproti predikci byla mírně

¹ Analytici ve svých výhledech očekávají rychlejší posilování kurzu než prognóza ČNB. Konkrétně v ročním horizontu analytici dle zářijového šetření IOFT předpokládají kurz na úrovni 24,4 CZK/EUR, tedy ve srovnání se základním scénářem (25,1 CZK/EUR) silnější zhruba o 2,8 %. Analytici v rámci posledního šetření FECF předpokládají v ročním horizontu kurz 24,9 CZK/EUR, tj. o 0,6 % silnější oproti výhledu ČNB.

nižší i spotřeba vlády. Naopak celkové investice neklesly v celém predikovaném rozsahu, když v jejich rámci fixní investice oproti očekávání jejich meziročního poklesu dle zveřejněných dat stagnovaly.²

c) Rizika plynoucí z nových informací o domácím **cenovém vývoji** jsou celkově mírně protiinflační. Hodnota celkové meziroční inflace za srpen letošního roku je oproti prognóze z 5.SZ o 0,1 p.b. nižší. Tato odchylka byla zapříčiněna nižším než očekávaným růstem cen potravin³ a zejména pak více zápornou korigovanou inflací bez pohonných hmot. Korigovaná inflace bez PH přitom naznačila obrat ve svém vývoji a opětovný pokles hlouběji do negativního teritoria. To bylo zřejmě mimo jiné způsobeno hlubším než očekávaným propadem domácí spotřeby. Razantní snížení výdajů domácností na předměty dlouhodobé spotřeby přitom zřejmě ovlivnilo cenový vývoj obchodovatelných ostatních statků, a to v podmínkách aktuálně silnějšího kurzu koruny.⁴ U dalších převážně domácích faktorů cenového vývoje jsou informace poněkud rozporuplné. Aktuální výhled regulovaných cen se pro rok 2013 zvyšuje vlivem očekávaného vývoje cen plynu⁵, pro rok 2014 naopak mírně snižuje. Rizika neschválení plánovaných změn DPH od roku 2013 jsou zatím hodnocena jako protiinflační z hlediska celkové inflace vlivem výrazně nižších primárních dopadů oproti stávající prognóze, ale naopak mírně proinflační z pohledu měnověpolitické inflace vlivem vyšších bezprostředních sekundárních dopadů a případně i celkově méně restriktivní fiskální politiky (viz též bod 4a tohoto MPD).

3. Argumenty pro vyšší trajektorii úrokových sazeb oproti prognóze

Faktorem působícím směrem k vyšším úrokovým sazbám jsou tržní výhledy světových **cen ropy**. Spotová cena ropy Brent vzrostla oproti prognóze z 5.SZ o více než 15 USD/b, a nová předpověď tak leží v průměru o 14 % výše. Sklon klesající futures křivky se však zvětšil, a do konce roku 2014 by tak měla cena ropy Brent postupně klesat z aktuálních 115 USD/b k hodnotě cca 102 USD/b. Na obnovený růst cen ropy na světových trzích v podmínkách jen nepatrně silnějšího kurzu CZK/USD navázaly domácí ceny pohonných hmot a ceny průmyslových výrobců, jejichž údaje za srpen byly vyšší, než předpokládala prognóza z 5.SZ. Mírně proinflační riziko plyne i z výhledů **světových cen zemědělských komodit**.

² Výhledy analytiků týkající se očekávaného růstu HDP a mezd se v posledních šetřeních postupně snižovaly a v případě letošního roku se významně přiblížily k prognóze ČNB. Pro příští rok zůstávají analytici optimističtější u obou těchto ukazatelů.

³ Jedná se o výraznější korekci vysokého růstu cen zeleniny z června. Prognóza z 5.SZ částečnou kompenzaci tohoto nárůstu předpokládala, rozdělila ji však rovnoměrněji do několika měsíců. Odchylka meziroční dynamiky cen potravin od prognózy se tak v srpnu zmírnila.

⁴ Inflační očekávání analytiků se v ročním horizontu již několik měsíců pohybují na hodnotě 2,5 % vlivem očekávaného dopadu zvýšení obou sazeb DPH v příštím roce (prognóza z 5.SZ předpokládá pro 3Q13 hodnotu 2,3 %). Mírně nad inflačním cílem však analytici očekávají inflaci i v tříletém horizontu (2,3 %), svou predikci navíc v posledních měsících překvapivě lehce zvýšili.

⁵ Směrem k poklesu prognózy cen plynu pro domácnosti v roce 2013 nicméně může působit avizované rozhodnutí Energetického regulačního úřadu v neprospěch distributorů zemního plynu pro domácnosti, které v důsledku nízkých investic do distribuční sítě povede ke snížení regulované ceny za distribuci plynu, a to v průměru až o sedm procent. Vzhledem k tomu, že cena distribuce se aktuálně podílí na cenách zemního plynu zhruba jednou pětinou, byl by celkový dopad tohoto opatření na nižší ceny plynu pro domácnosti až o 1,4 % (s dopadem do celkové inflace ve výši zhruba -0,04 p.b.).

4. Další měnověpolitické úvahy

a) Aktuální politický vývoj ohledně (ne)přijetí návrhu zákona o změně daňových, pojistných a dalších zákonů v souvislosti se snižováním schodků veřejných rozpočtů představuje riziko pro prognózu celkové i měnověpolitické inflace (viz též část 2c tohoto MPD). Tato projednávaná legislativa obsahuje většinu příjmových konsolidačních opatření, která byla zahrnuta do stávající prognózy. Při nepřijetí zmíněného zákona by došlo podle platné legislativy ke sloučení obou sazeb DPH na 17,5 % s primárním dopadem do inflace ve výši cca -0,3 procentního bodu a se zhruba neutrálním dopadem na rozpočty vlády a domácností (vůči výchozímu stavu, tj. roku 2012).⁶ Oproti stávající prognóze počítající s růstem obou sazeb o 1 p.b. by však tento vývoj představoval výpadek vládních příjmů z titulu DPH ve výši 19 mld. Kč na rok 2013 a vedl by – ceteris paribus – k nižšímu očekávanému negativnímu dopadu konsolidace veřejných rozpočtů na rozpočty domácností a nižší fiskální restrikcí. Kvantifikace ekonomických dopadů možného nepřijetí vládních konsolidačních opatření v dosud plánované podobě je však zatížena nejistotou o výsledku pokračujících politických jednání. Lze důvodně předpokládat, že by výpadek plánovaných daňových příjmů v případě neschválení uvedených změn byl alespoň částečně kompenzován jinými opatřeními působícími ve směru restriktivní fiskální politiky.

b) V posledních týdnech dochází k postupnému poklesu rozpětí domácích úrokových sazeb 3M PRIBOR – 2T repo (viz Graf 8). Průměrná hodnota tohoto rozpětí za dosavadní průběh 3Q12 dosahuje 0,49 p.b., což je zhruba v souladu s předpokladem prognózy z 5.SZ (0,55 p.b.). Zkušenosti z předchozího snižování 2T repo sazby ukázaly, že tržní úrokové sazby obvykle reagovaly na snížení repo sazby dočasně v menším než proporcionálním rozsahu. Bezprostředně po posledním, tj. červnovém, snížení 2T repo sazby rozpětí 3M PRIBOR - 2T repo také narostlo, a to zhruba o 0,1 p.b. Aktuální hodnota tohoto rozpětí se ovšem pohybuje pod 0,40 p.b., v čemž se zřejmě odráží korekce uvedeného nárůstu po červnovém snížení 2T repo sazby, očekávání jejího dalšího poklesu na zářijovém měnovém zasedání bankovní rady a snížení obdobného rozpětí v eurozóně.⁷ Na základě uvedených zkušeností lze předpokládat, že s dalším snižováním úrokových sazeb se rozpětí může krátkodobě opět zvýšit nad současnou hodnotu (0,34 p.b. k 25.9.), a přiblíží se tak k prognózou předpokládané hodnotě. Na druhou stranu ale nelze vyloučit, že dojde k většímu poklesu tohoto rozpětí oproti tomu, co předpokládá prognóza. Takový vývoj by potom implikoval vyšší (tj. méně záporné – viz dále) měnověpolitické sazby ve srovnání s předpoklady stávající prognózy.

c) Trajektorie tržních úrokových sazeb konzistentní se stávající prognózou předpokládá v průběhu příštího roku hypotetické snížení 2T repo sazby pod nulovou hranici. Implikovaná trajektorie tržních úrokových sazeb, resp. požadované uvolnění měnové politiky, tak nejsou dosažitelné pomocí standardních nástrojů měnové politiky. Dodatek minulého MPD (Kapitola

⁶ Viz kvantifikace ve 3.SZ 2012, str. 7 a 16. Oproti prognóze z 5.SZ 2012 by tak byl primární dopad změny nepřímých daní do inflace v roce 2013 o 1 p.b. nižší, kde -0,7 p.b. činí odstranění dosud předpokládaného kladného primárního impulsu spojeného s růstem obou sazeb DPH a -0,3 p.b. pak činí primární dopad sjednocení obou sazeb DPH na 17,5%.

⁷ Trajektorie očekávaných 3M sazeb odvozená z kotací FRA se v posledních týdnech významně snížila a její sklon implikuje očekávané snížení tržních sazeb na celém výhledu. Všichni analytici oslovení agenturou *Bloomberg* očekávají na zářijovém měnověpolitickém zasedání bankovní rady ČNB snížení 2T repo sazby o 0,25 p.b. Rovněž většina analytiků oslovených ČNB v rámci šetření *IOFT* i agenturou *Thomson Reuters* předpokládá v září pokles 2T repo sazby v uvedeném rozsahu. Trh a domácí analytici tak pravděpodobně již opustili svá očekávání stability úrokových sazeb, a to jak v důsledku zveřejněné trajektorie sazeb konzistentní se stávající prognózou ČNB, tak i v reakci na komunikaci ze strany některých představitelů ČNB.

7) diskutoval důsledky existence **nulové hranice úrokových sazeb** pro měnovou politiku ČNB v současné situaci. Dodatek obsahoval popis měnověpolitického experimentu, který kvantifikoval náklady nulové hranice z hlediska odchylky inflace od cíle, a to za předpokladu nevyužití dalších nástrojů měnové politiky k dosažení požadovaného uvolnění měnové politiky. Z něj vyplývalo, že v takovém případě by na horizontu měnové politiky byla měnověpolitická inflace výrazněji pod cílem než v samotné prognóze při nižším výhledu růstu HDP ve srovnání s prognózou. Vzhledem k tomu, že dle 6. SZ 2012 i tohoto MPD míří rizika stávající prognózy ve směru nižší měnověpolitické inflace a úrokových sazeb, stává se z hlediska plnění inflačního cíle existence nulové spodní hranice úrokových sazeb ještě tíživějším problémem, než tomu bylo doposud. V těchto podmínkách je dle našeho názoru potřeba vést debatu o snížení 2T repo sazby na nulu již na zářijovém měnovém zasedání. Překvapivý rozsah snížení repo sazby by mohl mimo jiné přispět k oslabení kurzu koruny a tím zmírnit jedno z hlavních protiinflačních rizik prognózy.⁸

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **srpnovém zasedání** (2.8.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 0,50 %. Rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno. Z *dotazníků IOFT* (16.7.) vyplývalo, že na srpnovém zasedání BR ČNB devět analytiků očekávalo stabilitu základních sazeb ČNB, jeden analytik očekával jejich snížení o 0,25 p.b. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 0,25 až 1,00 % (medián 0,50 %). Ze šetření *agentury Thomson Reuters* vyplývalo, že na srpnovém zasedání BR ČNB osmnáct analytiků předpokládalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB, jeden analytik očekával jejich snížení o 0,25 p.b. Očekávání v delším horizontu byla nadále značně různorodá, přičemž rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 0,25 až 1,00 % (medián 0,50 %).

Na tiskové konferenci po měnověpolitickém zasedání viceguvernér ČNB V. Tomšík oznámil, že pro stabilitu sazeb hlasovali čtyři členové bankovní rady, dva členové hlasovali pro jejich snížení o 0,25 procentního bodu. Poté viceguvernér představil novou prognózu. Podle ní by se celková inflace na horizontu měnové politiky v důsledku daňových změn měla pohybovat lehce nad cílem ČNB, měnověpolitická inflace se bude nacházet v dolní polovině tolerančního pásma cíle. Viceguvernér uvedl, že s prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb v nejbližších několika čtvrtletích a jejich růst až v roce 2014. Prognóza předpokládá, že kurz koruny vůči euru bude pozvolna posilovat. Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako celkově vyrovnaná. Protiinflačním rizikem je realizace dodatečných fiskálních opatření v roce 2014 (nad rámec těch již zapracovaných do prognózy). Naopak proinflační riziko představují vyšší světové ceny energetických a zemědělských komodit. Viceguvernér zdůvodnil, proč bankovní rada nenásledovala prognózu a prozatím nesnížila základní úrokové sazby tím, že většina členů zvolila přístup „wait and see“. K možnému využití nestandardních měnověpolitických nástrojů uvedl, že ČNB v současnosti má stále prostor k využití standardních nástrojů a v budoucnu je připravena použít všechny své nástroje bez rozlišování na standardní a nestandardní.

⁸ Materiál k dalším nástrojům měnové politiky předložený na poradu bankovní rady s experty v této souvislosti připouští, že je obecně možné z hlediska maximalizace signalizačního účinku zvážit, zda přijetí tzv. prvního balíčku dalších opatření nepřipojit již ke snížení repo sazby na nulu. Tento signální aspekt je v aktuálních podmínkách mimořádně důležitý. Existuje nicméně možnost rozhodnout o případném přijetí některého z dalších nástrojů měnové politiky samostatně na některém z dalších měnových zasedání konaném po snížení úrokových sazeb na nulovou úroveň.

Během srpna a září se několik členů BR vyjádřilo k budoucímu nastavení měnové politiky (viz Tabulka 2). **Komunikace** vyznívala ve smyslu, že další snížení základních úrokových sazeb není vyloučeno. Neurčitěji, resp. nejednotněji pak vyznívala komunikace ohledně případného využití dalších měnověpolitických nástrojů.

Sazby na peněžním trhu se po posledním zasedání BR snížily, přestože BR nepřikročila ke snížení sazeb ČNB implikované prognózou. Sklon výnosové křivky sazeb **PRIBOR** zůstává rostoucí (viz Graf 2). Sazby **FRA** se také postupně snižovaly ve všech splatnostech a téměř v celém horizontu jsou v souladu s trajektorií konzistentní se stávající prognózou (viz Graf 4).

Sazby **IRS** s kratší a střední splatností od posledního zasedání BR také klesly. Výnosová křivka sazeb IRS je rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,5 p.b., spread 10R-1R činí 1,1 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (14.9.) vyplývá, že na zářijovém zasedání BR ČNB osm analytiků očekávalo snížení 2T repo sazby o 0,25 p.b., čtyři analytici očekávali její stabilitu. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybují v rozmezí 0,05 až 0,75 % (medián 0,25 %).

Ze šetření agentury *Thomson Reuters* vyplývá, že na zářijovém zasedání BR ČNB osmnáct analytiků předpokládá snížení repo sazby o 0,25 p.b., dva analytici očekávají její stabilitu. Očekávání v delším horizontu ukazuje Tabulka 1. Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 0,05 až 0,75 % (medián 0,25 %).

Tabulka 1: Očekávání analytiků ohledně směru, rozsahu a časování další změny úrokových sazeb dle Thomson Reuters (21.9.2012)

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

Vysvětlivky:

- jedná se o další očekávanou změnu každého analytika, tzn. počet šipek se shoduje s počtem analytiků, kteří očekávají změnu v horizontu, který pokrývá tabulka
- 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 tomto rozsahu nečeká)

Všichni analytici oslovení agenturou *Bloomberg* očekávají na zářijovém měnověpolitickém zasedání bankovní rady ČNB snížení 2T repo sazby o 0,25 p.b.

Analytici v rámci šetření IOFT očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 24,4 CZK/EUR, tj. o 2,7 % vzhledem k průměru za 3Q12 do 25.9. Analytici v rámci šetření FECF předpokládají ve stejném horizontu posílení o 0,5 % na 24,9 CZK/EUR. Prognóza očekává pro 3Q13 kurz na úrovni 25,1 CZK/EUR.

Tabulka 2: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

16.8.	V. Tomšík (Bloomberg)	The forecast already assumes lower interest rates in the next several quarters. It's still possible to make up for this delay, but the wait-and-see approach means running the risk of applying sharper steps...If there is a risk of inflation being below the target, or even a risk of deflation expectations, I can personally imagine making a commitment to do everything that is needed to return inflation expectations toward the inflation target.... If I were to act, I would be aiming to prevent a shift into deflation expectations.
3.9.	L. Lízal (iHNED.cz)	Sazby máme ve výši půl procenta a s jejich pohybem se dá pracovat... Zatím nevidím důvod, proč bychom měli jít až na negativní sazbu... Sazby fungují dobře, zatím bych tedy žádné nestandardní kroky nedělal.
17.9.	E. Zamrazilová (Dow Jones Newswires)	...I see more pro-inflationary risks...[and that concern] has been confirmed by QE3 being launched in the United States.
18.9.	M. Singer (MF Dnes)	Pravděpodobnost toho, že sazby a měnová politika budou uvolněnější, než prognóza očekávala, vidím jako vyšší... Jsme téměř na konci s jedním nástrojem, ale máme jich celou řadu.
19.9.	M. Hampl (Reuters)	Nejsem si jistý, jestli by mělo dojít k dalšímu snížení úrokových sazeb. Je otázka, jestli by další snížení nebylo interpretováno tak, že by se ještě zhoršil již tak výrazně skeptický sentiment... Nejsem schopen říci, jak budu hlasovat, musím před tím vidět situační zprávu. Neuzavírám cestu pro nic... Debatovat o nějakých nestandardních nástrojích v této situaci je nesmyslné.

6. Měnověpolitické doporučení SMS

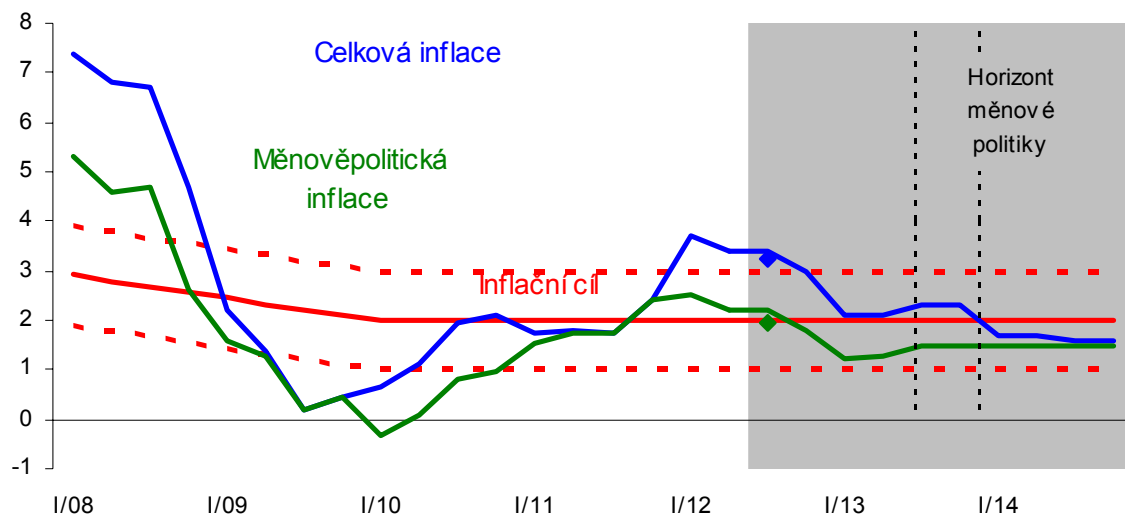
Sekce měnová a statistiky doporučuje na zářijovém měnovém zasedání bankovní rady **snížit měnověpolitické úrokové sazby (s výjimkou diskontní sazby) o 0,50 p.b. (tj. 2T repo sazbu na 0 % a lombardní sazbu na 1 %).**

Diskontní sazbu doporučujeme snížit o 0,25 p.b (na 0 %).

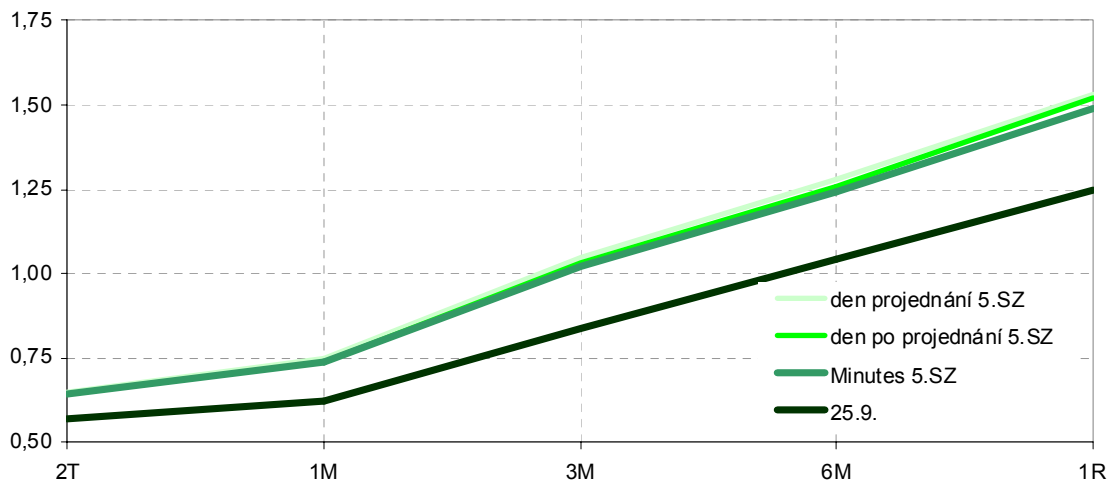
Komunikační doporučení:

Se stávající prognózou je konzistentní snížení úrokových sazeb, bilance rizik míří ve směru nižší měnověpolitické inflace i úrokových sazeb. Vzhledem k tomu, že trajektorie 2T repo sazby konzistentní s prognózou se ve značné části horizontu prognózy hypoteticky pohybuje pod nulovou hranicí, **doporučujeme komunikovat připravenost ČNB použít v případě potřeby uvolnění měnových podmínek další nástroje měnové politiky** k dosažení požadovaného uvolnění těchto podmínek a ke splnění inflačního cíle.

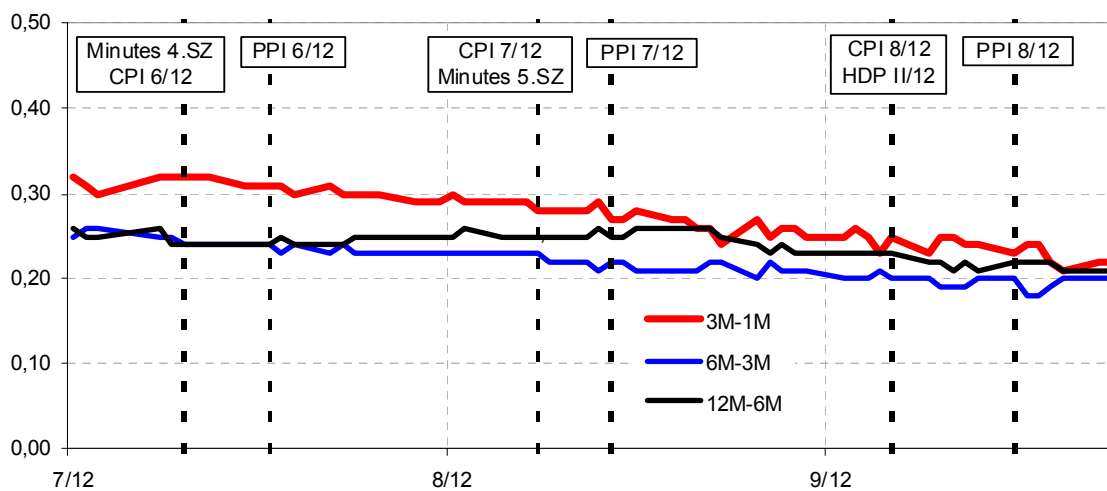
Graf 1: Prognóza inflace z 5. SZ 2012 a cíl ČNB



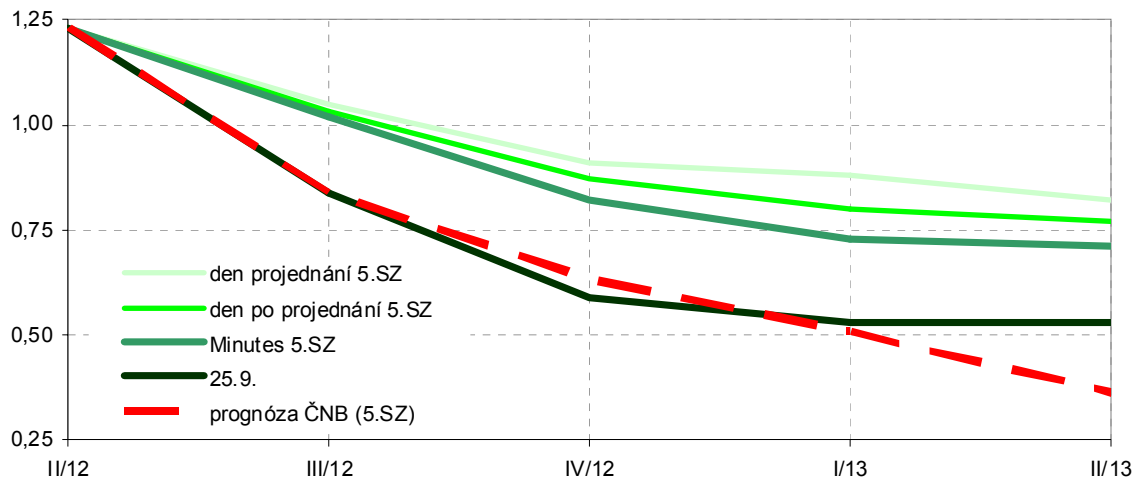
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



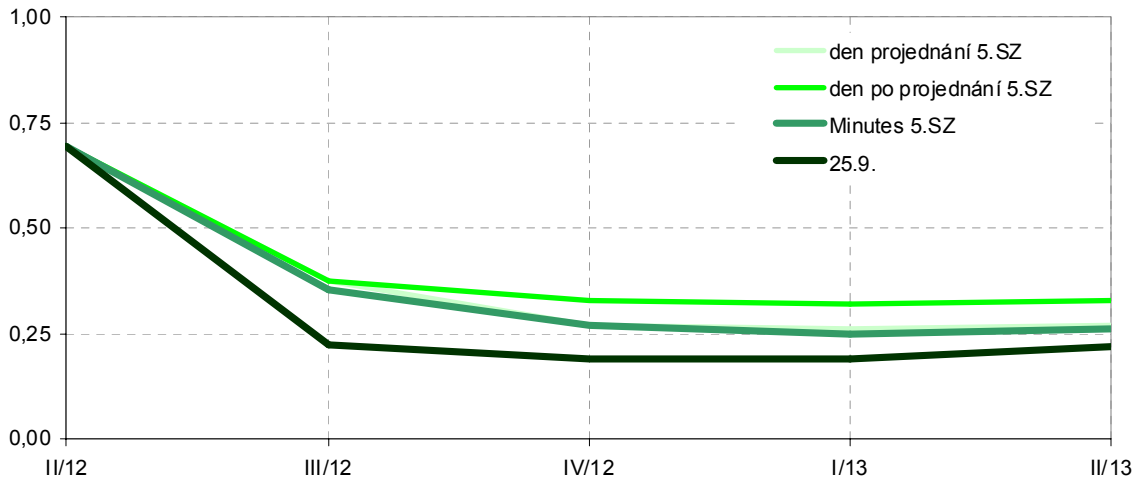
Graf 3: Úroková rozpětí – PRIBOR



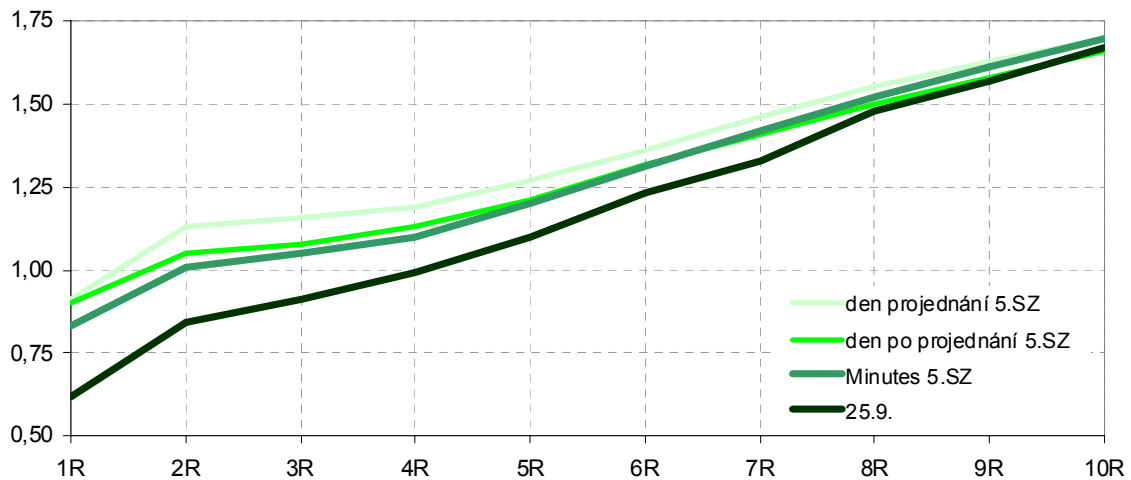
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



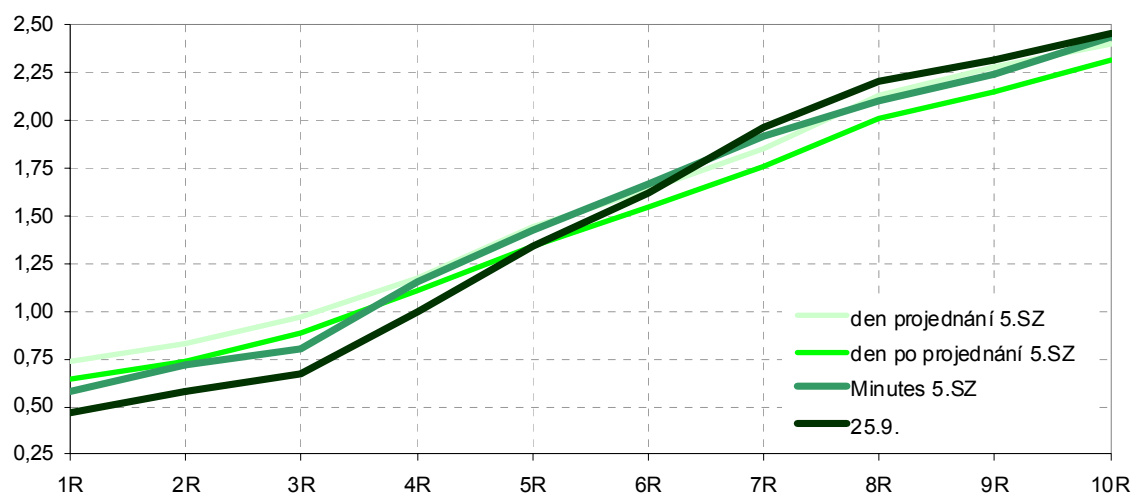
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



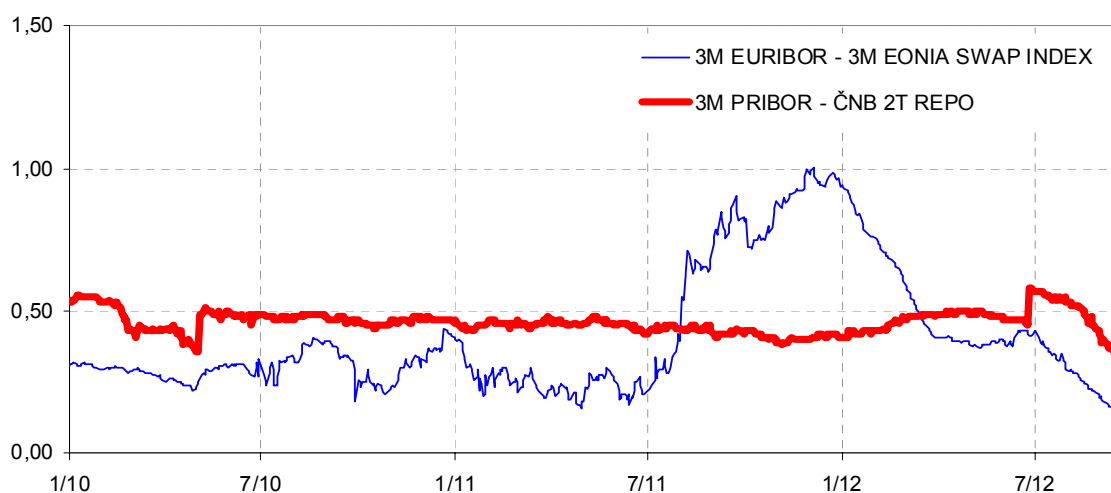
Graf 6: IRS CZK



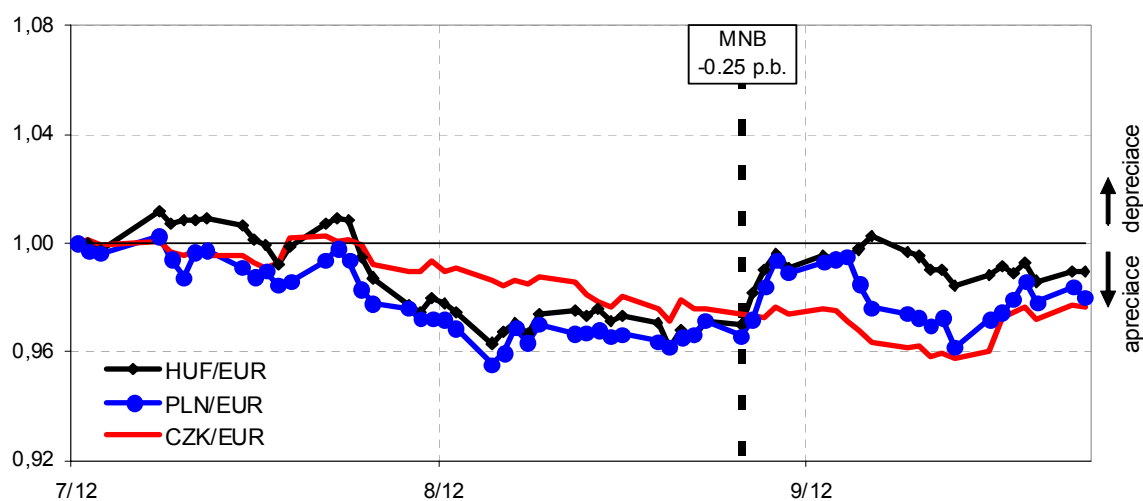
Graf 7: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



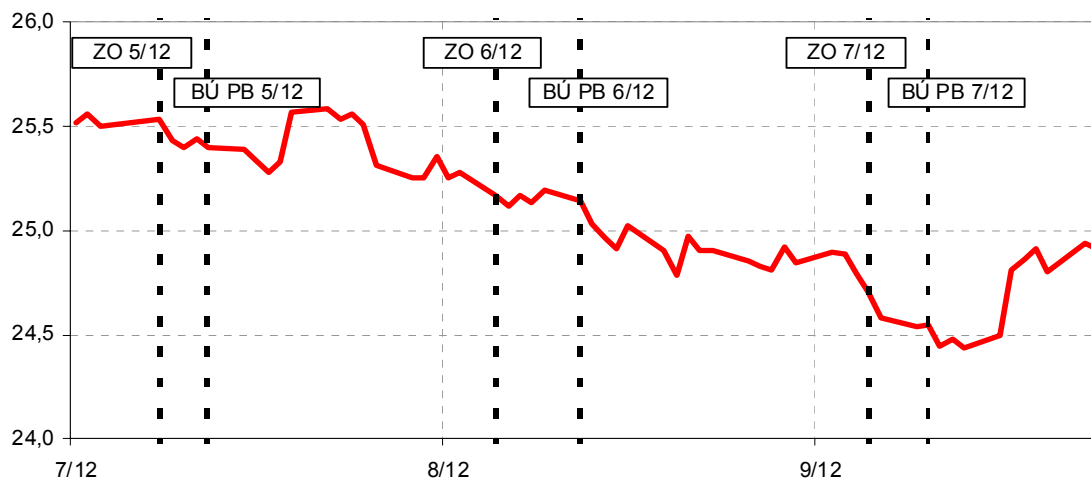
Graf 8: Úroková rozpětí v ČR a eurozóně



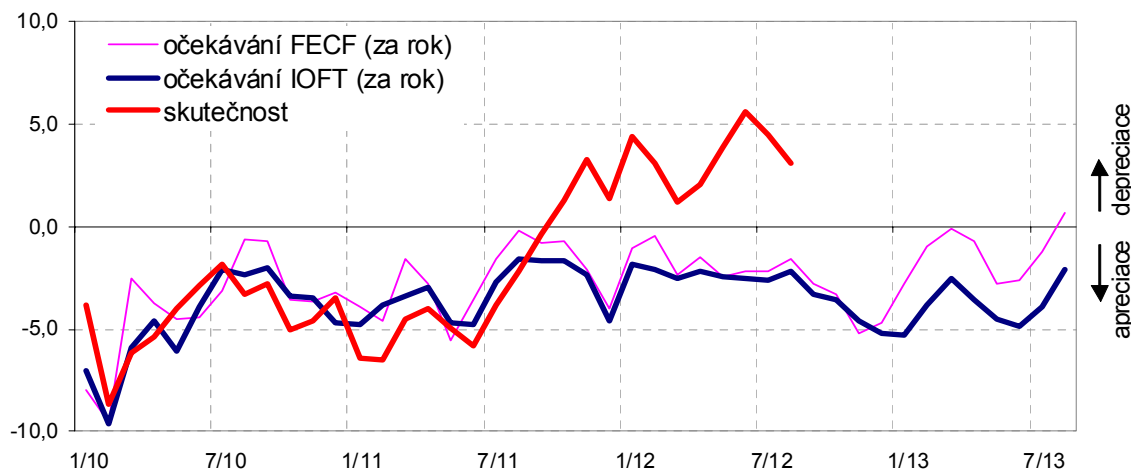
Graf 9: Kurzy středoevropských měn (1.7. = 1,0)



Graf 10: Kurz CZK/EUR

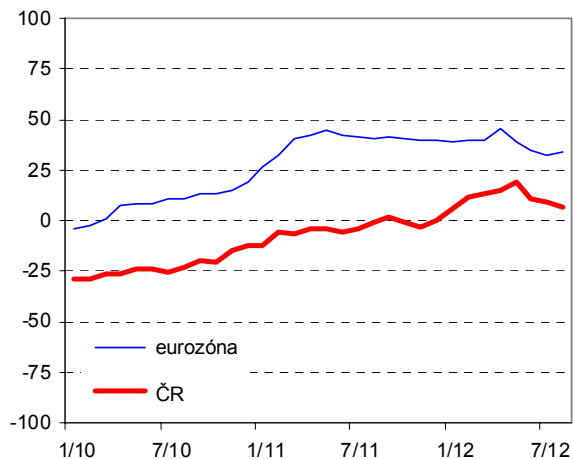


Graf 11: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

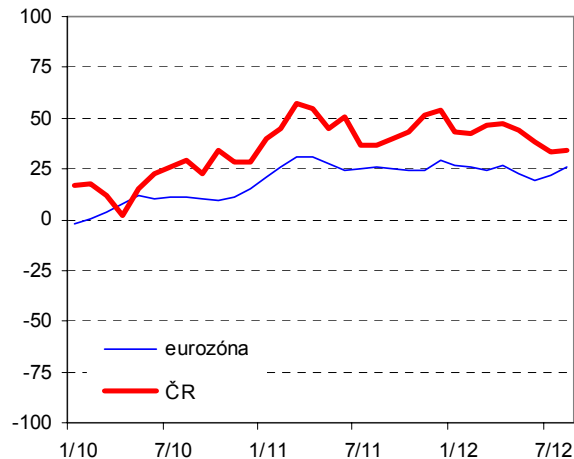


Graf 12: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

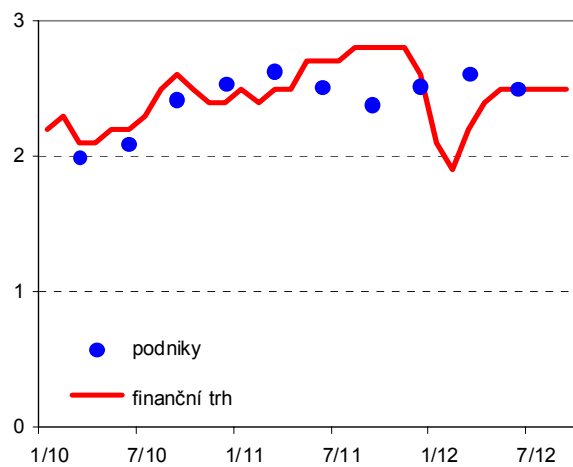


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

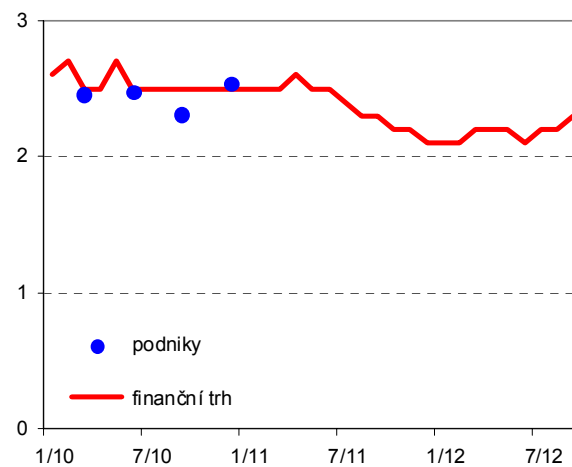


Graf 13: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



Graf 14: Vějířový graf prognózy úrokových sazeb (3M PRIBOR v %)

