

# Měnověpolitické doporučení pro 1. SZ 2009

Sekce měnová a statistiky

## 1. Základní scénář prognózy z 1. SZ 2009

Východiskem pro únorové měnověpolitické rozhodování je nová **makroekonomická prognóza z 1. SZ 2009**. Následující odstavce ve stručnosti shrnují počáteční podmínky, předpoklady a vyznění této prognózy.

Tempo růstu domácí ekonomiky výrazně zpomaluje. Po rychlém snížení inflace v závěru loňského roku a vlivem oslabení kurzu koruny tlaky na další pokles inflace vyprchávají, a to i přes zpomalující mzdový vývoj.

Nová prognóza předpokládá pro letošní rok pokles efektivní ekonomické aktivity v eurozóně o 1,5 %, v roce 2010 pak její růst ve výši 0,8 %. Spotřebitelské ceny v efektivní eurozóně porostou v letošním roce o 1,0 %, poté je v roce 2010 očekávána inflace na úrovni 1,6 %. Prognóza předpokládá průměrné tříměsíční sazby EURIBOR<sup>1</sup> v letošním roce na úrovni 1,9 %, v roce 2010 pak na 2,4 %.

Podle nové prognózy očekáváme, že nízká zahraniční poptávka povede k poklesu domácí ekonomické aktivity v roce 2009 v průměru o -0,3 %. Pokles domácí ekonomické aktivity bude doprovázet prudké zpomalení růstu poptávky po práci, nárůst míry nezaměstnanosti a výrazné zpomalení růstu nominálních mezd. V návaznosti na předpokládané oživení růstu v zahraničí očekáváme v roce 2010 opětovné překlopení dynamiky domácí ekonomické aktivity do kladných hodnot.

Na základě nové prognózy by se měla celková inflace v 1Q09 dostat pod klesající inflační cíl<sup>2</sup>. Následně inflace klesne až na 0,2 % ve 3Q09, poté začne cenový růst znovu zrychlovat. Na horizontu měnové politiky (zhruba 1Q10 až 2Q10) bude inflace narůstat a v průměru se bude nacházet již jen nepatrně pod inflačním cílem platným od počátku roku 2010. Měnověpoliticky relevantní inflace, tj. celková inflace po očištění o primární dopady změn nepřímých daní, se bude na horizontu měnové politiky díky odeznění příspěvku změn nepřímých daní nacházet na úrovni celkové inflace.

Očekávanému vývoji reálné ekonomiky odpovídá v prognóze nárůst schodku veřejných rozpočtů ČR pro rok 2009 na úroveň 2,6 % HDP, pro rok 2010 pak další nárůst na 3,3 % HDP.

S prognózou je konzistentní **pokles tržních úrokových sazeb**. V 1Q09 by měla úroveň 3M PRIBORu podle základního scénáře dosáhnout 3,1 %. Průměr sazeb za dosavadní průběh 1Q09 dosahuje hodnoty 3,1 % při aktuální hodnotě 2,7 % (k 3.2.). Průměrnou hodnotu spreadu mezi sazbami 3M PRIBOR a 2T repo odhaduje základní scénář pro 1Q09 ve výši 1,1 p.b.. Výše uvedenému odpovídá průměrná hodnota 2T repo sazby v tomto čtvrtletí zhruba ve

<sup>1</sup> Výhled tříměsíčních sazeb EURIBOR je v prognóze odvozen z tržního výhledu sazeb 3M EONIA Index Swap na základě expertního předpokladu o klesající kreditní prémii k nízké, v minulosti standardně pozorované, hodnotě v roce 2010.

<sup>2</sup> Snižující se cíl je součástí předpokladů prognózy počínaje 4. SZ 2007, přičemž oficiálně je komunikován cíl ve výši 3 % platný až do konce roku 2009.

výši 2 %, což dle názoru SMS opodstatňuje rozhodování o snížení sazeb na únorovém měnovém zasedání bankovní rady v rozsahu 0,25 až 0,50 p.b.

Nová situační zpráva hodnotí **rizika základního scénáře** prognózy z 1. SZ jako výrazná, ale z pohledu měnověpolitického rozhodování v nejbližším období jako vyrovnaná. Následující kapitoly shrnují hlavní argumenty vedoucí k nižším, resp. vyšším sazbám 3M PRIBOR, než jsou sazby konzistentní se základním scénářem stávající prognózy.

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

V situační zprávě je popsán **alternativní scénář prognózy** ilustrující dopady možného hlubšího a déletrvajícího propadu ekonomické aktivity v zahraničí doprovázeného poklesem zahraničních úrokových sazeb a cen ropy. Změna předpokladů o vývoji těchto exogenních veličin vede k výraznějšímu poklesu domácí ekonomiky (v roce 2009 v průměru o 2 p.b.) a k nižší implikované trajektorii úrokových sazeb, zejména v roce 2010 (v průměru o 0,4 p.b.). Nepříznivější hospodářský vývoj v zahraničí vede při uvedeném vývoji zahraničních a domácích sazeb k oslabení měnového kurzu, který krátkodobě zvyšuje konkurenceschopnost českého exportu, a tlumí tak vliv nižší zahraniční poptávky na domácí ekonomiku.<sup>3</sup> Výhled celkové i měnověpolitické inflace je pak na horizontu měnové politiky ve srovnání se základním scénářem prognózy nižší v průměru o 0,4 p.b., když nižší domácí inflační tlaky spolu s pomalejším růstem regulovaných cen převáží nad proinflačním působením dovozních cen vlivem slabšího kurzu. Přestože je trajektorie sazeb v alternativním scénáři nižší až počínaje druhou polovinou roku 2009, nelze zřejmě vzhledem k velkým nejistotám kolem vývoje v zahraničí pominout její relevanci i pro aktuální měnověpolitické rozhodování.

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

Na druhou stranu nemusí mít poslední vývoj **měnového kurzu** fundamentální příčiny a být tak signálem naplňování alternativního scénáře. Může být naopak dílčím rizikem odrážejícím přetrvávající nervozitu na světových finančních trzích včetně našeho regionu a související volatilitu cen aktiv a představovat proinflační riziko prognózy. Průměrný kurz za dosavadní průběh 1Q09 ke dni 3.2. činí 27,3 CZK/EUR a aktuální hodnota kurzu k uvedenému dni dosáhla 28,4 CZK/EUR. Prognóze přitom odpovídá ve stávajícím čtvrtletí průměrný kurz na úrovni 26,8 CZK/EUR.<sup>4</sup> Při přípravě prognózy byl zpracován citlivostní scénář kurzu simulující v prvním čtvrtletí výkyv kurzu koruny o  $\pm 1$  Kč oproti základnímu scénáři při úrokových sazbách na úrovni základního scénáře. Podle tohoto scénáře by oslabení koruny v 1Q09 na 27,8 CZK/EUR vedlo k nárůstu inflace oproti základnímu scénáři v následujících šesti čtvrtletích o 0,1 - 0,2 p.b., doprovázenému zvýšením průměrného růstu HDP v letošním

---

<sup>3</sup> Pozorovaný vývoj kurzu v posledních týdnech je nepřímou indikací toho, že finanční trhy se mohou realizace ekonomického vývoje v duchu alternativního scénáře obávat.

<sup>4</sup> Na horizontu jednoho roku pracuje základní scénář stávající prognózy s kurzem na úrovni 25,4 CZK/EUR. Podle lednového průzkumu IOFT očekávají převážně domácí analytici ve stejném horizontu kurz ve výši 25,3 CZK/EUR. Převážně zahraniční analytici dotazovaní v rámci prosincového průzkumu FECF pak očekávají, že kurz bude za rok na úrovni 25,0 CZK/EUR.

roce o 0,2 %. Implikovaná trajektorie úrokových sazeb je oproti základnímu scénáři prognózy v druhém a třetím čtvrtletí letošního roku výše o 0,4 resp. 0,5 p.b., v dalších čtvrtletích pak rozdíl postupně mizí.

#### 4. Další měnověpolitické úvahy

Dle našeho názoru čelí ČNB v současném období propadu ekonomické aktivity několika výzvám, a to jak při vlastním měnověpolitickém rozhodování, tak při komunikaci. Následující odstavce se věnují několika faktorům, které je dle našeho mínění dobré zvážit při aktuálním i dalším rozhodování o nastavení úrokových sazeb.

Dle prognózy přijdou v nejbližším období výrazně negativní zprávy o vývoji domácí ekonomiky. V této situaci bude dobré zachovat chladnou hlavu, nepodlehnout všeobecné hysterii a analogicky jako loni v době vysoké inflace být věrný **principu vpředhledivosti** a orientovat se na plnění inflačního cíle na horizontu měnové politiky. Vlivem negativních zpráv o výhledu globálního vývoje a z domácí ekonomiky přitom finanční trhy a analytici v současnosti očekávají další výrazné snižování domácích úrokových sazeb a jejich setrvání na nízkých úrovních (viz část 5 a Graf 4). Ze základního scénáře ale plyne, že jsme pravděpodobně blíže pomyslného dna současného cyklu uvolňování úrokových sazeb, než si zřejmě trhy myslí. Měnová politika už svou práci z větší části odvedla (snižováním sazeb, zavedením nových dodávacích repo facilit a dalších opatření na zmírnění napětí na finančních trzích) resp. odvádí (umožněním oslabování kurzu). Další významné uvolňování měnové politiky - v duchu přípravy na minulou válku – pak již nemůže přinést kýžené ovoce v podobě ztelnějšího zmírnění hospodářské recese v roce 2009.<sup>5</sup> Případné nadměrné snížení úrokových sazeb by naopak mohlo podpořit očekávání na další oslabování kurzu koruny, ohrozit plnění nového inflačního cíle platného od roku 2010 a kredibilitu tohoto cíle, která ještě není dle dlouhodobých inflačních očekávání zcela nezpochybnitelná (viz graf 12).

Rozhodování o měnověpolitických sazbách ve výše uvedené atmosféře bude přitom navíc i nadále komplikováno faktem, že stále přetrvává **vysoký spread** mezi těmito sazbami a 3M PRIBOREm zajišťujícím přenos měnové politiky dále do ekonomiky. Trajektorie jeho předpokládaného poklesu na prognóze, která je v souladu s očekávaným vývojem v zahraničí, je však poměrně arbitrárně nastavena. Není tak vyloučeno, že skutečný vývoj bude odlišný a pro dosažení žádoucí trajektorie tržních sazeb bude třeba vyšších nebo naopak nižších měnověpolitických sazeb, než je konzistentní se základním scénářem dle tabulky v příloze SZ. Tuto nejistotu ilustruje měnověpolitický experiment zpracovaný na bázi alternativního scénáře<sup>6</sup>, ve kterém pomalejší pokles zahraniční a symetricky i domácí kreditní prémie vede k potřebě nižších měnověpolitických sazeb v eurozóně i v ČR. Při tomto vývoji je trajektorie domácích 2T repo sazeb slabě klesající po celý rok 2009. To lze interpretovat i tak, že po snížení 2T repo sazby na hodnotu 1,75 % se tyto dostanou „na dno“ současné fáze snižování úrokových sazeb, kde po nějakou dobu zůstanou stabilní. Nenaplnění očekávání trhů na pokračující výraznější snižování sazeb pak současně může působit ve směru zastavení současné depreciační periody. Experiment tak popisuje optimální chování měnové politiky

---

<sup>5</sup> Recesi přicházejí takto z vnějšku skutečně nelze příliš úspěšně kompenzovat nadměrně uvolněnými domácími politikami – zejména měnovou a fiskální. Hospodářský útlum v návaznosti na světový vývoj je v malé otevřené ekonomice našeho typu svým způsobem nevyhnutelný a hospodářské politiky by neměly ztratit ze zřetele svoje střednědobé ukotvení a princip makroekonomické omezitelnosti.

<sup>6</sup> Pesimističtější zahraniční ekonomický vývoj v alternativním scénáři dle našeho názoru lépe odpovídá historice o pomalejším odeznívání krize na světových finančních trzích než základní scénář. Proto byla pro tento měnověpolitický experiment použita jako výchozí scénář alternativa.

v případě, že včas a správně rozpozná, že se jeden z klíčových předpokladů prognózy nenaplní.

Je tu ale přirozeně i možnost, že měnová politika jiný než v prognóze očekávaný pokles kreditní prémie včas resp. správně neodhalí, s čímž souvisí následující kvalitativní úvaha. V ní zvážíme a porovnáme **náklady možných chyb měnověpolitického rozhodování** vyplývajících z chybného odhadu poklesu kreditní prémie, resp. obecně z chybného nastavení úrokových podmínek. Pokud budoucnost ukáže, že nastavení úrokových sazeb v těchto čtvrtletích bylo např. z důvodu rychlejšího vyprchání prémie příliš uvolněné, inflace se v roce 2010 může dostat nad horní okraj tolerančního pásma inflačního cíle. Naopak příliš přísné nastavení sazeb z důvodu vyšší prémie a např. v kombinaci s pomalejším než očekávaným oživením ekonomiky (v duchu alternativního scénáře) může v budoucnosti vést k pozdějšímu oživení domácí ekonomiky, k delšímu období nízké až nulové inflace či dokonce k překlopení inflace do záporných hodnot. Vzhledem k omezeným možnostem boje s deflací, které jsme zmínili v měnověpolitickém doporučení k 8. SZ 2008, a omezené účinnosti nekonvenčních nástrojů měnové politiky považujeme za obezřetné v maximální možné míře snížit pravděpodobnost výskytu tohoto jevu. Vzhledem k tomu se pak chyba z titulu uvolněnějšího nastavení sazeb jeví jako méně nebezpečná ve srovnání s rizikem dočasného přestřelení nového inflačního cíle.

Vyšší potenciální makroekonomické náklady přísnějšího než adekvátního nastavení měnové politiky ve srovnání s příliš uvolněnou měnovou politikou vnímáme i na pozadí toho, že **vývoj úvěrů a klientských úrokových sazeb** vysílá stále poněkud smíšené signály. V prognóze je tento faktor zohledněn skrze expertní snížení prognózy investic, nicméně nelze vyloučit, že v realitě bude problém ještě vážnější. Na základě některých informací totiž nelze zcela vyloučit hypotézu, že již dochází v určité míře k omezování úvěrových zdrojů pro podnikovou sféru i domácnosti, což by mohlo jejich poptávku a následně hospodářský vývoj negativně poznamenat v ještě větším rozsahu, než s čím počítá základní scénář prognózy.

## 5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **prosincovém zasedání** (17.12.) BR snížila limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,50 p.b. na 2,25 %. Většina účastníků finančního trhu toto rozhodnutí očekávala. Z *dotazníků IOFT* (18.11.) vyplývalo, že na prosincovém zasedání BR ČNB z 9 dotázaných 2 analytici předpokládali snížení o 0,50 p.b., 4 snížení o 0,25 p.b., 3 analytici očekávali stabilitu základních sazeb ČNB. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 1,00 až 2,50 % (medián 2,00 %). Ze šetření *agentury Reuters* (12.12.) vyplývalo, že na prosincovém zasedání BR ČNB všech 15 analytiků předpokládalo snížení základních sazeb, z nich 3 o 0,25 p.b., 10 o 0,50 p.b. a 2 o 0,75 p.b. Všichni rovněž očekávali další snížení v 1Q09, a to o 0,25 až 0,50 p.b. Rozmezí úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 1,00 až 3,00 % (medián 1,50 %).

Na tiskové konferenci po měnověpolitickém zasedání viceguvernér ČNB M. Singer oznámil, že čtyři členové BR hlasovali pro snížení sazeb o 0,50 p.b., jeden hlasoval pro snížení o 0,75 p.b. a jeden hlasoval pro snížení o 1,00 p.b. Viceguvernér prohlásil, že aktuální hodnoty inflace leží mimo vějířový graf (níže) a na konci roku 2009 by se inflace měla pohybovat na úrovni dvouprocentního cíle. Viceguvernér uvedl, že vývoj ekonomiky se výrazně odchyľuje od základního scénáře prognózy i od alternativy, a to protiinflačním směrem. Jediný proinflační faktor představuje kurz koruny, který je slabší v porovnání s očekáváním. Všechny ostatní faktory, tj. propad globální ekonomiky, klesající inflace, nižší domácí ekonomický růst a vývoj úrokových sazeb, působí protiinflačně. Viceguvernér připustil, že

úprava měnověpolitických sazeb ČNB se vzhledem k předvánočnímu období projeví na mezibankovním trhu zřejmě až na počátku příštího roku. Zároveň naznačil, že vzhledem k protiinflačním rizikům je pravděpodobný další pokles základních úrokových sazeb.

Během ledna se několik členů BR vyjádřilo k budoucímu nastavení měnové politiky (viz Tabulka). Tato komunikace naznačovala, že s ohledem na nepříznivý ekonomický vývoj v roce 2009 je pravděpodobné další snížení základních sazeb ČNB na únorovém zasedání BR ČNB, a to i přes oslabující korunu. Nicméně někteří členové bankovní rady připustili, že oslabující koruna vede k uvolňování měnových podmínek, a tím omezuje prostor pro výraznější snižování úrokových sazeb.

Sazby na peněžním trhu se od posledního zasedání BR snížily po celé délce křivky, ovšem nerovnoměrně z hlediska jednotlivých splatností. Více klesly sazby s delší splatností a původně strmý sklon **výnosové křivky** sazeb PRIBOR se proto zmírnil (viz Graf 2). Hladina sazeb FRA se také posunula na nižší hladinu. Tržní trajektorie 3M sazeb leží pod trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem aktuální prognózy i alternativy (viz Graf 3). Tento výhled však může být částečně zkreslen přetrvávající kreditní premií a omezenou likviditou.

Sazby IRS se od posledního zasedání BR rovněž snížily, především na kratším konci křivky. Delší konec křivky je ovlivňován obavami, že uvolnění měnových politik a fiskální expanze povedou v delším horizontu k navýšení objemu vládních dluhopisů a nárůstu inflace. Výnosová křivka je rostoucí, spread 5R–1R dosahuje 0,5 p.b., spread 10R–1R činí 1,2 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (14.1.) vyplývá, že na únorovém zasedání BR ČNB z deseti dotázaných dva analytici předpokládali snížení o 0,75 p.b., sedm o 0,50 p.b. a jeden o 0,25 p.b. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 1,00 až 2,50 % (medián 1,75 %).

Ze šetření agentury Reuters (29.1.) vyplývá, že na únorovém zasedání BR ČNB všech čtrnáct analytiků předpokládá snížení základních sazeb, z nich jeden o 0,75 p.b., dvanáct o 0,50 p.b. a jeden o 0,25 p.b. Téměř všichni rovněž očekávají další snížení v březnu o 0,25 až 0,50 p.b. Rozmezí úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 1,00 až 2,00 % (medián 1,25 %).

Analytici v rámci šetření IOFT očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 25,26 CZK/EUR (rozpětí 24,20 až 27,00), tj. o 7,0 % vzhledem k průměru za 1Q09 do 3.2. Analytici v rámci šetření FECF předpokládají posílení o 8,0 % na 25,01 CZK/EUR. Základní scénář prognózy očekává pro 1Q10 kurz na úrovni 25,40 CZK/EUR.

#### Tabulka: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

29.12.	Z. Tůma (Hospodářské noviny)	Efekt našeho snížení sazeb můžete vidět pozitivně i negativně. Pozitivně v tom, že jsme zastavili růst úrokových sazeb na peněžním trhu. Přece jen došlo k určitému poklesu. Negativní zpráva je, že nedošlo k poklesu úměrně tomu, jak jsme snížili sazby. Takže rozdíl mezi naší sazbou a sazbou na peněžním trhu se zvýšil. K tomu je ještě potřeba přidat, že v delších splatnostech probíhají obchody v minimálním rozsahu. Z toho vyplývá, že banky s ohledem na vyšší nejistotu v následujících měsících jsou mimořádně opatrné. Faktem ale je, že banky neumí nic jiného. Takže půjčovat budou, ale v těchto dobách – jako ve všech problematických obdobích, kdy ekonomika zpomaluje – půjčování bude v omezenějším rozsahu, než když jsme rostli o 6,5 procenta. A bude to také trochu dražší... manévrovací prostor je jednoznačný – 2,25 procentního bodu, protože sazby jsou na 2,25 procenta a jedinou hranicí pro mě je nula. Kde budou sazby v příštích měsících, uvidíme podle toho, jak se budou vyvíjet rizika, vyhodnotíme situaci a budeme reagovat, jak bude adekvátní. Prognózu zpracováváme na základě modelu,
--------	---------------------------------	--

		který odborná veřejnost zná, nicméně naše prognóza není žádný závazek. Trajektorie úrokových sazeb je v současné prognóze klesající, ale kam se přesně dostaneme, uvidíme.
29.12.	R.Holman (ČT24)	Prostor pro snižování měnové politické sazby České národní banky tady ještě je a vytvořil se zejména poté, co velké světové centrální banky přistoupily k dosti razantnímu snížení svých úrokových sazeb. Takže já myslím, že snížení, snížení úrokových sazeb, že k tomu pravděpodobně dojde, i když nejsem teď schopen říct, kdy a o kolik to bude.
16.1.	M. Hampl (ČT1)	...skutečně všechna data, která přicházejí z ekonomiky, očekávání ekonomických subjektů, naznačují, že ten propad v západní Evropě bude větší, než si mnozí mysleli ještě možná před několika týdny nebo měsíci, a to samozřejmě ovlivňuje i českou měnovou politiku, nastavení českých úrokových sazeb, protože ten, jak my říkáme, poptávkový šok ze západní Evropy se nepochybně, a už to vidíme v datech, přenáší a bude přenášet i k nám, a to samozřejmě má vliv na budoucí vývoj inflace, a tím pádem vliv na to, jak my reagujeme sazbami.
21.1.	M.Singer (finance.cz)	V tuto chvíli se mi zdá, že rizika jsou taková, že ještě vyžadují nějakou měnověpolitickou reakci...Je evidentní, že čísla naplňují ten negativní scénář. Na druhou stranu nad jeho rámec ten prostor do značné míry uzavírá oslabování koruny, které uvolňuje měnové podmínky. Dohromady se obě věci nějak vybalancují, takže můj názor, kde mají být sazby, asi nebude nějak dramaticky jinde.
26.1.	E.Zamrazilová (patria.cz)	Z obecnějšího pohledu je evidentní, že změna sazeb ovlivňuje reálnou ekonomiku méně účinně než za standardní situace, proto se zamýšlím nad tím, zda je šokové snižování sazeb, jež některé centrální banky provádějí, tím správným krokem.
26.1.	Z.Tůma (Impuls)	Já teď nechci předjímat, jaké bude naše rozhodnutí příští nebo na příštích zasedáních během tohoto roku. Ten tlak na uvolnění měnových podmínek tady pochopitelně je, pouze připomínám, že k významnému uvolnění měnových podmínek dochází i prostřednictvím znehodnocování kurzu české koruny v současné době.
27.1.	V. Tomšík (finance.cz)	Depreciace koruny) bude mít dopad na inflaci a my s tím musíme počítat. To je samozřejmě riziko, které mi nyní brání v radikálním snížení úrokových sazeb.

## 6. Měnověpolitické doporučení SMS

SMS doporučuje na únorovém měnověpolitickém zasedání snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,50 procentního bodu.

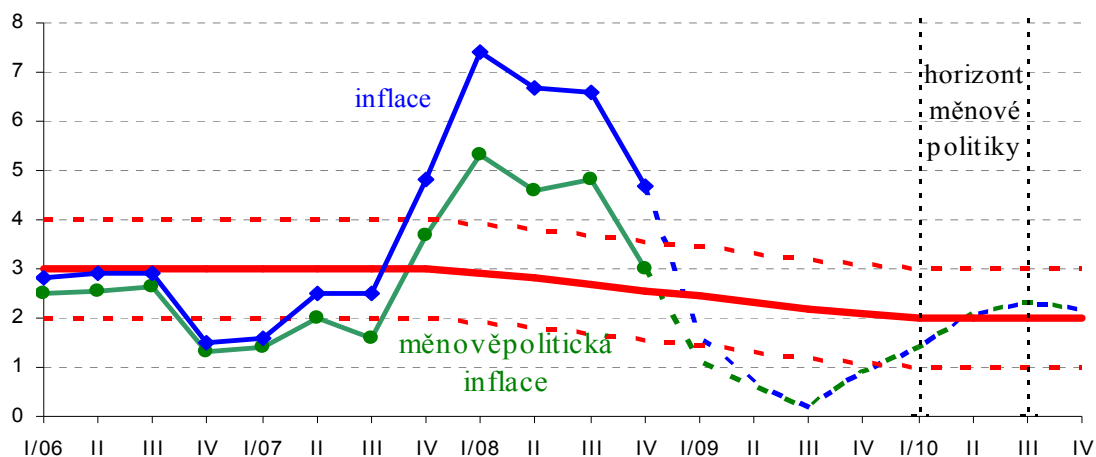
Při úvahách, jak velké snížení doporučit, převážil v SMS názor, že národohospodářská a měnověpolitická rizika vyplývající z potenciálně méně než adekvátně uvolněných měnových podmínek jsou o něco vyšší než rizika přespříliš uvolněné měnové politiky.

Při komunikaci nové prognózy nicméně doporučujeme tlumit očekávání analytiků a trhů, že nás čeká další výrazné snižování úrokových sazeb. V duchu první z měnověpolitických úvah uvedených v části 4 by komunikace měla zdůrazňovat vpředhledící charakter rozhodování o nastavení úrokových sazeb a obracet pozornost uživatelů prognóz ČNB na horizont měnové politiky (a obecně na rok 2010). V tomto období bude inflace blízko inflačnímu cíli a hospodářský růst se začne v návaznosti na vývoj v zahraničí pozvolna oživovat, čemuž napomůže i současné uvolňování měnových podmínek vlivem oslabování kurzu. Tato komunikaci by mohla pomoci tlumit tlaky na další znehodnocování měnového kurzu, které by již mohlo ohrožovat plnění cíle ČNB na horizontu měnové politiky.

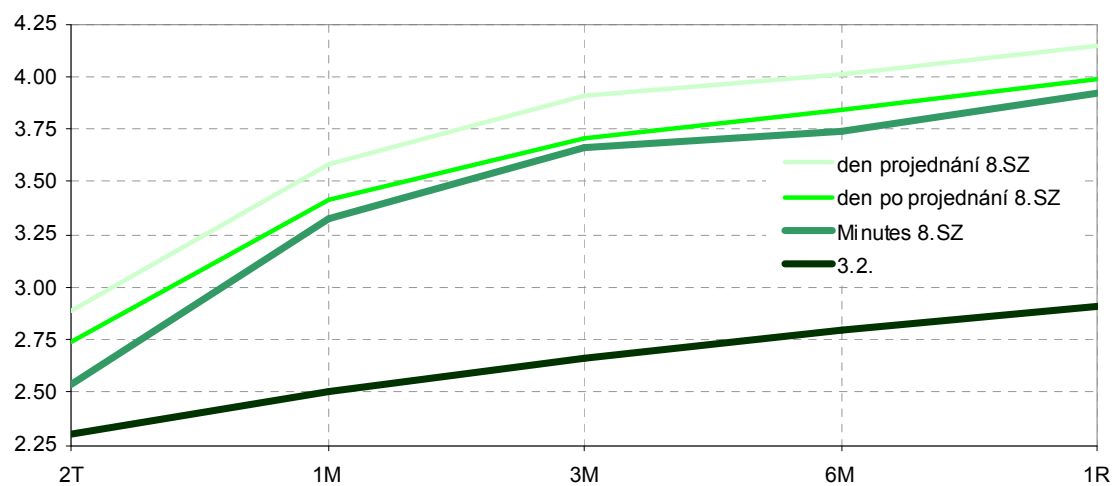
Co se týče komunikace alternativního scénáře, jsme toho názoru, že obecně hrozí riziko „devalvace“ takového scénáře, je-li používán opakovaně pro ošetření de facto identické nejistoty. Minulá alternativa se osvědčila a byla mediálně příznivě přijata zejména z toho

důvodu, že oslovovala rizika, která nemohla být z určitých důvodů zachycena v základním scénáři. Nyní však již byl prostor pro adekvátní promítnutí negativního výhledu zahraničního vývoje do základního scénáře prognózy a opětovné vymezení se vůči němu na straně protirůstových rizik by mohlo působit poněkud alibisticky. Současně by veřejná prezentace alternativního scénáře mohla dále přiživit depreciační očekávání a působit kontraproduktivně na plnění inflačního cíle na horizontu měnové politiky. Na základě obou argumentů proto doporučujeme ponechat alternativu jen pro interní účely měnověpolitického rozhodování (event. pro komunikaci s vládou) a při veřejné komunikaci se opřít výhradně o základní scénář prognózy.

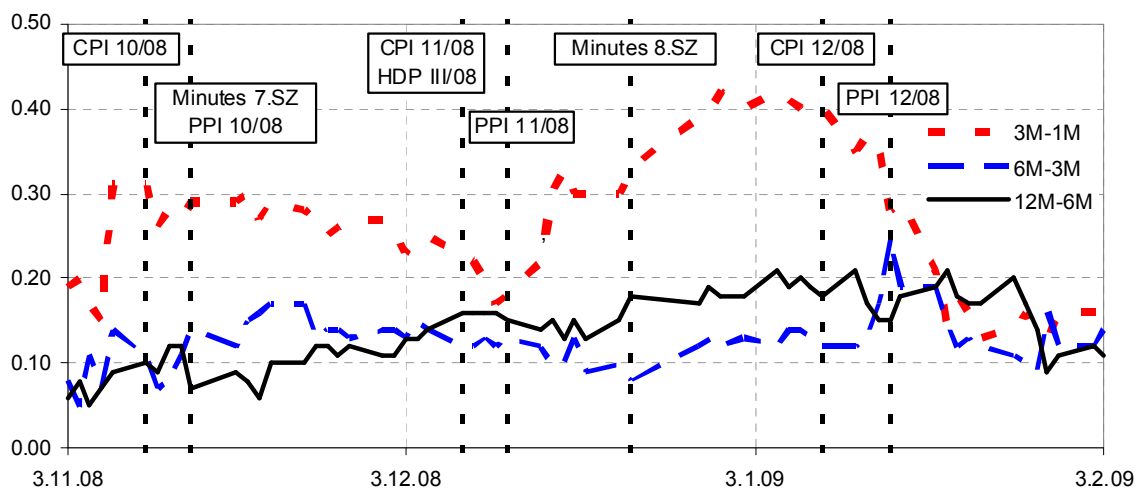
**Graf 1: Prognóza inflace z 1. SZ 2009 a cílové pásmo**



**Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR**

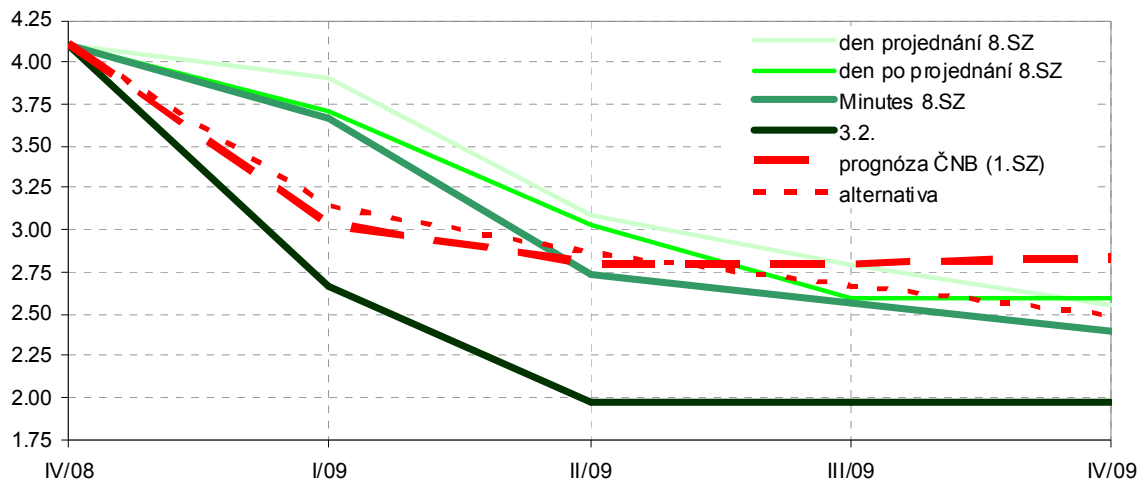


**Graf 3: Úrokové spready – PRIBOR**

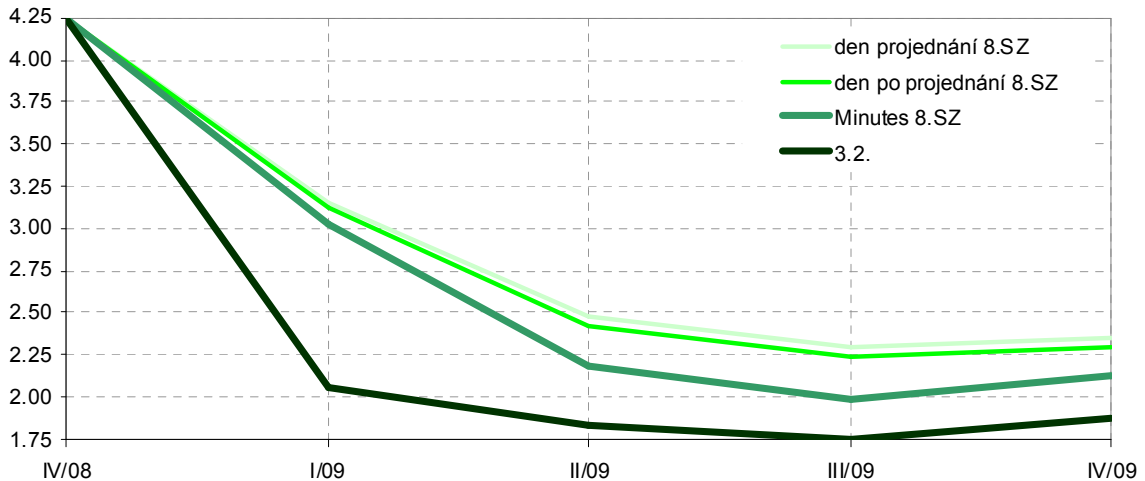




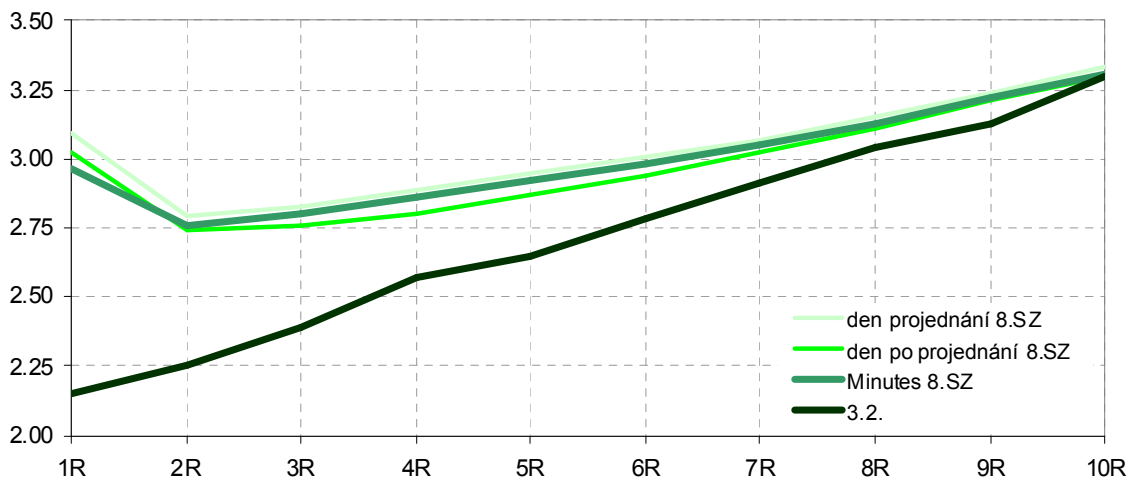
**Graf 4: 3M PRIBOR, FRA**



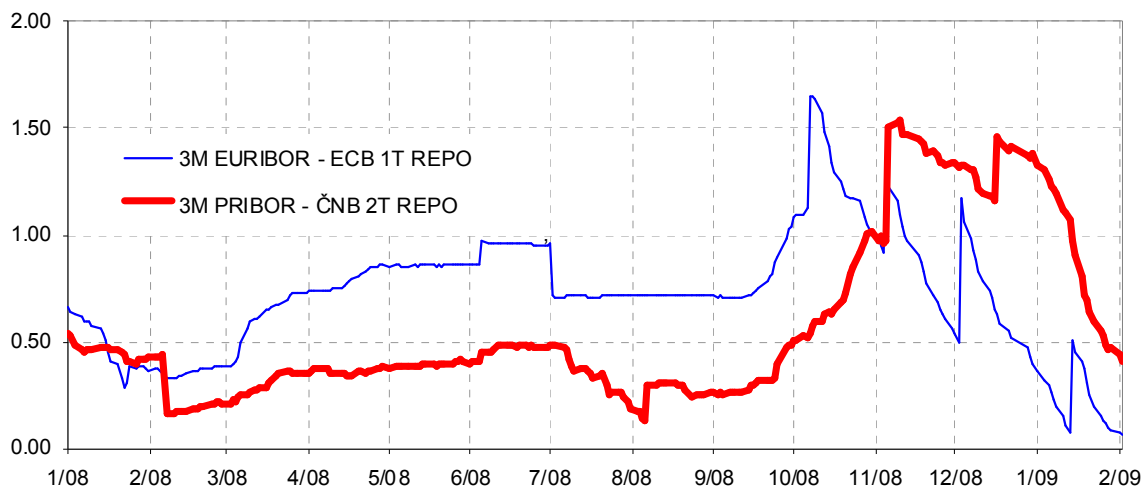
**Graf 5: 3M EURIBOR, FRA**



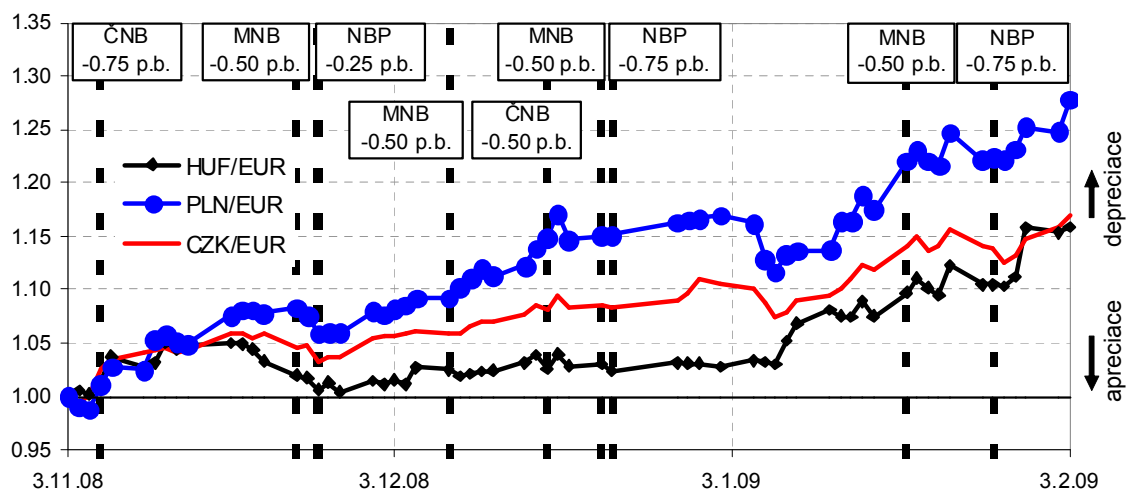
**Graf 6: IRS CZK**



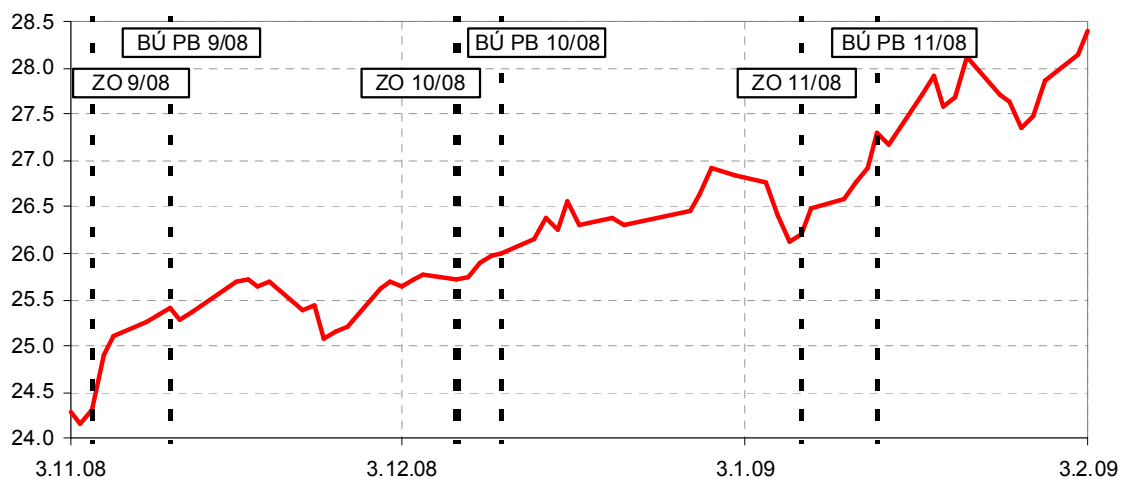
**Graf 7: Spready v ČR a eurozóně**



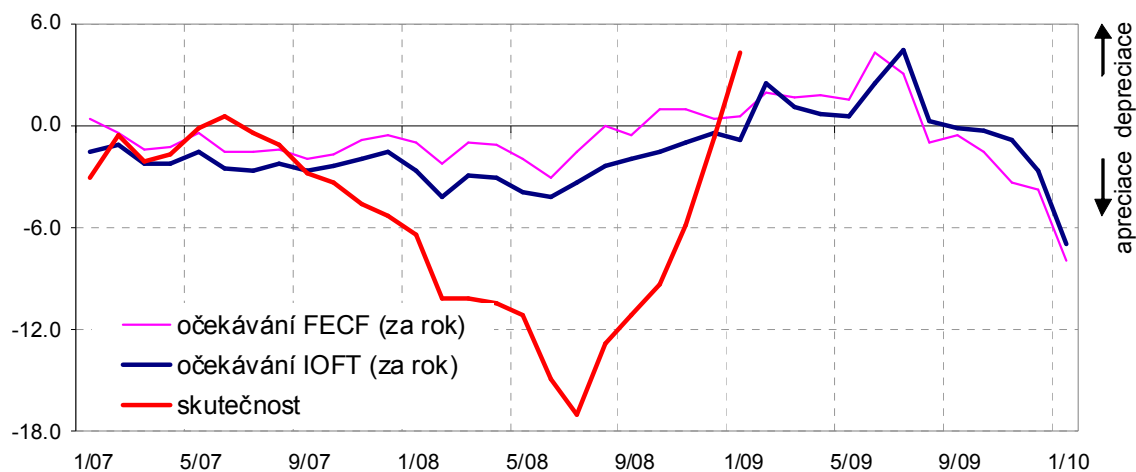
**Graf 8: Kurzy středoevropských měn (3.11. = 1.0)**



**Graf 9: Kurz CZK/EUR**

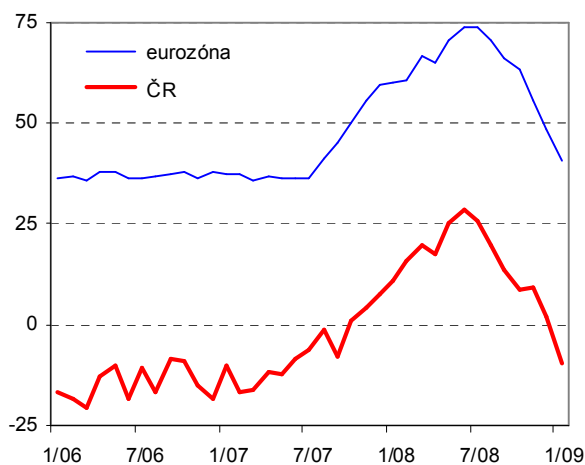


**Graf 10: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %**

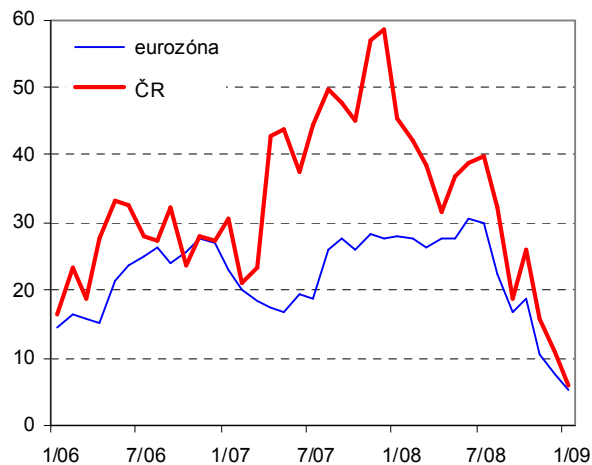


**Graf 11: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)**

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

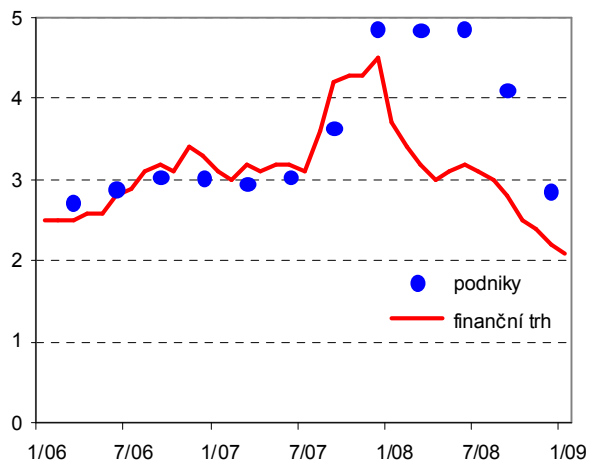


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

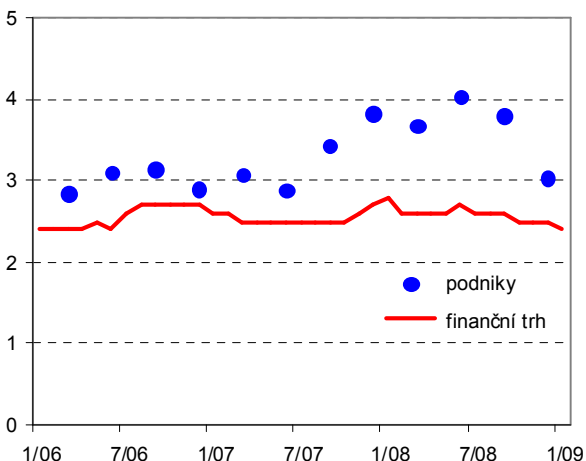


**Graf 12: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice**

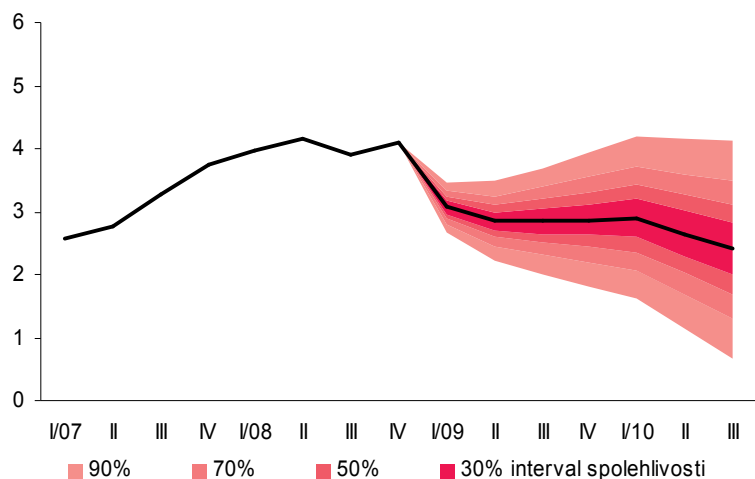
Inflační očekávání v horizontu 1R



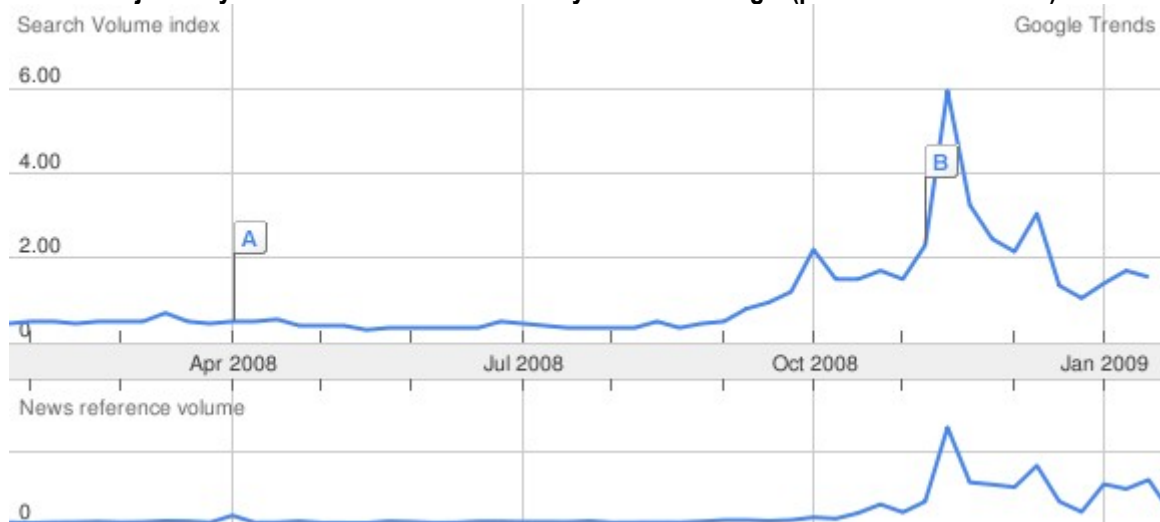
Inflační očekávání v horizontu 3R



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



**Graf 14: Zájem o vyhledávání slova *deflation* ve vyhledávači Google (posledních 12 měsíců)**



**Graf 15: Zájem o vyhledávání spojení *quantitative easing* ve vyhledávači Google (posledních 12 měsíců)**

