

Měnověpolitické doporučení pro 6. SZ 2009

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář prognózy z 5. SZ 2009

Východiskem pro zářijové měnověpolitické rozhodování je stávající **makroekonomická prognóza z 5. SZ 2009**. Následující odstavce ve stručnosti shrnují počáteční podmínky, předpoklady a vyznění této prognózy.

Prognóza konstatovala, že se domácí ekonomika nachází poblíž dna hospodářského cyklu. Inflační tlaky ve 2Q09 byly hodnoceny jako proinflační vlivem předchozího znehodnocení měnového kurzu. Tento vliv byl však tlumen poklesem cen v zahraničí i snížením marží dovozců. Také byl částečně kompenzován protiinflačními tlaky z domácí ekonomiky.

Prognóza předpokládá pokles ekonomické aktivity v efektivní eurozóně v letošním roce o 4,7 %, v letech 2010 a 2011 je pak očekáván růst ve výši 0,4 % a 1,6 %. Předpoklad růstu spotřebitelských cen v efektivní eurozóně je pro letošní rok na úrovni 0,8 %, v letech 2010 a 2011 je pak očekáván růst spotřebitelských cen o 1,3 %, resp. 1,8 %. Ceny výrobců v efektivní eurozóně budou letošní rok klesat tempem 3,2 %, v letech 2010 i 2011 je očekáván růst o 1,3 %. Průměrné tříměsíční sazby EURIBOR¹ jsou dle prognózy očekávány v letošním roce na úrovni 1,4 %, v letech 2010 a 2011 pak na 1,6 %, resp. 2,7 %.

Na základě stávající prognózy poklesne domácí ekonomická aktivita v roce 2009 v průměru o 3,8 %. Za poklesem stojí zejména negativní vývoj zahraničního obchodu a propad hrubé tvorby kapitálu, do záporných hodnot se však postupně dostane i dynamika spotřeby domácností. V reakci na zlepšující se výhled zahraniční poptávky je již ve 3Q09 očekáván kladný mezičtvrtletní růst ekonomické aktivity, nicméně v meziročním vyjádření zůstane růst domácí ekonomické aktivity záporný i ve zbytku letošního roku. V letech 2010 a 2011 očekává prognóza návrat k nevýraznému růstu HDP ve výši 0,7 %, resp. 2,2 %. Na trhu práce je útlum domácí ekonomiky s obvyklým zpožděním doprovázen propadem zaměstnanosti a nárůstem míry nezaměstnanosti, která dosáhne vrcholu na přelomu let 2010 a 2011.

Dle stávající prognózy by měla celková domácí inflace ve 3Q09, resp. 4Q09 poklesnout až na 0,5 %, resp. 0,7 %, tj. dostat se pod úroveň dolního okraje tolerančního pásma klesajícího inflačního cíle². Od začátku roku 2010 pak začne inflace narůstat a na horizontu měnové politiky (zhruba 3Q10 až 4Q10) se bude nacházet ve spodní polovině tolerančního pásma 2% inflačního cíle platného od počátku roku 2010. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, bude nejprve dočasně o cca 0,4 p.b. vyšší než celková inflace³ a dosáhne ve 3Q10 výše 1,7 %. Od 4Q10, kdy dosáhne 1,9 %, se pak bude opět měnověpolitická inflace shodovat s celkovou inflací (viz Graf 1).

Se stávající prognózou je konzistentní **pokles tržních úrokových sazeb** v letošním roce a jejich postupný růst od druhé poloviny roku 2010. Ve 3Q09 by měla úroveň 3M PRIBORu

¹ Výhled tříměsíčních sazeb EURIBOR je v prognóze odvozen z výhledu sazeb 3M EONIA Index Swap na základě expertního předpokladu o klesající kreditní prémii k nízké hodnotě v roce 2010.

² 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.

³ Vlivem přesunu některých služeb ze základní do snížené sazby DPH.

podle základního scénáře dosáhnout 1,8 %, přičemž průměr za dosavadní průběh čtvrtletí činí 2,0 % a aktuální hodnota pak 1,9 % (k 22.9.). Ve 4Q09, kam zejména dopadne zářijové rozhodnutí o sazbách, by se dle základního scénáře měl průměr sazeb 3M PRIBOR dostat na 1,6 %. Průměrnou hodnotu rozpětí mezi sazbami 3M PRIBOR a 2T repo předpokládá základní scénář pro 3Q09 ve výši 0,6 p.b., pro 4Q09 ve výši 0,5 p.b. Průměr tohoto rozpětí za dosavadní průběh čtvrtletí činí 0,6 p.b., přičemž jeho aktuální úroveň k 22.9. je 0,7 p.b. Výše uvedenému v prognóze odpovídá pro 3Q09 průměrná hodnota 2T repo sazby na úrovni 1,2 % a pro 4Q09 ve výši 1,1 %.

Nová situační zpráva hodnotí z hlediska měnověpolitické inflace **rizika základního scénáře** stávající prognózy jako slabě protiinflační. Nově dostupná znalost zářijového CF a tržního výhledu zahraničních úrokových sazeb odečteného ke dni jeho uzávěrky navíc protiinflační bilanci rizik dále umocňuje, což otvírá prostor pro úvahy o dalším snížení měnověpolitických úrokových sazeb. Následující kapitoly shrnují hlavní argumenty vedoucí k nižším, resp. vyšším sazbám 3M PRIBOR, než jsou sazby konzistentní se základním scénářem nové prognózy.

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

a) Výraznější než očekávané posilování **měnového kurzu** představuje nejvýznamnější riziko prognózy ve směru nižších sazeb. Oproti prognózovanému kurzu za 3Q09 na úrovni 26,1 CZK/EUR se průměr za dosavadní průběh čtvrtletí dostal na úroveň 25,6 CZK/EUR (tj. na úroveň o 1,8 % silnější), přičemž prudká apreciacie v posledních dnech vedla k aktuální hodnotě kurzu zhruba 25,2 CZK/EUR (k 22.9.). Ve 4Q09, kam zejména dopadne zářijové rozhodnutí o sazbách, přitom prognóza předpokládá průměrný kurz na úrovni 25,9 CZK/EUR. Podle standardního citlivostního scénáře zpracovaného v 5. SZ by posílení měnového kurzu ve 3Q09 o 3 % implikovalo ve 4Q09, resp. 1Q10 sazby o 0,2 p.b., resp. 0,3 p.b. nižší, než předpokládá základní scénář prognózy. V horizontu jednoho roku předpokládá prognóza z 5. SZ kurz na úrovni 25,7 CZK/EUR. Podle zářijového šetření IOFT očekávají převážně domácí analytici kurz na stejném horizontu na úrovni 24,8 CZK/EUR. Převážně zahraniční analytici očekávají podle zářijové publikace FECF kurz na ročním horizontu na úrovni 25,2 CZK/EUR.⁴

b) Vývoj celkové **inflace** v posledních dvou měsících spolu s jejím výhledem na nejbližší období (zejména v oblasti cen potravin) představují protiinflační riziko prognózy. Celková meziroční inflace v červenci a srpnu byla o 0,2 p.b., resp. o 0,3 p.b. nižší, než předpokládala prognóza z 5. SZ. Odchylka byla způsobena jak nižšími než očekávanými cenami potravin, jejichž vývoj odráží klesající ceny zemědělských výrobců, tak nižší korigovanou inflací bez PH, u které se projevuje celkový pokles poptávky.

c) Na základě srpnové publikace *Consensus Forecast* (CF) je v simulaci GRIPu v 6. SZ bod zahraničí umístěn v pravém horním kvadrantu. Simulace odrážela zejména srpnový vyšší tržní výhled **zahraničních úrokových sazeb** pro rok 2010 (+0,3 p.b.) a 2011 (+0,7 p.b.) oproti předpokladům prognózy. Uvedený tržní výhled zřejmě zohledňoval očekávání

⁴ Při zohlednění nového výhledu zahraničního vývoje (viz bod 2c) je však rozměr dílčího rizika z titulu vývoje kurzu v dosavadním průběhu 3Q09 poněkud menší ve srovnání s polohou příslušného bodu v simulaci GRIPu ze 6.SZ. Důvodem je skutečnost, že zpětně snížený výhled zahraničních úrokových sazeb a vyšší očekávaná zahraniční ekonomická aktivita jsou v souladu s pozorovaným posílením kurzu více, než tomu bylo v případě výhledu zahraničí použitého při zpracování 6.SZ.

razantnější reakce ECB na rodící se oživení v zahraničí ze strany trhů, avšak nebyl doprovázen prakticky žádnou změnou výhledu vývoje zahraničního růstu HDP. Na toto formující se očekávání ale reagovali představitelé světových centrálních bank na schůzce G20 tak, že s ohledem na křehkost oživení ekonomického růstu (pozitivní vpředhledící indikátory jsou v kontrastu s negativními makro daty) nebudou spěchat s utahováním měnové politiky. Další důležitou informací, která snížila očekávání o růstu sazeb, bylo potvrzení, že příští 12měsíční repo tendr ECB (30.9.) bude přidělován za současnou základní sazbu (1 %). Tato komunikace vrátila trajektorii očekávaných sazeb zpět na úroveň podobnou té z července. Záříjová publikace CF a nový tržní výhled sazeb odečtený ke dni její uzávěrky (obojí dostupné až po ukončení prací na 6. SZ) tak přehodnocují výhled zahraničních úrokových sazeb opět směrem dolů, dokonce až lehce pod trajektorii sazeb z referenčního scénáře stávající prognózy. Současně s tím byl směrem vzhůru přehodnocen výhled zahraniční ekonomické aktivity v aktuálním a následujících třech čtvrtletích. Tyto informace posunuly příslušný bod v simulaci GRIPu dokonce do mírně protiinflační polohy (viz Graf 14), i když plnohodnotné vyhodnocení uvedených informací přinese až nová prognóza.

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

- a) Nová data o HDP za 2Q09 ukazují na více proinflační **strukturu vývoje hospodářské aktivity**. Propad HDP byl totiž tažen zejména výraznějším poklesem hrubé tvorby kapitálu. Současně spotřeba domácností rostla rychleji, než prognóza očekávala. V simulaci GRIP působí pokles hrubé tvorby fixního kapitálu přes pomalejší růst produktivity práce ve směru vyšší inflace a vyšších úrokových sazeb. Tomu odpovídá proti prognóze nižší národohospodářská produktivita práce a rychlejší růst NJMN. Současně poslední informace o vývoji v průmyslu a stavebnictví naznačují, že by růst mezd ve 3Q09 nemusel pokračovat ve zpomalování, jak očekává stávající prognóza. Na druhou stranu však byl meziroční propad HDP hlubší, než stávající prognóza očekávala, což může být samo o sobě spíše signálem menších poptávkových inflačních tlaků (zčásti možná již projevených ve vývoji inflace během 3Q09 – viz bod 2b výše). Stejně tak nelze opominout, že k nižší hrubé tvorbě kapitálu došlo především vlivem velmi nízké tvorby zásob, což může být spíše signálem o kulminaci klesající fáze cyklu.⁵
- b) Dílčím proinflačním rizikem je vývoj cen ropy a jejich tržního výhledu. Ten se již během 3Q09 projevil ve vyšších cenách pohonných hmot ve srovnání s prognózou, v delším období však může mít vliv i na prognózu regulovaných cen energií.

4. Další měnověpolitické úvahy

V současné situaci se jako důležité jeví posouzení, zda je na základě nově dostupných informací možno v zásadě potvrdit **příběh stávající prognózy** či nikoliv. Prognóza z 5. SZ

⁵ Nejistota ohledně interpretace vývoje hrubé tvorby kapitálu je jako vždy vysoká a odráží mimo jiné způsob práce ČSÚ se zásobami jako reziduální či bilancující položkou mezi stranou tvorby a stranou užití HDP. Pokles stavu zásob je však v současné fázi cyklu pozorován v řadě ekonomik, a lze tedy předpokládat, že je přinejmenším zčásti reálným jevem.

viděla cyklus snižování úrokových sazeb v podstatě za ukončený srpnovým rozhodnutím. Další rozhodování se pak mělo v duchu prognózy soustředit na to, kdy začít sazby zvyšovat, a to v reakci na odeznívání protiinflačních tlaků z domácí ekonomiky a na dopady minulého oslabení měnového kurzu.

Za pozitivní lze považovat skutečnost, že nové údaje potvrzují historiku o dosažení dna ekonomického propadu. Přestože byl meziroční pokles českého HDP oproti prognóze výraznější, v mezičtvrtletním vyjádření byl již vykázán slabý růst, podobně jako v některých významných zemích eurozóny. Pokles zaměstnanosti a nárůst nezaměstnanosti je oproti prognóze mírnější, přičemž zejména klesá počet nově hlášených nezaměstnaných. Consensus Forecast pro HDP efektivní eurozóny našel v srpnu své dno, resp. v září poprvé po dlouhé době přinesl mírné zvýšení výhledu.

Na druhou stranu nově dostupné informace vyvolávají otazník, zda očekávané oživení zahraniční poptávky bude mít v souhrnu proinflační či protiinflační dopady. Konkrétně naznačují, že protiinflační dopad poklesu rizikové prémie a posilujícího kurzu koruny v podmínkách oživující se světové ekonomiky by mohl převážit nad proinflačním dopadem rostoucí poptávky a světových cen energií. Vracel by se tak obrázek známý z předchozích let, kdy v takové konstelaci parametrů zahraničního vývoje česká koruna následovala robustní posilující trend, eliminovala proinflační dopady cenového vývoje v zahraničí (a následně i v ČR) a přispívala k dlouhodobě nízkoinflačnímu prostředí v české ekonomice. S takovým obrázkem by pak byla konzistentní zřejmě níže položená trajektorie úrokových sazeb a dno jejich dosavadního poklesu by vzhledem k hloubce současného cyklického propadu mohlo ležet níže, než jsme si dosud mysleli. Růst sazeb směrem k jejich politicky neutrální úrovni (kolem 3 %) by pak nastal později, a byl by pozvolnější.

Protože výrazné posílení kurzu koruny je prozatím záležitostí jen posledních několika dní, nelze s jistotou říci, zda se jedná pouze o krátkodobý výkyv či naplňování uvedeného fundamentálního scénáře. To posoudí lépe až nová prognóza; považujeme však za užitečné nastínit uvedené dilema již v tomto MPD.

Výraznou nejistotu z hlediska celkové bilance rizik prognózy představuje vládní **návrh legislativních opatření ve fiskální oblasti**, která mají za cíl snížit deficit státního rozpočtu na rok 2010 oproti jeho vládou původně schválené verzi založené na předpokladu „no policy change“. Ta byla schválena vládou, výsledek jejich projednání v Poslanecké sněmovně však nebude v době projednání 6. SZ v BR znám, a bude tak moci být plně zohledněn až v nové prognóze v rámci 7. SZ. Zamýšlená fiskální opatření na příjmové i výdajové straně by vedle svého žádoucího účinku na veřejné finance měla z makroekonomického pohledu povahu krátkodobé fiskální poptávkové restriktce. Námi předpokládaný negativní dopad do růstu spotřeby domácností by dle předběžného odhadu činil přibližně 1 – 1,5 p.b. s příslušným dopadem na ekonomickou aktivitu, trh práce aj. Primární dopad balíčku opatření na celkovou inflaci by mohl být v důsledku zvýšení sazeb daně z přidané hodnoty a spotřebních daní výrazně kladný, přibližně 1,3 p.b. Dopad na měnověpolitickou inflaci bude záviset na intenzitě protiinflačního působení slabší poptávky a na rozsahu skutečného zvýšení cen z titulu nárůstu nepřímých daní (tzv. sekundárních dopadech, které mohou být celkově kladné i záporné). Dopad na měnověpolitickou inflaci, a tím i na úrokové sazby, by však dle našeho soudu v souhrnu byl pravděpodobně směrem dolů ve srovnání se stávající prognózou. Nejistota ohledně navrhovaných opatření je přitom značná a síla efektů do inflace i reálné ekonomiky bude záviset na konkrétní podobě schválených opatření.

Nejistotou měnověpolitického rozhodování stále zůstává i budoucí vývoj **rozpětí mezi sazbou 3M PRIBOR a repo sazbou**. Připomeňme, že vzhledem k jeho předešlému vývoji (Graf 7) došlo v prognóze z 5. SZ ke zpomalení rychlosti jeho poklesu k dlouhodobé

rovnovážné hodnotě, která byla navíc stanovena na vyšší úroveň než v předchozích prognózách. Očekávání prognózy se zatím v průběhu 3Q09 naplňuje.

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **srpnovém zasedání** (6.8.) BR snížila limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,25 p.b. na 1,25 %. Očekávání účastníků finančního trhu týkající se tohoto zasedání byla zhruba vyrovnaná mezi ponecháním základních sazeb ČNB a jejich snížením. Z *dotazníků IOFT* (16.7.) vyplývalo, že na srpnovém zasedání BR ČNB 4 analytici z 9 dotázaných předpokládali stabilitu základních sazeb ČNB a 5 očekávalo snížení o 0,25 p.b. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 1,25 až 2,50 % (medián 1,50 %). Ze šetření *agentury Reuters* (30.7.) vyplývalo, že na srpnovém zasedání BR ČNB 11 analytiků z 20 oslovených předpokládalo stabilitu základních sazeb a 9 analytiků očekávalo snížení o 0,25 p.b. Očekávání v delším horizontu byla rozložena takto: snížení v září 2009 (4 analytici), zvýšení v 1Q10 (5 analytiků), zvýšení ve 2Q10 (3 analytici), zvýšení ve 2H10 (4 analytici), žádná změna (4 analytici). Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 1,00 až 2,75 % (medián 1,50 %).

Na tiskové konferenci po měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB Z. Tůma oznámil, že BR rozhodla jednomyslně pro snížení limitní úrokové sazby. Poté guvernér představil novou prognózu. Uvedl, že výhled inflace je pro nejbližší kvartály oproti minulé prognóze nižší. Inflace v roce 2009 ještě poklesne, poté se v roce 2010 dostane na dvouprocentní inflační cíl. Ekonomický pokles dosáhl svého dna ve druhém čtvrtletí a od třetího čtvrtletí je očekáván mezičtvrtletní růst. Kurz koruny bude na horizontu prognózy zvolna posilovat. Výhled tržních úrokových sazeb počítá s tím, že úrokové sazby setrvají na velmi nízkých úrovních. Konkrétně ještě mírně poklesnou v letošním roce a k růstu dojde až ve druhé polovině příštího roku. Guvernér uvedl, že protiinflačním rizikem dalšího vývoje ekonomiky je silnější kurz koruny. Za proinflační riziko považuje vyšší cenu ropy, než se kterou počítá prognóza. Rizika jsou nadále poměrně výrazná, ale ve srovnání s minulými prognózami symetrická.

Během srpna a zejména září se několik členů BR vyjádřilo k budoucímu nastavení měnové politiky (viz Tabulka). Tato komunikace nesignalizovala jednoznačný směr pohybu základních úrokových sazeb ČNB v nejbližším období.

Sazby na peněžním trhu se po posledním zasedání BR snížily ve všech splatnostech, sklon **výnosové křivky** sazeb PRIBOR zůstává rostoucí (viz Graf 2). Sazby FRA také mírně klesly, především v kratších splatnostech. Přesto tržní trajektorie sazeb 3M PRIBOR zůstává v celém horizontu nad trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem aktuální prognózy, přičemž odchylka se v čase zvyšuje (viz Graf 4). Tuto odchylku lze vedle vyšší očekávané úrovně 2T repo sazby (očekávání analytiků IOFT) vysvětlit pravděpodobně také faktem, že tržní sazby jsou založeny na aktuální výši rizikové prémie (3M PRIBOR-2T repo) a nikoliv na prognózou předpokládaném poklesu rizikové prémie ze současné výše 0,6 p.b. až na hodnotu 0,2 p.b. ve 3Q10.

Sazby IRS po posledním zasedání BR zhruba stagnovaly. Výnosová křivka sazeb IRS je rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 1,4 p.b., spread 10R-1R činí 1,8 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (14.9.) vyplývá, že na zářijovém zasedání BR ČNB všech 8 dotázaných analytiků

předpokládá stabilitu základních sazeb ČNB. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybují v rozmezí 1,25 až 2,50 % (medián 1,50 %).

Ze šetření agentury Reuters (18.9.) vyplývá, že na zářijovém zasedání BR ČNB všech 18 oslovených analytiků předpokládá stabilitu základních sazeb. Očekávání v delším horizontu jsou rozložena takto: snížení v 11/09 (2 analytici), zvýšení v 1Q10 (3 analytici), zvýšení ve 2Q10 (5 analytiků), zvýšení ve 2H10 (7 analytiků), žádná změna (1 analytik). Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 1,25 až 3,00 % (medián 1,50 %).

Analytici v rámci šetření IOFT očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 24,8 CZK/EUR (rozpětí 24,0 až 26,0), tj. o 3,1 % vzhledem k průměru za 3Q09 do 22.9. Analytici v rámci šetření FECF předpokládají ve stejném horizontu posílení o 1,9 % na 25,2 CZK/EUR. Základní scénář prognózy očekává pro 3Q10 kurz na úrovni 25,7 CZK/EUR.

Tabulka: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

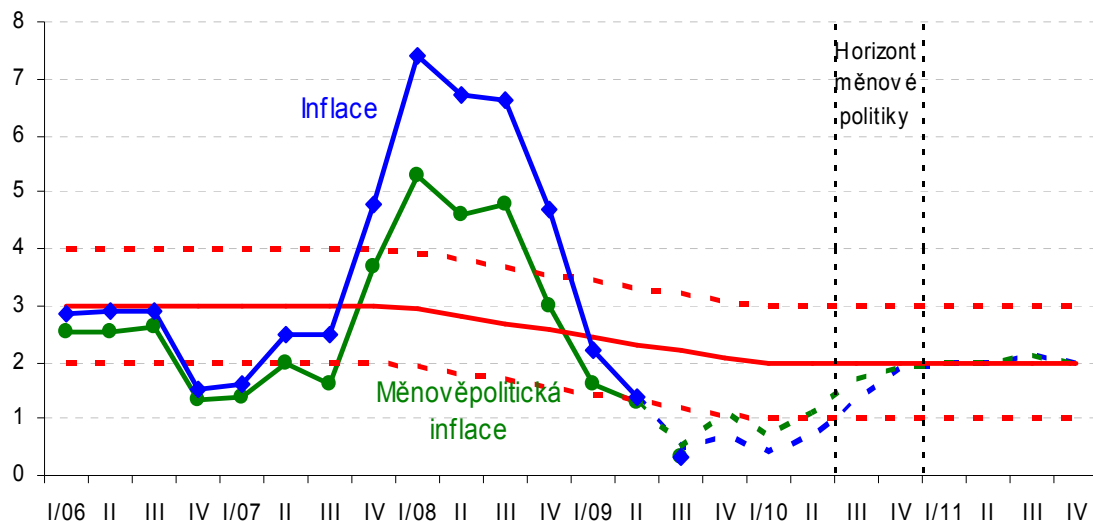
20.8.	P. Řežábek (Hospodářské noviny)	Nejsem zarytým advokátem uvolněných měnových podmínek za každou cenu, naopak dovedu si představit i opačnou situaci. Ta však zatím nenastala a nedovolil bych si v současné době tvrdit, že makroekonomické podmínky v Česku i ve světě nám umožňují diskutovat o zpříšňování měnových podmínek.
9.9.	E. Zamrazilová. (rozhovor pro www.investicniweb.cz)	Prostor pro snižování je... u nás mizivý, takže jsem přesvědčená, že příští pohyb sazeb už bude asi vzhůru.
9.9.	Z. Tůma (odpovědi na dotazy čtenářů – Patria.cz)	Deflaci jsme již jednou tolerovali a dokonce na vyšší úrovni úrokových sazeb, než je dnes (bylo to, tuším v roce 2003, nebo konec 2002). Tehdy jsme také věřili, že stlačení do záporných hodnot bylo pouze dočasné a další snižování úrokových sazeb by tehdy již ničemu nepomohlo. Podobně to vidím i dnes. Zda nás může vyšší deficit tlačit k vyšším sazbám? Sám jistě tušíte, že na to není jednoznačná odpověď, protože fiskál a jeho vliv na peněžní trh je jen jeden z parametrů našeho rozhodování. Upozorňuji ovšem také na to, že příliš velké půjčování státu může vést samo o sobě k vyšším (dlouhodobým) sazbám, aniž by do toho centrální banka jakkoliv "vstoupila".
9.9.	M. Singer (fórum v Kostelci)	Pokud by se vnější prostředí prudce zhoršilo, může další snižování sazeb přicházet v úvahu.
14.9.	V. Tomšík (Hospodářské noviny)	...je naprosto legitimní očekávat, že až krize pomine a ekonomika se vrátí tam, kde by měla být, růst úrokových sazeb nastane. Nepochybuji o tom, že současná úroveň úrokových sazeb je pod svou dlouhodobou rovnováhou. Ta je kolem tří procent. Ale v dohledné době se to nestane. To (pokles sazeb) nemohu vyloučit. Na druhou stranu, čím více bychom snižovali sazby, tím více nábojů si vystřelíme. A když se přiblížíte k nule, musíte používat jiné nástroje, například pumpovat do systému peníze. Jenže to nemá v malé otevřené ekonomice velký smysl. Zvláště u nás, kde centrální banka přebytek peněz z finančního systému stahuje. Banky si k nám volné peníze prostě ukládají.
16.9.	P. Řežábek (Bloomberg)	Rozpočtový výhled mě jistě donutí více se zdráhat ponechat sazby nízko. Pokud by se makroekonomická pozice zhoršila, představovaly by nízké sazby významnější riziko...Vysoké rozpočtové deficitory se jistě mohou negativně podepsat na kredibilitě České republiky a to může vyvolat zvýšení nominálních úrokových sazeb, což bezesporu nechci a proto vyslovuji silnější a silnější varování... Nemyslím si, že by další snížení sazeb nějak výrazně přispělo k zotavení ekonomiky. Větší dopad by měla mít stabilita hospodářského prostředí, a toho lze dosáhnout pomocí fiskální politiky. Pokud dojde k mírnému zhoršení hospodářské situace, já osobně se nebudu cítit povinen nějak reagovat... ČNB si musí "ponechat v zásobě nějakou municí". Posilující koruna...nijak nebrzdí hospodářské zotavení země. Nominální zhodnocení kolem tří procent za rok je přirozené a ekonomika by ho měla absorbovat.

6. Měnověpolitické doporučení SMS

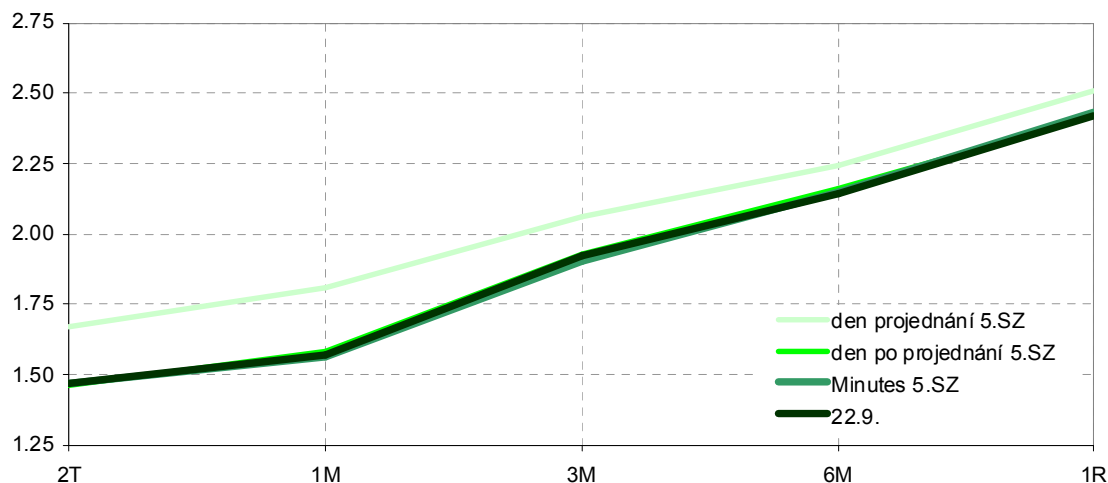
SMS doporučuje na zářijovém měnověpolitickém zasedání bankovní rady ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni. Při formulaci tohoto doporučení mírně převážily ‚měkčí‘ argumenty vedoucí k preferenci vyčkat s případným dalším rozhodnutím na novou prognózu nad ‚tvrdším‘ argumentem spočívajícím v mírně protiinflační bilanci rizik stávající prognózy, přičemž prognóza sama o sobě nevyklučuje ještě jedno snížení sazeb do konce tohoto roku.

Současně doporučujeme pokračovat v komunikaci skutečnosti, že již pravděpodobně bylo dosaženo dna ekonomické aktivity, a že po letošní periodě s inflací výrazně pod cílem se inflace bude během roku 2010 opět zvyšovat směrem k novému 2% cíli platnému od začátku roku 2010. Zároveň však doporučujeme komunikovat mírně protiinflační bilanci rizik prognózy spojenou zejména s pozorovaným vývojem inflace a měnového kurzu, v jejímž důsledku nelze vyloučit ještě další mírný pokles měnověpolitických úrokových sazeb.

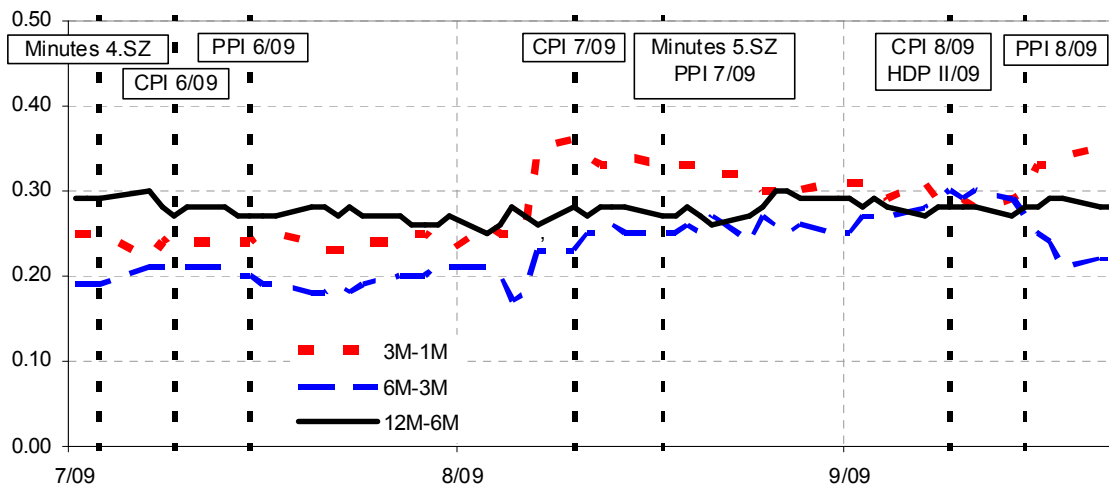
Graf 1: Prognóza inflace z 5. SZ 2009 a cílové pásmo



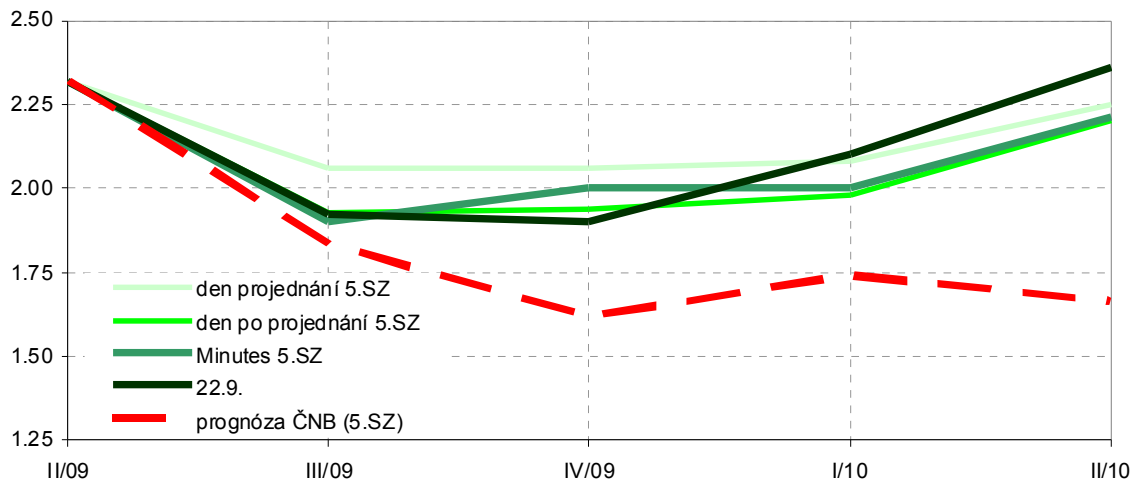
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



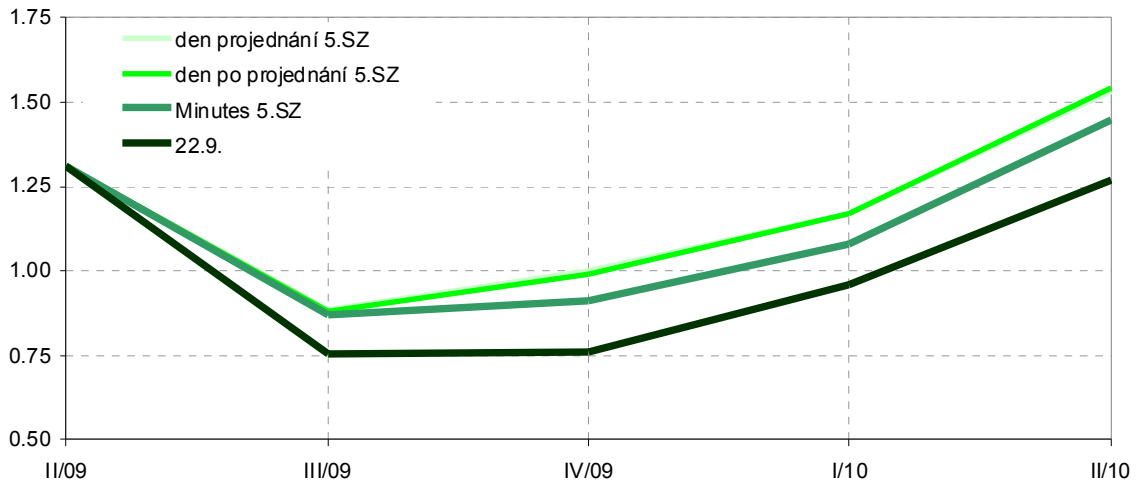
Graf 3: Úroková rozpětí – PRIBOR



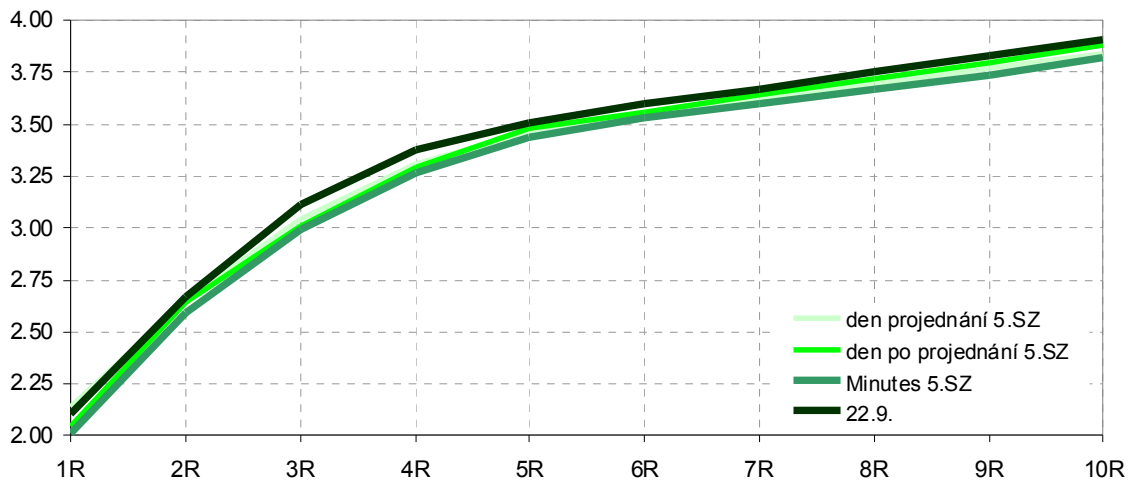
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



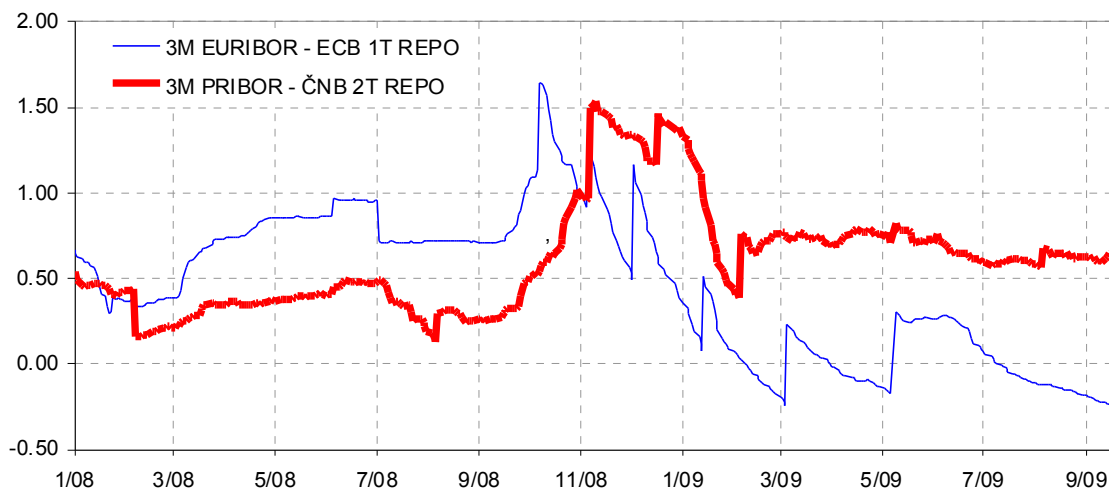
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



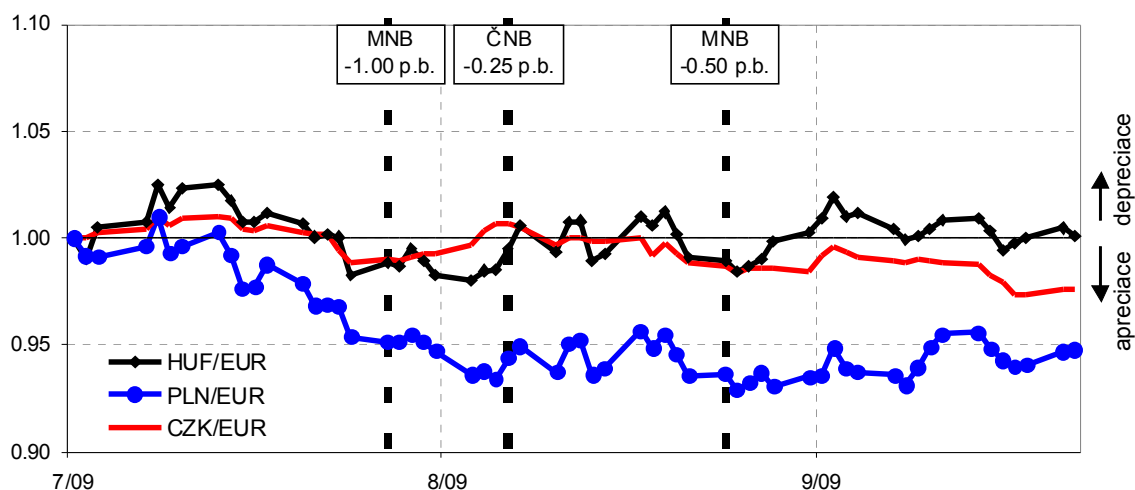
Graf 6: IRS CZK



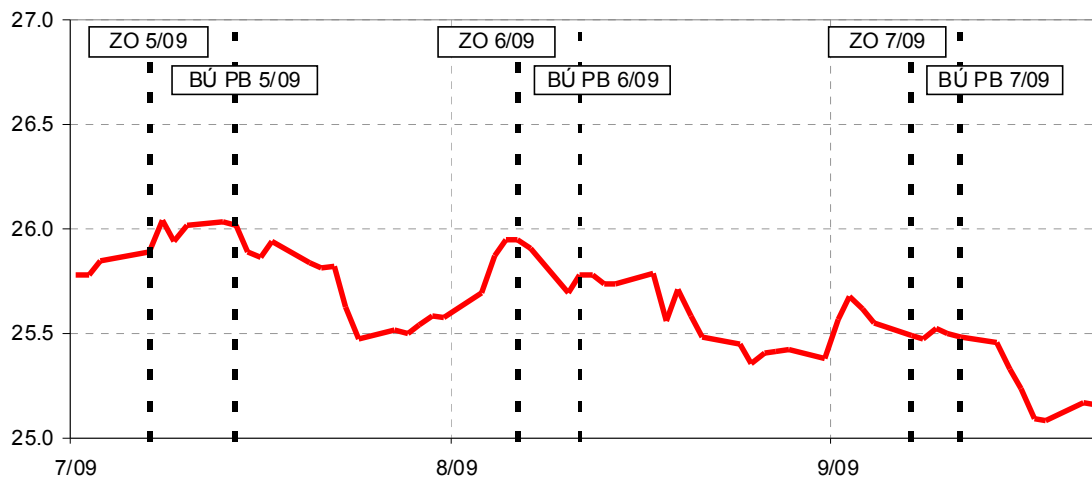
Graf 7: Úroková rozpětí v ČR a eurozóně



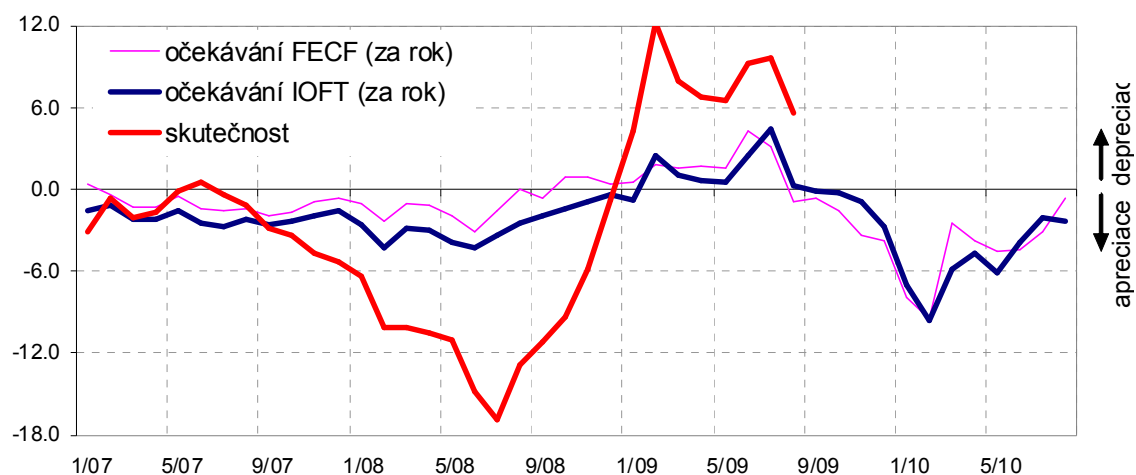
Graf 8: Kurzy středoevropských měn (1.7. = 1.0)



Graf 9: Kurz CZK/EUR

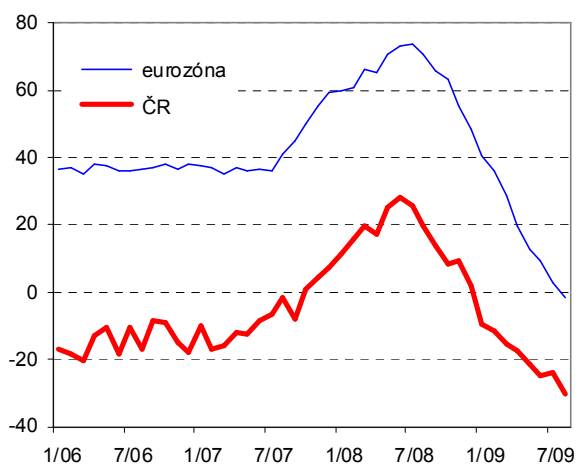


Graf 10: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

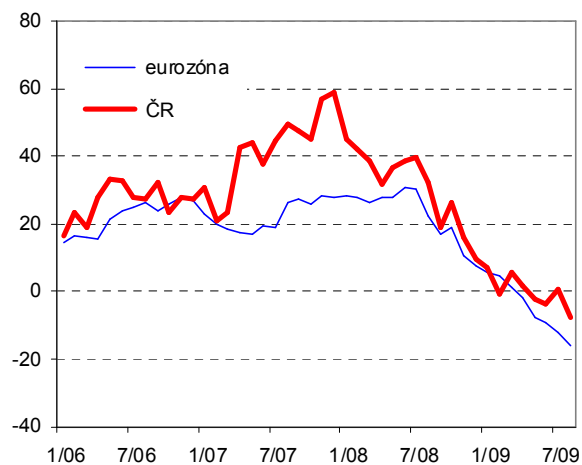


Graf 11: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

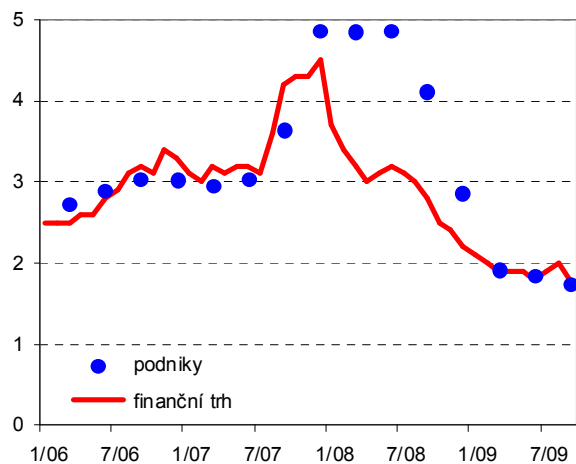


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

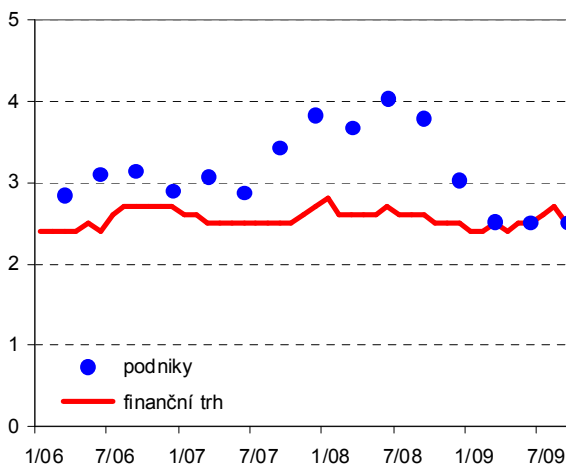


Graf 12: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

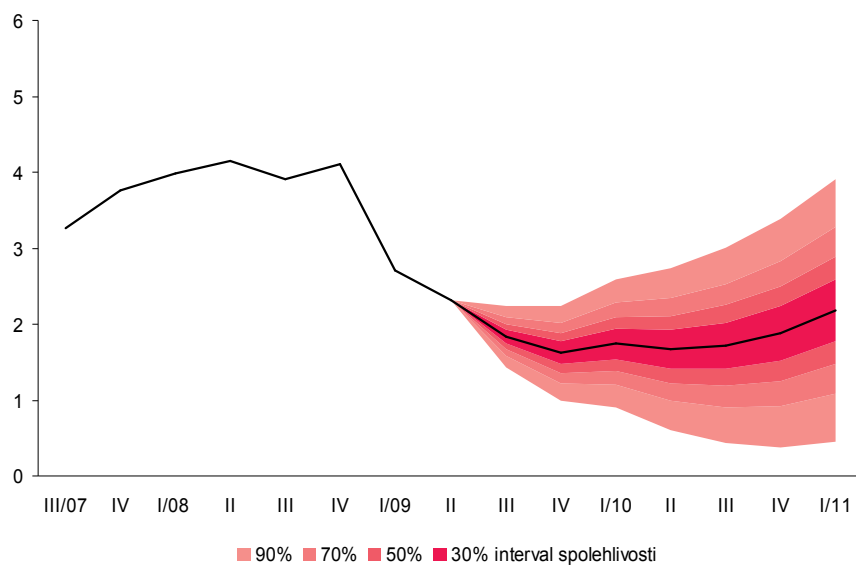
Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



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



Graf 14: GRIP na základě zářijové publikace *Consensus Forecasts* a odpovídajících tržních výhledů

