OMEZENÝ PŘÍSTUP po dobu 6 let

Měnověpolitické doporučení pro 1. SZ 2011

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář prognózy z 1. SZ 2011

Východiskem pro únorové měnověpolitické rozhodování je ***nová makroekonomická prognóza z 1. SZ 2011***. Následující odstavce ve stručnosti shrnují hodnocení ekonomického vývoje a jeho prognózu.

Oživení české ekonomiky pokračuje a je dočasně taženo zejména investicemi. Celková inflace se v prosinci 2010 zvýšila mírně nad úroveň cíle vlivem rostoucích světových cen komodit, zatímco inflační tlaky z domácí ekonomiky jsou nepatrné a růst dovozních cen statků s vyšším stupněm zpracování zůstává utlumený. Měnověpolitická inflace je nadále pod cílem. Ziskové marže zůstávají stlačené a postupný návrat na jejich rovnovážnou úroveň nastane zřejmě od 2Q11 prostřednictvím vyšší dynamiky tržních cen i pomalého růstu nákladů v podnikové sféře.

Nová prognóza předpokládá pro rok 2011 zpomalení růstu efektivní ekonomické aktivity v eurozóně v průměru na hodnoty kolem 2 %. Tahounem tohoto růstu nadále bude především německá ekonomika. Dynamika růstu se přitom koncentruje do první poloviny letošního roku, poté se do výsledků ekonomické aktivity již naplno promítne fiskální konsolidace v jednotlivých členských státech eurozóny. Po přechodném zpomalení v letošním roce hospodářský růst v eurozóně v roce 2012 mírně zrychlí. Spotřebitelské ceny v efektivní eurozóně porostou v letošním roce o 1,9 % a v příštím roce o 2 %. U cen průmyslových výrobců se pak v důsledku pozorovaného zvýšení cen komodit očekává růst na úrovni 2,9 % v letošním roce, v roce 2012 na úrovni 2,3 %. Sazba 3M EURIBOR bude v průběhu letošního roku růst ještě umírněně, ale v jeho závěru se v souvislosti s aktuálním nárůstem inflace očekává její znatelné zvýšení a na konci roku 2012 by tříměsíční sazba měla dosáhnout 1,9 %.

V roce 2010 vzrostla domácí ekonomická aktivita dle našich odhadů o 2,4 %. V letošním roce prognóza očekává snížení tempa růstu na 1,6 % v důsledku souběhu několika faktorů. Ke zpomalení ekonomického růstu přispějí spotřeba domácností a spotřeba vlády, které zpomalí svůj růst, resp. poklesnou z důvodu předpokládaného restriktivního dopadu konsolidace veřejných rozpočtů. Zároveň odezní přechodný vliv investic do zásob a do solárních elektráren z roku 2010. Dynamika vývozu zvolní v reakci na zpomalení růstu zahraniční poptávky. Čistý vývoz bude vlivem výpadku dovozně náročných komponent domácí poptávky (zejména fixních investic a zásob) přispívat k růstu HDP neutrálně (po záporném příspěvku v roce 2010). V příštím roce tempo růstu HDP znatelně zrychlí na 3 % díky zrychlení zahraniční poptávky při postupném oživení domácí poptávky.

Podle nové prognózy se celková inflace bude na celém horizontu prognózy nacházet poblíž inflačního cíle. Na jednu stranu z ní již v 1Q11 z velké části odezní dopady změn nepřímých daní. Na druhou stranu měnověpolitická inflace dále vzroste a bude se spolu s celkovou inflací pohybovat poblíž cíle. K tomu budou přispívat postupně sílící tlaky z domácí ekonomiky spojené se zrychlováním v současnosti nízkého mzdového růstu a postupným zvyšováním marží. Tyto tlaky budou částečně kompenzovány posilováním měnového kurzu, které z hlediska dovozních cen převáží nad vlivem růstu cen v zahraničí. Dovozní ceny proto budou až do konce roku 2011 celkově působit směrem k nižší inflaci. V roce 2012 očekává

prognóza další nárůst domácích nákladových tlaků v důsledku zrychlujícího růstu mezd i ekonomické aktivity.

S prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb poblíž stávající úrovně, následovaná jejich pozvolným růstem od konce roku 2011. Ve 1Q11 by měla úroveň 3M PRIBORu podle základního scénáře dosáhnout 1,3 %. Průměr za dosavadní průběh čtvrtletí a aktuální hodnota ke dni 1.2. dosáhly shodně úrovně 1,2 %. Průměrnou hodnotu rozpětí mezi sazbami 3M PRIBOR a 2T repo předpokládá základní scénář pro 1Q11 ve výši 0,45 p.b., což odpovídá průměru tohoto rozpětí za dosavadní průběh čtvrtletí i jeho aktuální hodnotě k 1.2. V prognóze pak tomu pro 1Q11 odpovídá průměrná hodnota 2T repo sazby na úrovni 0,8 %.

Sekce měnová a statistiky hodnotí **rizika základního scénáře** jako významná, týkající se zejména zahraničního vývoje, a v souhrnu jako **zhruba vyrovnaná.** V průběhu zpracování prognózy byla identifikována obousměrná rizika vývoje zahraničního růstu a proinflační riziko růstu cen komodit, která vedla ke zpracování tří alternativních scénářů. Dále byl zpracován standardní citlivostní scénář kurzu. Následující kapitoly shrnují hlavní argumenty vedoucí k nižším, resp. vyšším úrokovým sazbám, než jsou sazby konzistentní se základním scénářem nové prognózy, a další měnověpolitické úvahy.

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

Ve směru nižších úrokových sazeb může působit aktuální vývoj **měnového kurzu.** Prognóza předpokládá pro 1Q11 kurz na úrovni 24,5 CZK/EUR, což odpovídá průměru kurzu za dosavadní průběh čtvrtletí. Kurz však v posledních dnech a týdnech celkem rychle posiloval a k 1.2. se nacházel na hladině 24,1 CZK/EUR. Při přípravě prognózy byl zpracován obvyklý **kurzový citlivostní scénář** simulující v 1Q11 výkyv kurzu koruny o ±3 % oproti základnímu scénáři při úrokových sazbách v prvním čtvrtletí na úrovni základního scénáře. Podle tohoto scénáře by posílení koruny v 1Q11 na průměrnou hodnotu 23,8 CZK/EUR vedlo v průběhu roku 2011 k poklesu inflace o 0,1 − 0,2 p.b. oproti základnímu scénáři. Implikované úrokové sazby by oproti základnímu scénáři ležely v průběhu tohoto roku o 0,3 – 0,4 p.b. níže, následně by se v průběhu 1H 2012 vracely k sazbám ze základního scénáře prognózy.

Interpretace aktuálního kurzového zhodnocení ovšem není zcela jednoznačná. Popsaný kurzový citlivostní scénář interpretuje aktuální zhodnocování jako nefundamentální krátkodobý kurzový šok, který může být projevem pouhého kolísaní sentimentu trhů vůči české koruně.[1] Alternativním vysvětlením může být fundamentální posilování kurzu v důsledku očekávaného pokračování silného růstu domácího vývozu taženého zatím neutuchající exportní výkonností Německa. V takovém případě by adekvátnější interpretací aktuálního kurzového vývoje byl spíše zpracovaný alternativní scénář vyššího zahraničního růstu, tzv. **„německá lokomotiva“**.[2] V tomto scénáři nedochází k tak výraznému zpomalení zahraničního růstu v roce 2011, s jakým počítá základní scénář. To má jednak pozitivní dopad

[1] Není to přitom tak dlouho, co koruna rychle oslabila na hodnoty 25,3 CZK/EUR z důvodu údajných obav o osud zemí našeho regionu v podmínkách dalšího kola fiskální krize v eurozóně.

[2] Analytici v rámci lednového IOFT i publikace *Consensus Forecasts* ve svých ročních výhledech očekávají sice nepatrně slabší kurz, než předpokládá prognóza ČNB, ale v posledních dnech se podle některých anekdotických zpráv na devizových trzích vůči koruně formuje výrazný „bullish“ sentiment. Je otázkou, zda je tento sentiment pouze psychologickou záležitostí nebo je odrazem narůstající víry trhů právě v realizaci scénáře „německá lokomotiva“.

do domácího HDP[3] a současně dojde skrze zlepšení salda výkonové bilance k rychlejšímu posilování kurzu koruny na celém horizontu prognózy. Dopady do domácí inflace jsou ve výsledku zanedbatelné, neboť protiinflační působení dovozních cen a vyšší domácí inflační tlaky se navzájem kompenzují. Dopad na úrokové sazby je v souladu s vývojem inflace na kratším konci prognózy rovněž zanedbatelný, od začátku roku 2012 reaguje domácí měnová politika na růst zahraničních sazeb zvýšením sazeb domácích o 0,2 – 0,4 p.b. oproti základnímu scénáři.

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

Argumentem v tomto směru může být aktuální vývoj světových cen komodit, dopady jejichž možného dalšího skokového zvýšení jsou popsány ve zpracovaném alternativním scénáři **„vyšších cen komodit“**. Závěry tohoto scénáře pro aktuální měnověpolitické rozhodování jsou však podmíněny implicitním předpokladem z globálního modelu NiGEM, že by světové centrální banky reagovaly na další nárůst cen komodit včas a standardním způsobem, tj. s cílem zabránit inflačnímu výkyvu. To nepovažujeme v současné situaci za zdaleka jisté. Globálním měnovým podmínkám ve vztahu k uvedenému scénáři vyšších cen komodit se proto v širších souvislostech věnujeme v další části tohoto MPD.

4. Další měnověpolitické úvahy

a) Poměrně výrazná nejistota kolem předpokladů základního scénáře ohledně budoucího zahraničního ekonomického vývoje dala vzniknout třem alternativním scénářům. Očekáváme, že významný vliv na měnověpolitické rozhodování ČNB může mít v příštích čtvrtletích vývoj **cen komodit a postoj klíčových centrálních bank, tj. Fedu a ECB,** k tomuto vývoji. I vlivem předchozího rozsáhlého dodávání likvidity do ekonomiky USA a eurozóny totiž světové ceny komodit vzrostly, když se jedním z tahounů poptávky po komoditách stávají – vedle fundamentálních faktorů v podobě růstu poptávky v rozvíjejících se ekonomikách a některých jednorázových vlivů – zřejmě i spekulativní nákupy finančních investorů. Pokud by růst cen komodit dále eskaloval, vytvořil by riziko pro udržení cenové stability v globálním měřítku. Takový vývoj je popsán ve zpracovaném alternativním scénáři **„vyšších cen komodit“**. Ten zachycuje situaci, kdy na primární i sekundární inflační dopady dále rostoucích cen komodit v této simulaci reagují zahraniční měnověpolitické autority okamžitě rychlým růstem měnověpolitických sazeb (dle scénáře v rozsahu 0,4 – 0,7 p.b. v letech 2011 i 2012). V této situaci vede alternativní scénář k vyšším domácím úrokovým sazbám oproti základnímu scénáři v letech 2011 a 2012 , a to o 0,2 – 0,5 p.b..

Otázkou ovšem je (vedle toho, zda ceny surovin opravdu takto dále vzrostou), **zda by v realitě ke zpřísnění politiky ECB a Fedu** skutečně došlo tak rychle a tak razantně. ECB sice svou rétoriku posunula „jestřábím“ směrem, zatím ale zrychlující inflaci považuje za nákladově taženou, a tudíž za přechodnou, a komunikuje tak, že trhy neočekávají začátek zvyšování jejích sazeb dříve než na konci roku 2011.[4] Fed podle svých nejčerstvějších

[3] S rostoucí zahraniční poptávkou roste domácí HDP v roce 2011 a 2012 oproti základnímu scénáři rychleji o zhruba 1 p.b.

[4] Současně ECB trvá na tom, že opouštění nástrojů nekonvenční měnové politiky je v jejích úvahách o budoucím zpřísňování měnových podmínek separováno od plánů na zvyšování základních úrokových sazeb. Bankovní sektor eurozóny přitom svou klesající poptávkou po likviditě z mimořádných operací ECB posouvá tržní

vyjádření hodlá pokračovat v kvantitativním uvolňování měnové politiky, přičemž trhy očekávají první zvýšení jeho úrokových sazeb až na začátku roku 2012.[5] V této souvislosti se objevují úvahy různých ekonomů (prezentované např. na meetingu WP3 OECD, na světovém ekonomickém fóru v Davosu apod.), že současné nastavení globálních měnových podmínek již není adekvátní.[6]

Zejména **přespříliš uvolněná měnová politika Fedu**, který od globálních proinflačních dopadů svého jednání skrze světové ceny komodit sám abstrahuje s poukazem na jádrovou inflaci, by přitom mohla představovat negativní externalitu pro celosvětovou inflaci a měnovou politiku jiných centrálních bank. Pro centrální banky cílující inflaci vč. ČNB by zvyšování úrokových sazeb v situaci uvolněných globálních měnových podmínek nejspíš vedlo k prudkému posilování kurzu (zejména pokud by se ke zvyšování sazeb nepřidala ECB), které by mohlo utlumit nárůst inflace z důvodu světových cen komodit. Pokud by však nakonec tento nárůst cen komodit nenastal, takovéto posílení kurzu by znamenalo podstřelení cíle inflace a nadměrně přísnou měnovou politiku, navíc v situaci fiskální restrikce. Jde tedy vlastně o úvahu, **co je větší/nákladnější měnověpolitickou chybou**, resp. co má větší negativní dopad do reputace centrální banky. **V případě čekání na reakci Fedu** (i ECB) může dojít ke globálnímu zpřísnění měnové politiky příliš pozdě a cenová bublina na komoditních trzích může vyhnat inflaci ve světě i u nás velmi rychle poměrně vysoko. Následná měnověpolitická korekce pak bude muset být velmi rychlá s tím, že se výraznějšímu přestřelení cíle se možná stejně nepodaří zabránit a půjde jen o udržení reputace a zabránění sekundárním inflačním tlakům. Takovou situaci jsme již konec konců zažili v letech 2007 a 2008. **Opačná chyba může nastat, pokud je potenciál pro budoucí růst světových cen komodit nižší, než se aktuálně obáváme**, k žádné bublině a eskalaci globálních inflačních tlaků nedojde a preventivní zpřísnění domácí měnové politiky by bylo zbytečné. V takovém případě hrozí neadekvátní posílení kurzu, větší než očekávané zpomalení hospodářského růstu a podstřelení inflačního cíle. Takovou zkušenost jsme naopak udělali v letech 2004-2006, kdy se tehdy poměrně racionálně očekávané zpřísňování měnové politiky ve světě nedostavilo a (započaté plus dále do budoucna avizované) zvyšování domácích úrokových sazeb vedlo k rychlému posilování koruny, záporné mezeře výstupu a opakovanému podstřelování inflačního cíle.

Posouzení toho, která z výše uvedených dvou měnověpolitických chyb by byla případně nebezpečnější**, je především na bankovní radě**. Sekce měnová a statistiky se nicméně domnívá, že **chyba vyplývající z předčasného a/nebo neadekvátního preventivního zpřísněné měnové politiky by byla větší, než případné přestřelení inflačního cíle** v důsledku pozdní reakce měnové politiky. Tento názor odráží skutečnost, že korekci chyby v případě skokového nárůstu cen komodit považujeme z historického pohledu za snáze proveditelnou než zvrácení prudkého posilování kurzu koruny, a zároveň i méně nákladnou

úrokové sazby pozvolna směrem vzhůru a k autonomnímu zpřísňování měnové politiky tak v eurozóně de facto již dochází.

[5] Z pohledu Fedu je aktuálně rostoucí inflace daná růstem cen komodit a po jejich očištění se ukazuje, že jádrová inflace je naopak v sestupném trendu a střednědobá inflační očekávání jsou stabilní. Duální mandát Fedu současně vede k tomu, že při nastavování měnové politiky hledí i na ekonomický růst a zejména na vývoj nezaměstnanosti. Růst ekonomiky přitom Fed považuje za pomalý na to, aby dokázal snížit přetrvávající vysokou nezaměstnanost.

[6] Některé komentáře poukazují na kontrast mezi lepším než očekávaným vývojem reálné ekonomiky a děním na finančních trzích. Dle těchto názorů oživení pokračuje a konjunktura postupně přechází do samoudržitelné fáze tažené domácí poptávkou, když měnové a úvěrové agregáty opět rostou. Někteří pozorovatelé vyslovili názor, že držet nízké úrokové sazby v době konjunktury a při inflaci nad cílem ECB (pozn.: v prosinci 2010 dosáhla meziroční míra inflace v eurozóně 2,2 %) není v souladu s cílem cenové stability.

z hlediska reputačního (ceny komodit lze prezentovat jako neočekávaný exogenní šok, zatímco posílení kurzu podpořené změnou domácích úrokových sazeb nikoli).

b) Nelze samozřejmě vyloučit ani další varianty zahraničního ekonomického vývoje a/nebo jejich vzájemné kombinace. Jednou z možných variant vývoje ekonomického růstu eurozóny je jeho silný útlum z titulu **prohloubení dluhové krize.**[7] Tento vývoj a jeho dopady byly popsány v příslušném alternativním scénáři. S dluhovou krizí související propad důvěry spotřebitelů a podniků a následně vynucená výraznější fiskální restrikce by znamenaly zpomalení tempa růstu HDP v zemích eurozóny s negativními dopady na českou ekonomiku. Dopady tohoto rizika byly kvantifikovány alternativním scénářem předpokládajícím o 1 p.b. nižší celoroční růst zahraniční ekonomické aktivity. Tento nižší růst vede k poklesu zahraničních sazeb v roce 2011 o 0,1 – 0,3 p.b. a ovlivňuje 3M PRIBOR, nejprve jeho mírným zvýšením (vlivem slabšího kurzu koruny) a následně od konce roku 2011 poklesem o 0,1 – 0,5 p.b. vůči základnímu scénáři. Zejména vlivem poklesu čistého vývozu celkové tempo růstu domácího HDP výrazně klesá v letošním i příštím roce zhruba o 0,5 – 2,0 p.b. Domácí inflace se oproti základnímu scénáři téměř nemění.

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **prosincovém zasedání** (22.12.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 0,75 %. Rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno. Z *dotazníků IOFT* (15.12.) vyplývalo, že na prosincovém zasedání BR ČNB všech dvanáct analytiků předpokládalo stabilitu základních sazeb ČNB. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 1,00 až 1,75 % (medián 1,25 %). Ze šetření *agentury Thomson Reuters* (16.12.) vyplývalo, že na prosincovém zasedání BR ČNB všech devatenáct analytiků předpokládalo stabilitu základních sazeb. Očekávání v delším horizontu byla rozložena takto: zvýšení v 1Q11 (1 analytik), zvýšení ve 2Q11 (9 analytiků), zvýšení v 1H11 (3 analytici), zvýšení ve 3Q11 (4 analytici), zvýšení ve 4Q11 (1 analytik), žádná změna (1 analytik). Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 0,75 až 2,00 % (medián 1,25 %).

Na tiskové konferenci po měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB M. Singer oznámil, že pro stabilitu základních sazeb hlasovalo šest členů BR, jeden člen hlasoval pro zvýšení repo sazby o 0,25 p.b. Guvernér uvedl, že stávající prognóza se potvrzuje, její rizika byla označena za vyrovnaná. Protiinflačním rizikem je nižší než očekávaný růst nominálních mezd. Proinflačně naopak působí rostoucí světové ceny komodit a lehce slabší kurz koruny. Kromě toho existují i poměrně významné nejistoty, které se mohou materializovat do rizik; ty by pak centrální banku mohly přimět ke změně úrokových sazeb (směrem nahoru či dolů) dříve, než očekává stávající prognóza. Největším zdrojem nejistot je vnější prostředí, konkrétně dluhová krize některých zemí eurozóny, německá ekonomika tažená nikoli Evropou, ale novými trhy v jihovýchodní Asii, a ceny komodit. Podle guvernéra je velmi obtížné předvídat vývoj těchto faktorů.

[7] Vyloučit se rovněž nedá situace, kdy scénář „německá lokomotiva“ (kombinovaná event. dále s vyššími světovými cenami komodit) plynule či náhle přejde do scénáře „prohloubení dluhové krize“ s vyústěním do další fáze hospodářského zpomalení v zemích našich hlavních obchodních partnerů i v české ekonomice.

Během ledna se několik členů BR vyjádřilo k budoucímu nastavení měnové politiky (viz Tabulka). Co do počtu přitom převažovala vyjádření jdoucí ve směru budoucího zvyšování základních sazeb ČNB.

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR stagnovaly, sklon **výnosové křivky** sazeb PRIBOR zůstává rostoucí (viz Graf 2). Sazby FRA se jen lehce zvýšily. Tržní trajektorie sazeb 3M PRIBOR se (kromě nejkratšího horizontu) pohybuje nad trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem nové prognózy, přičemž s prodlužujícím se horizontem se odchylka zvyšuje (viz Graf 4). Pravděpodobným důvodem je trhem očekávaný vyšší výhled repo sazby.

Sazby IRS od posledního zasedání BR zaznamenaly nárůst. Výnosová křivka sazeb IRS je rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 1,3 p.b., spread 10R-1R činí 1,8 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (14.1.) vyplývá, že na únorovém zasedání BR ČNB všech dvanáct analytiků předpokládá stabilitu základních sazeb ČNB. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybují v rozmezí 1,00 až 1,75 % (medián 1,25 %).

Ze šetření agentury Thomson Reuters (28.1.) vyplývá, že na únorovém zasedání BR ČNB všech osmnáct analytiků předpokládá stabilitu základních sazeb. Očekávání v delším horizontu jsou rozložena takto: zvýšení ve 2Q11 (10 analytiků), zvýšení ve 3Q11 (6 analytiků), zvýšení ve 4Q11 (2 analytici). Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 1,00 až 1,75 % (medián 1,25 %).

Analytici v rámci lednového šetření IOFT očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 24,0 CZK/EUR, tj. o 1,9 % vzhledem k průměru za 1Q11 do 1.2. Analytici v rámci šetření FECF předpokládají ve stejném horizontu posílení o 1,1 % na 24,2 CZK/EUR. Základní scénář prognózy očekává pro 1Q12 kurz na úrovni 23,9 CZK/EUR.

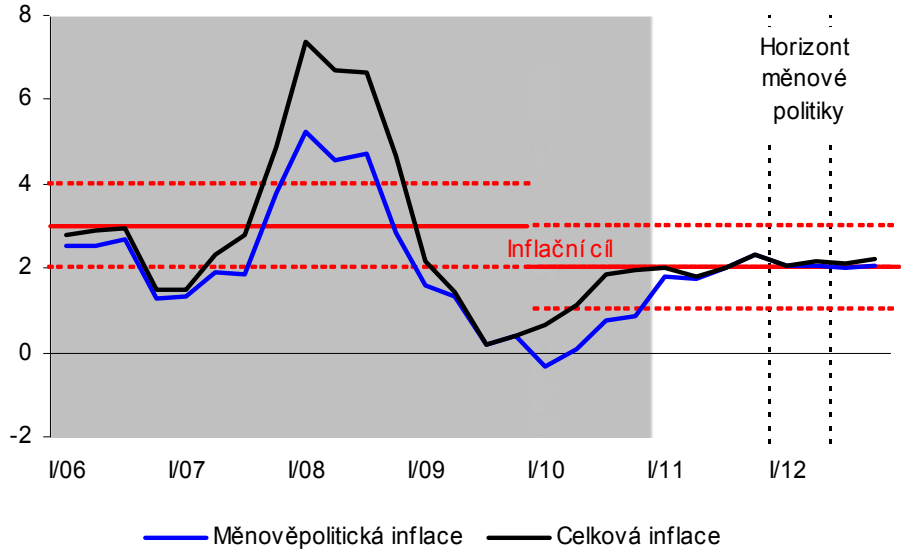
Tabulka: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

12.1.	P. Řežábek (Reuters)	Poslední čísla o inflaci hovoří o tom, že (měnověpolitická) reakce by mohla být rychlejší, než bylo původně avizováno v situačních zprávách… Poslední čísla, co se objevují, naznačují, že česká ekonomika si vede lépe, nežli kdokoli očekával. I výhled pro Evropu je o něco optimističtější, a jediná nejistota tak jsou problémy rozpočtu a veřejných financí v rámci Evropské unie.
13.1.	P. Řežábek (Brněnský deník)	Já si myslím, že čas na nadechnutí českým podnikům při takto nízkých sazbách byl dán, protože ty sazby na takto nízkých rekordních úrovních jsou již po relativně hodně dlouhou dobu. S ohledem na to, že poslední dvě snížení (sazeb) nebyla mnou preferovaná varianta, tak já se kloním spíš k tomu, že takto historicky nízké sazby by už dlouho být neměly.
25.1.	M. Singer (Hospodářské noviny)	Odchylky od toho, co jsme čekali, jsou malé. Ale jsou. A mně se zdá, že začínají jít směrem proinflačním.
25.1.	E. Zamrazilová (iHNED.cz)	Myslím si, že hlavní devizou malé a otevřené ekonomiky je celková makroekonomická a finanční stabilita... a částí tohoto systému stability je podle mne i neutrální nastavení měnové politiky. Neutrální sazbu v současných podmínkách vidím někde mezi hodnotou 1 až 1,5 procenta… Současné nastavení sazeb bylo adekvátní krizové situaci, nyní je třeba dát jasný signál, že krize skončila.

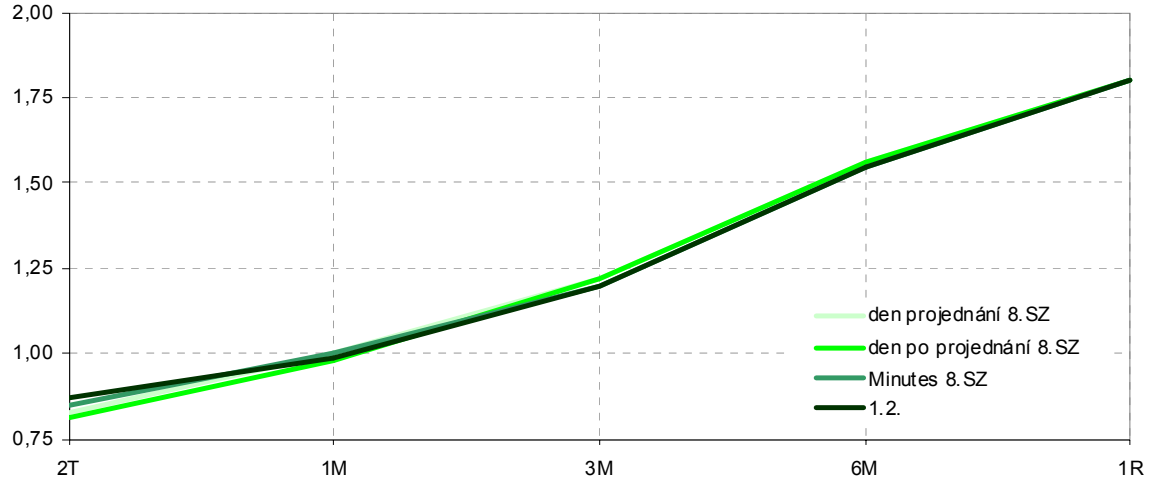
6. Měnověpolitické doporučení SMS

SMS doporučuje na únorovém měnověpolitickém zasedání bankovní rady **ponechat úrokové sazby na stávající úrovni.**

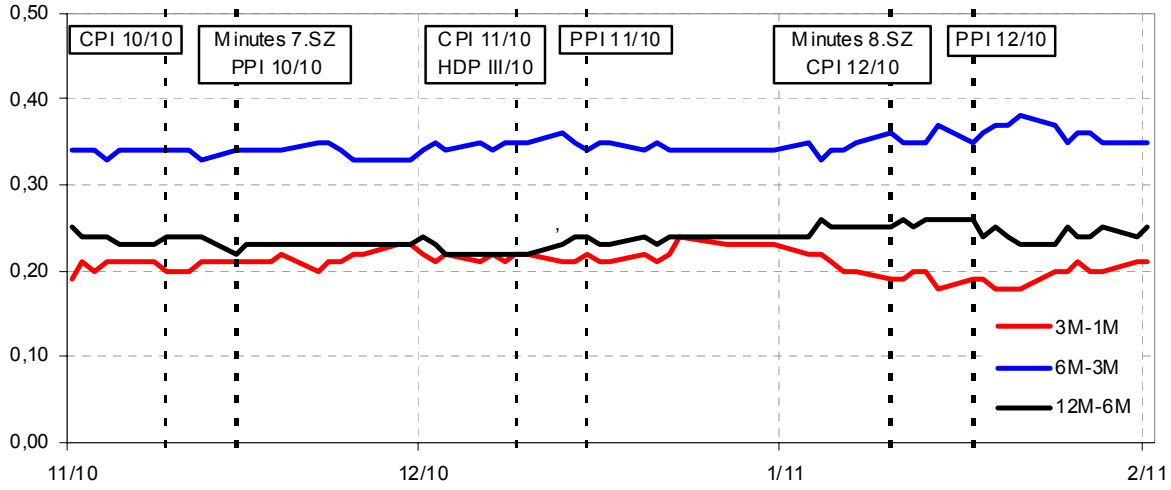
Graf 1: Prognóza inflace z 1. SZ 2011 a cílové pásmo



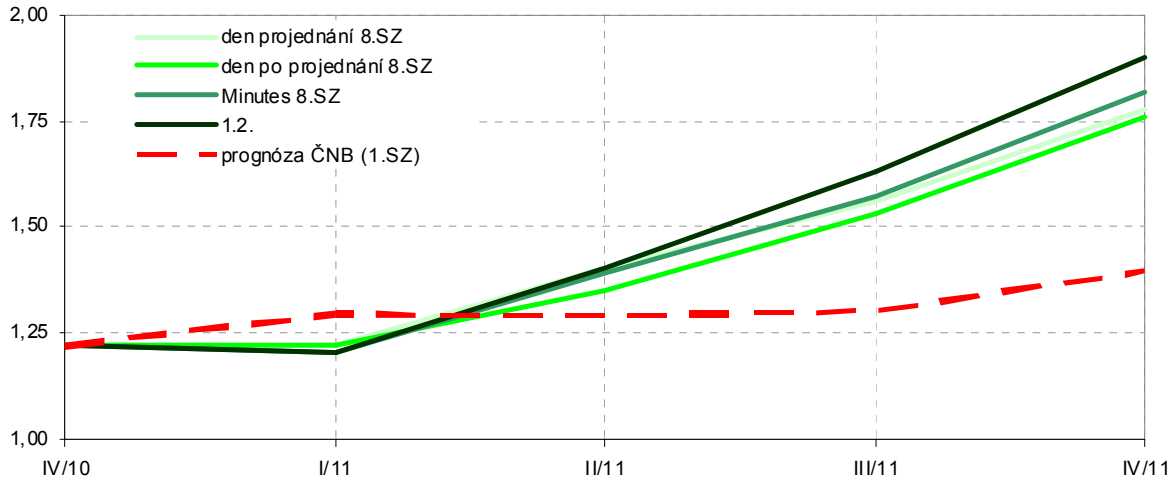
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



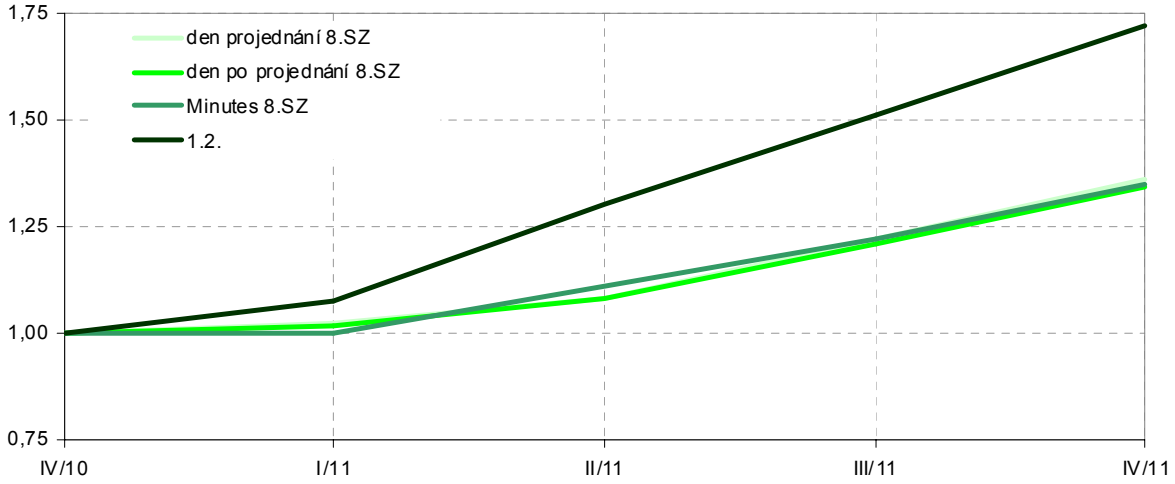
Graf 3: Úroková rozpětí – PRIBOR



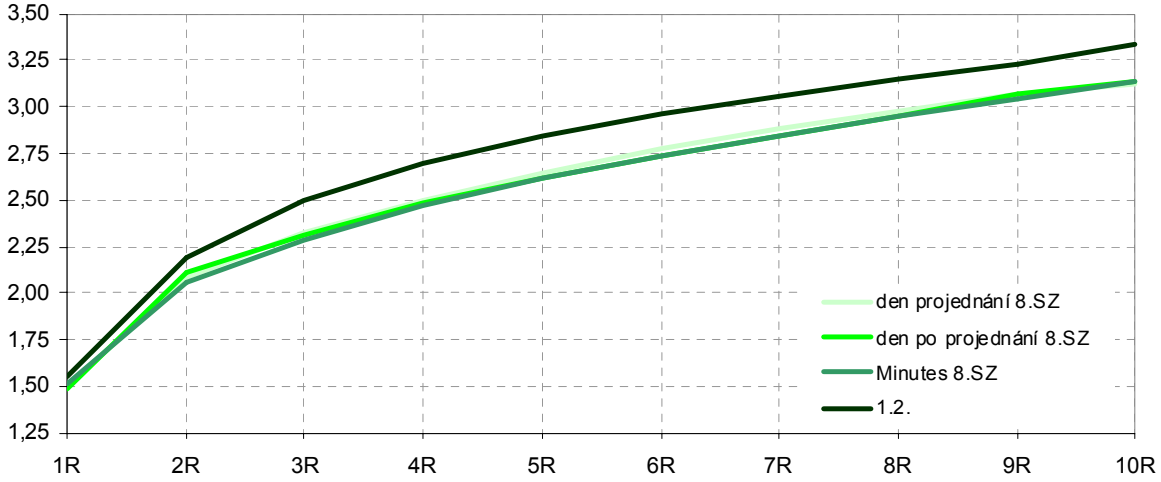
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



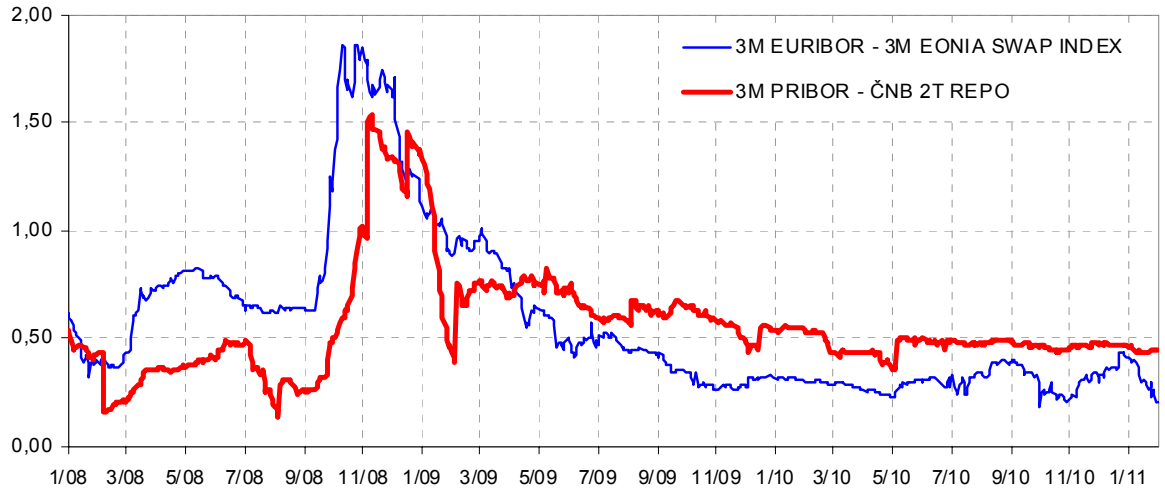
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



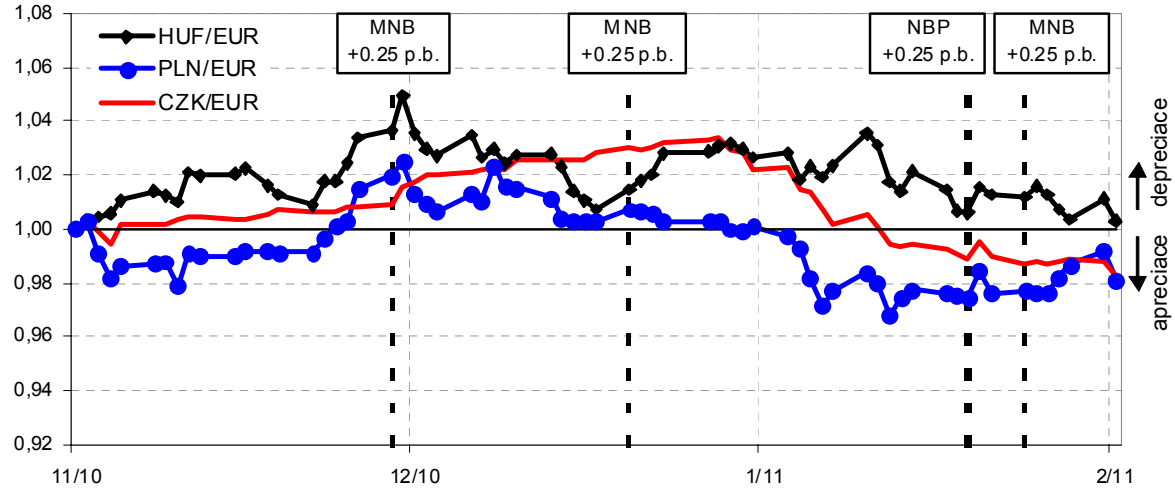
Graf 6: IRS CZK



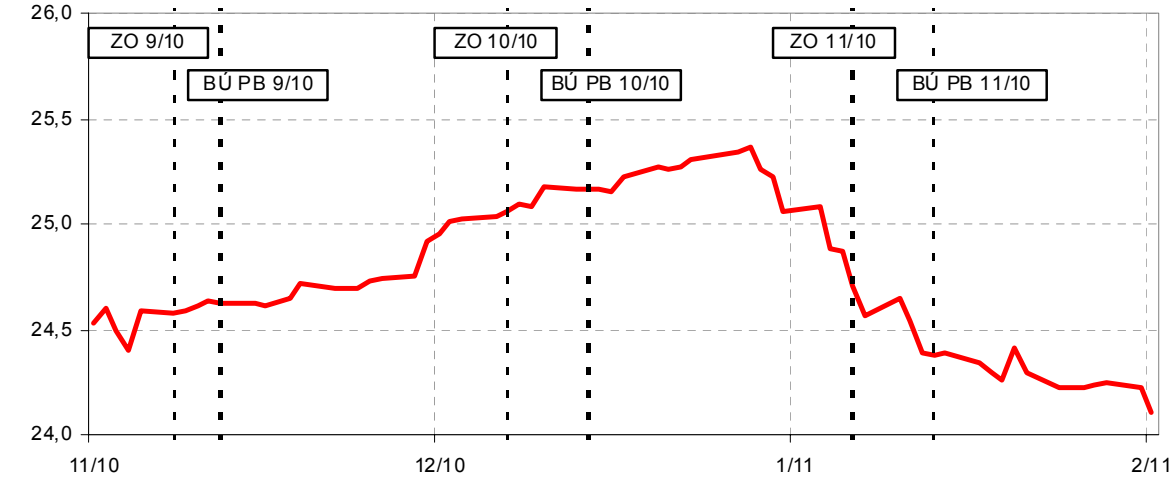
Graf 7: Úroková rozpětí v ČR a eurozóně



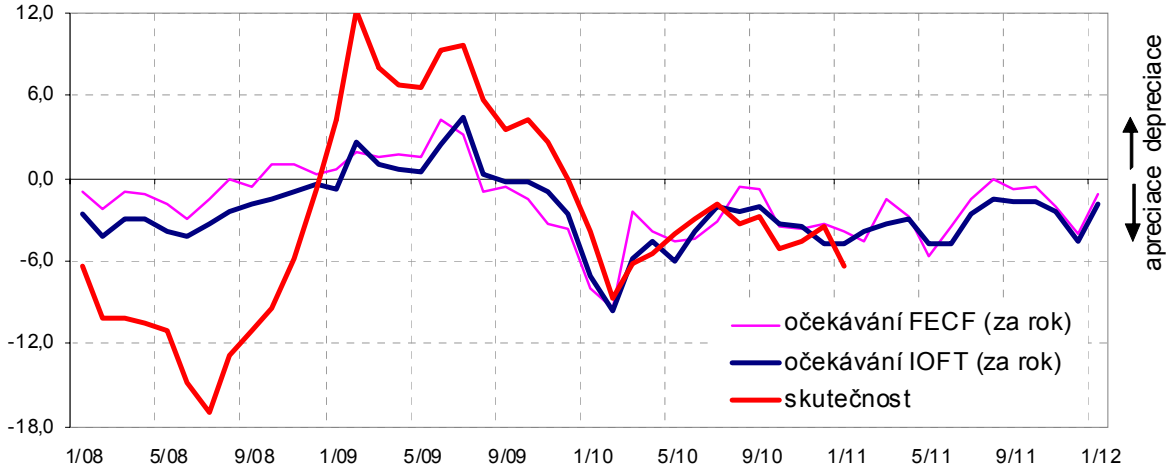
Graf 8: Kurzy středoevropských měn (1.11. = 1.0)



Graf 9: Kurz CZK/EUR

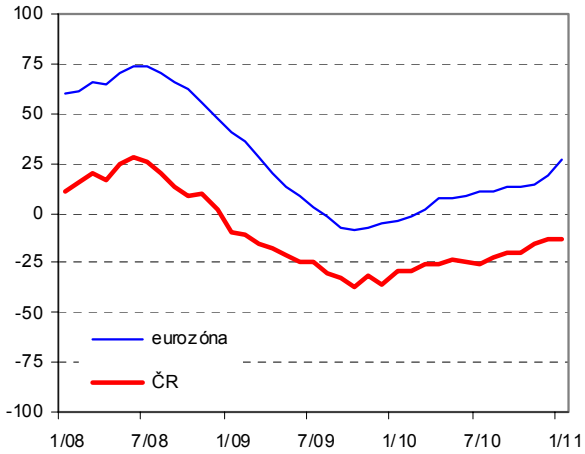


Graf 10: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

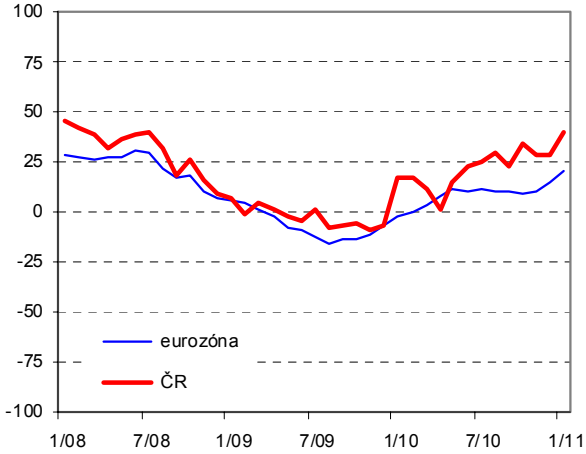


Graf 11: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

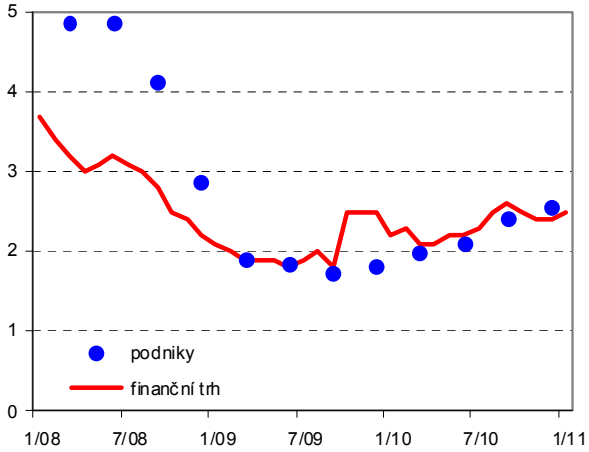


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

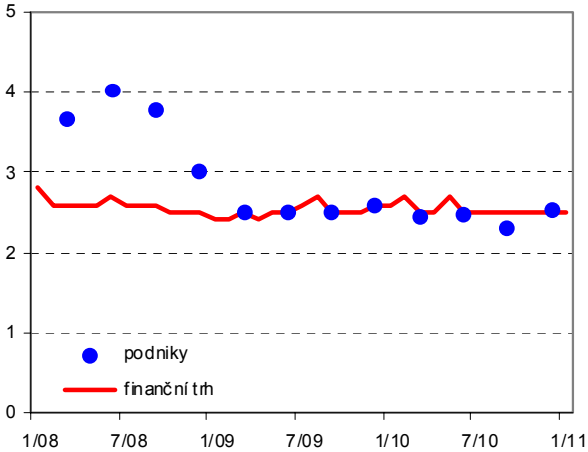


Graf 12: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

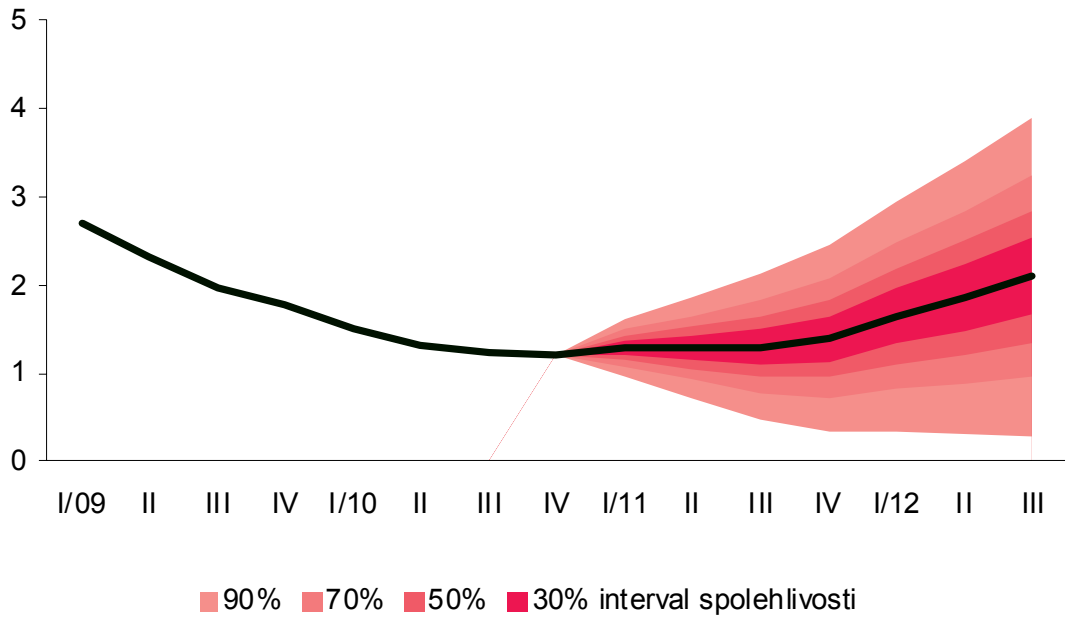
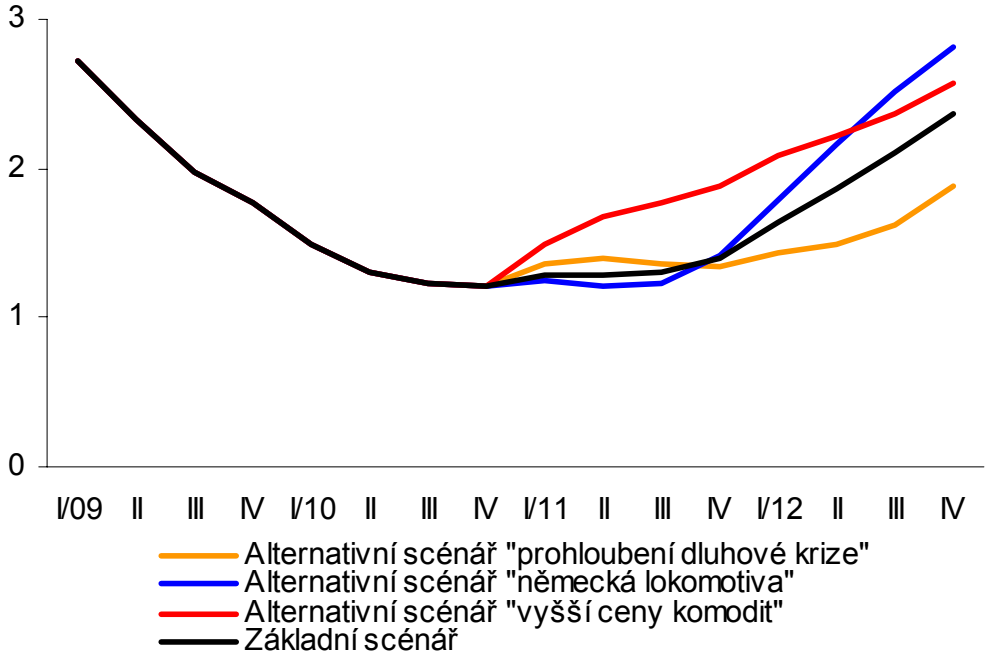
Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



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



Graf 14: Alternativní scénáře úrokových sazeb (3M PRIBOR v %)