

Měnověpolitické doporučení pro 6. SZ 2011

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář prognózy z 5. SZ 2011

Východiskem pro zářijové měnověpolitické rozhodování je *makroekonomická prognóza z 5. SZ 2011*. Následující odstavce ve stručnosti rekapituluji počáteční podmínky, předpoklady a hlavní kontury stávající prognózy.

Česká ekonomika v prvním čtvrtletí letošního roku zrychlila svůj růst, který byl doposud tažen čistým vývozem a investicemi do zásob. Ve druhém čtvrtletí však započalo zpomalování hospodářské dynamiky. Zdrojem inflace byly v posledních čtvrtletích především dovozní ceny, potažmo světové ceny komodit. Domácí inflační tlaky jsou zatím nevýrazné, když růst mezd zůstává – i přes dílčí zrychlení – umírněný a domácí poptávka utlumená. Celková a měnověpolitická inflace se pohybují nepatrně pod cílem ČNB.

Podle předpokladů stávající prognózy (červencový Consensus Forecasts a tržní výhledy zahraničních veličin) mělo tempo ekonomického růstu v efektivní eurozóně ve druhém čtvrtletí letošního roku zpomalit a za celý rok 2011 měl hospodářský růst v eurozóně dosáhnout 2,8 %. V příštích dvou letech pak jeho dynamika měla zvolnit na 2,2 %. Růst cen průmyslových výrobců v eurozóně v letošním roce měl přesáhnout 5 % a v příštích dvou letech zpomalit na 2,5 %. Očekávaná trajektorie tříměsíční sazby EURIBOR byla i nadále rostoucí, výrazně se však snížil její sklon, neboť se zvýšila nejistota ohledně budoucího vývoje dluhové krize v eurozóně. Po červencovém posílení kurzu eura vůči dolaru se na prognóze očekávalo postupné oslabování eura. Tržní výhled dolarových cen ropy předpovídal jejich velmi pozvolný pokles od závěru letošního roku.

Základní scénář prognózy zapracoval plánované zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 % v lednu 2012 a následné sjednocení obou sazeb DPH od roku 2013 na 17,5 %. Prognóza předpovídá, že česká ekonomika za celý letošní rok nepatrně zpomalí svůj růst na 2,1 %, přičemž v průběhu roku bude jeho tempo postupně klesat v důsledku odeznění investic do zásob a vlivem fiskální konsolidace. Zdrojem růstu bude zejména čistý vývoz, i když postupně se začne projevovat zpomalování zahraniční poptávky. V roce 2012 poroste domácí ekonomika přibližně stejným tempem jako v letošním roce, když ji bude brzdit zpomalení hospodářského růstu v zahraničí a pokračující, byť mírnější, domácí fiskální restriktce. K robustnějšímu oživení dojde až v roce 2013.

Celková inflace se v důsledku zvýšení DPH v roce 2012 dočasně dostane mírně nad 3 %, od začátku roku 2013 se opět vrátí k inflačnímu cíli. Měnověpolitická inflace se na celém horizontu prognózy bude pohybovat poblíž cíle. K jejímu mírnému zvýšení oproti současným hodnotám budou vedle regulovaných cen přispívat postupně sílící tlaky z domácí ekonomiky spojené se zrychlováním mzdového růstu a v delším horizontu též s robustnějším oživením ekonomické aktivity. Prognóza předpokládá postupné posilování kurzu koruny vůči euru v důsledku příznivého výhledu čistého vývozu, poklesu rizikové prémie vlivem fiskální konsolidace a v delším horizontu obnovení dlouhodobé reálné konvergence.

S prognózou je konzistentní přibližná stabilita tržních úrokových sazeb na začátku prognózy a jejich postupný růst od přelomu let 2011 a 2012.¹ Ve 3Q11 tomu odpovídá hodnota sazeb 3M PRIBOR ve výši 1,2 %, přičemž průměr této sazby za dosavadní průběh čtvrtletí do 20.9. dosahuje stejné hodnoty. Ve 4Q11, kam převážně dopadne zářijové rozhodnutí o úrokových sazbách, by měl podle prognózy 3M PRIBOR dosáhnout 1,3 %. Prognóza předpokládá nejprve stabilitu rozpětí 3M PRIBOR–2T repo na úrovni kolem 0,44 procentního bodu a od začátku roku 2012 jeho pozvolný pokles na hodnotu 0,3 procentního bodu. Výše uvedenému odpovídá v prognóze jedno zvýšení dvoutýdenní repo sazby o 0,25 procentního bodu ve čtvrtém čtvrtletí 2011.

Sekce měnová a statistiky hodnotí v 6. SZ **celkovou bilanci rizik stávající prognózy jako mírně protiinflační, u úrokových sazeb jde riziko stávající prognózy výrazně směrem dolů**. Následující kapitoly shrnují hlavní argumenty vedoucí k nižším, resp. vyšším úrokovým sazbám, než jsou sazby konzistentní se základním scénářem stávající prognózy, a další měnověpolitické úvahy.

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

Výrazným rizikem v tomto směru je podstatně nižší výhled **zahraničních úrokových sazeb**² ve srovnání s předpoklady stávající prognózy. ECB v reakci na zvýšenou nejistotu na finančních trzích obnovila neomezené dodávání šestiměsíční likvidity bankám za fixní sazbu.³ To přispělo k poklesu trhy očekávaných úrokových sazeb 3M EURIBOR, a to až pod aktuální výši hlavní refinanční sazby ECB. Pod tíhou prohlubující se dluhové krize v eurozóně a kvůli rostoucím obavám z možného návratu ekonomické recese dochází v případě trajektorie implikovaných sazeb 3M EURIBOR k výraznému přehodnocení směrem dolů na celém horizontu prognózy, přičemž do poloviny roku 2012 dosahuje trajektorie úrokových sazeb dokonce záporného sklonu. To má vzhledem k silné vazbě mezi domácími a zahraničními úrokovými sazbami zásadní vliv na přehodnocení výhledu domácí měnové politiky (viz též části 4 a 6 tohoto MPD). Podle výsledků simulace příslušného bodu v GRIPu se trajektorie 3M PRIBORu vlivem zahrnutí aktuálních předpokladů o vývoji vnějšího prostředí snižuje ve výhledu na nejbližší rok o necelých 0,6 p.b. ve srovnání se stávající prognózou.

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

Možným rizikem prognózy ve směru vyšších úrokových sazeb je vývoj **kurzu koruny**. Ten by měl na prognóze posilovat vlivem rostoucích čistých exportů, obnovení reálné konvergence a poklesu rizikové prémie země. Všechny uvedené faktory jsou pochopitelně na prognóze zatíženy nejistotou, jež je dále zesilována aktuálním děním v eurozóně. Průměrný kurz za dosavadní průběh třetího čtvrtletí do 20.9. (24,34 CZK/EUR) je o cca 0,6 % slabší ve

¹ Na primární dopady změn nepřímých daní je standardně uplatněn institut výjimek a úrokové sazby na ně v prognóze nereagují.

² Simulace příslušného bodu v GRIPu vychází z dat srpnové publikace Consensus Forecasts a tržních výhledů odečtených začátkem září. Zapracování zářijového vydání CF, které bylo k dispozici až po uzavření prací na 6. SZ, a aktuálních tržních výhledů ale na směru a rozsahu diskutovaného rizika pro budoucí vývoj domácí inflace a úrokových sazeb nic významného nemění. V případě HDP však zářijový výhled zahraničních veličin zvýrazňuje rizika směrem k nižšímu růstu.

³ Následně ECB ve spolupráci s Fedem, BoE, BoJ a SNB avizovala na poslední čtvrtletí letošního roku provedení tří dolarových dodávacích repo operací se splatností tři měsíce.

srovnání s prognózou na toto čtvrtletí (24,20 CZK/EUR). Z hlediska bilance rizik prognózy zachycené v GRIPu je toto (plus mírně rychlejší růst mezd ve 2Q2011) kompenzováno nižší domácí inflací a pomalejším růstem HDP. Ovšem v září začal kurz CZK/EUR výrazněji oslabovat, přičemž aktuálně (k 20.9.) se nachází poblíž 24,60 CZK/EUR, což zvýrazňuje proinflační riziko z této oblasti. Obdobná situace nastala i u kurzu CZK/USD, kde je silnější dolar faktorem působícím proti klesajícímu výhledu světových cen energetických surovin z hlediska jejich přenosu do našich dovozních cen. Pokud by kurz koruny vůči oběma uvedeným měnám setrval na slabších hodnotách či dokonce dále oslaboval, pak by do budoucna nekompenzoval očekávané domácí inflační tlaky v takové míře, jak předpokládá prognóza. Reakci ČNB na případný odklon vývoje kurzu od prognózy popisuje zpracovaný standardní citlivostní scénář kurzu z 5. SZ. Ten ukazuje, že v reakci na 3% oslabení kurzu koruny vůči euru ve 3Q11 se úrokové sazby 3M PRIBOR nacházejí o 0,3 procentního bodu výše ve srovnání se základním scénářem počínaje 4Q11.⁴

4. Další měnověpolitické úvahy

a) V poslední době se výrazně snižují výhledy zahraničních úrokových sazeb. Tyto změny odrážejí spíše současnou **evropskou dluhovou krizi** a její vnímání finančními trhy, než že by se v nich promítal očekávaný – zatím stále umírněně optimistický – výhled vývoje standardních veličin jako je inflace, HDP, kurz USD/EUR apod.⁵ To samo o sobě, jak jsme zmínili už v minulém MPD, vytváří externalitu pro měnovou politiku v okolních státech včetně ČR. Vedle toho však může úporná dluhová krize, na jejíž rozuzlení trhy čekají již dost dlouhou dobu, skokovým způsobem negativně ovlivnit vývoj reálné ekonomiky v zemích eurozóny podobně, jako tomu bylo před třemi lety po pádu Lehman Brothers. Stejně jako tehdy se i nyní zhoršuje sentiment firem a domácností, narůstají obavy z eskalace problémů a nedůvěra ve finančním sektoru. Hrozí vznik negativního zacyklení mezi fiskálem – finančním sektorem a reálnou ekonomikou.⁶ V případě příchodu další fáze recese by pravděpodobnou reakcí měnové politiky v eurozóně bylo její opětovné uvolnění a pokles úrokových sazeb EURIBOR. Pak by se pokles zahraniční ekonomické aktivity a úrokových sazeb pochopitelně negativně projevil i ve vývoji české ekonomiky a v tlaku na snížení domácích sazeb. V případě výrazně nespojitého vývoje bychom však patrně byli svědky též nepředvídatelných pohybů na finančních trzích s vlivem na vývoj kurzu koruny, který by mohl v případě jejího výrazného nefundamentálního oslabení tlumit tendence ke snižování domácích úrokových sazeb (a vice versa v případě posílení kurzu).

b) Vývoj zahraničních úrokových sazeb a z toho vyplývající tlaky na pokles očekávané trajektorie domácích sazeb jsou výzvou i pro **komunikaci měnové politiky** ČNB. Její představitelé dosud v souladu s prognózou většinově komunikovali očekávanou stabilitu

⁴ Naše úvaha vychází z toho, že dosavadní vývoj kurzu je dán spíše běžnou volatilitou finančních trhů a častými (i protisměrnými) změnami sentimentu mezinárodních investorů. Kurzový scénář proto popisuje tento vývoj s využitím simulace jednorázového nefundamentálního kurzového šoku. Pokud by však došlo k eskalaci dluhové krize v eurozóně a nástupu další fáze ekonomické krize (viz část 4 tohoto MPD), pak by to mohlo vést k výraznému a trvalejšímu oslabení kurzu koruny, které by však již bylo potřeba interpretovat právě v kontextu výrazně negativně změněného ekonomického a měnového vývoje doma i v zahraničí.

⁵ Lze se domnívat, že aktuální výhled těchto makroekonomických veličin je ve větší míře odražen v předpovědi trajektorie sazeb 3M EURIBOR dle analytiků oslovených CF09. U ní dochází také ke snížení, avšak oproti tržním výhledům zůstává úroveň sazeb zřetelně vyšší, když na konci roku 2011 se dle CF09 očekává hodnota mezibankovní sazby eurozóny na úrovni 1,6 %, a v polovině roku 2012 pak na hodnotě 1,7 %.

⁶ Pozitivní skutečností je však fakt, že na rozdíl od roku 2008 se prozatím do ČR nepřelévá nárůst úrokového rozpětí na mezibankovním trhu v eurozóně (viz Graf 7).

sazeb na stávající úrovni v nejbližších měsících a jejich postupný růst od přelomu let 2011 a 2012. Z nynějšího vývoje však vyplývá významné prodloužení období stability a nelze vyloučit ani nutnost snížení sazeb. Tomu by se měla přizpůsobit komunikace ČNB (viz komunikační doporučení v části 6 tohoto MPD). Už nyní se výhled úrokových sazeb FRA pohybuje pod prognózovanými sazbami, přičemž s prodlužujícím se horizontem se odchylka zvyšuje. Pravděpodobným důvodem je trhem očekávaný nižší výhled repo sazby. Výhled sazeb FRA v horizontu devíti měsíců leží nepatrně pod aktuálním 3M PRIBOREm, což naznačuje, že trh nevyklučuje pokles sazeb, i když mu zatím přisuzuje velmi malou pravděpodobnost.

c) V oblasti domácí **fiskální politiky** identifikujeme i nadále nejistoty ohledně přijímání a dopadů plánovaných konsolidačních a reformních opatření, přičemž v posledních týdnech došlo ke schválení (resp. znovuschválení) několika důležitých zákonů poslaneckou sněmovnou (zejména jde o schválení změny sazeb DPH, důchodové reformy, změn ve stavebním spoření, úsporných opatření v působnosti MPSV).

Přes výrazný postup v legislativním procesu přetrvává určitá nejistota ohledně finální podoby úprav sazeb DPH, neboť se v souvislosti s přípravou vládního návrhu státního rozpočtu na příští rok opakovaně objevují návrhy na rychlejší sjednocení obou sazeb DPH, a to na vyšší než dosud uvažované hladině. Tyto úvahy nejsou nové, a proto SMS v rámci přípravy minulého MPD zpracovala měnověpolitický experiment s předpokladem sjednocení DPH na 19 % již od ledna 2012 s několika uvažovanými výjimkami. Tento experiment lze využít k hodnocení aktuální nejistoty i nyní. Citlivostní scénář ukázal, že dopad takového opatření na měnověpolitickou inflaci je oproti základnímu scénáři mírně tlumící (v důsledku restriktivního dopadu na spotřebu), nicméně odchylka úrokových sazeb od základního scénáře je zanedbatelná (podrobněji viz Měnověpolitické doporučení k 5.SZ).

Poslaneckou sněmovnou nově schválený vládní návrh zákona o důchodové reformě, zavádějící od roku 2013 tzv. druhý pilíř důchodového systému, bude zpracován do prognózy v 7. SZ.⁷ Nejistota panuje zejména ohledně výše reformou způsobeného výpadku příjmů průběžného penzijního pilíře (a tedy veřejných rozpočtů), neboť ten bude záviset na počtu účastníků ve fondovém pilíři, přičemž atraktivita fondového spoření bude determinována i důvěryhodností systému.

Rizikem ve směru vyššího deficitu vládního sektoru, které nepochází bezprostředně z oblasti fiskální politiky, je případný nižší domácí ekonomický růst v důsledku eskalace evropské dluhové krize. Je přitom otázkou, jaká by v takovém případě byla reakce současné vládní koalice na nižší než zatím očekávané daňové příjmy v roce 2012 (dle návrhu státního rozpočtu). Bude-li vláda chtít dodržet plánovanou trajektorii snižování deficitu, pak by musela provést dodatečné škrty na výdajové straně (nenechala by působit vestavěné stabilizátory), a tím by zesílila očekávané restriktivní (v zásadě již procyklické) působení fiskální politiky na ekonomický růst v příštím roce. V opačném případě by působení automatických stabilizátorů vedlo v klesající fázi cyklu prostřednictvím nižšího výběru daní a vyšších výdajů (dávky v nezaměstnanosti apod.) k odchýlení se od trajektorie snižování deficitu směrem k jejich vyšším hodnotám, s možnými negativními dopady na kredibilitu České republiky.

⁷ Prognóza se též bude muset zabírat zpracováním plánované daňové reformy od roku 2013, jež prozatím neprošla legislativním procesem. Stejně tak se uvažuje o zdanění loterií od roku 2012. Podle aktuálních informací je očekáváno, že tato opatření by mohla v letech 2012 a 2013 v souhrnu zvyšovat příjmy veřejných financí.

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **srpnovém zasedání** (4.8.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 0,75 %. Rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno. Z *dotazníků IOFT* (18.7.) vyplývalo, že na srpnovém zasedání BR ČNB osm analytiků předpokládalo stabilitu základních sazeb ČNB, dva analytici očekávali jejich zvýšení o 0,25 p.b. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 1,25 až 1,75 % (medián 1,50 %). Ze šetření *agentury Thomson Reuters* (29.7.) vyplývalo, že na srpnovém zasedání BR ČNB dvacet analytiků předpokládalo stabilitu základních sazeb, dva analytici očekávali jejich zvýšení o 0,25 p.b. Očekávání v delším horizontu byla rozložena takto: zvýšení v 9/11 (6 analytiků), zvýšení ve 4Q11 (10 analytiků), zvýšení v 1Q12 (2 analytici), žádná změna (2 analytici). Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 0,75 až 2,00 % (medián 1,50 %).

Na tiskové konferenci po měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB M. Singer oznámil, že bankovní rada rozhodla většinou hlasů; pro stabilitu základních sazeb hlasovalo pět členů BR, dva členové navrhovali zvýšení o 0,25 p.b. Poté guvernér představil novou prognózu. Podle ní by se měnověpolitická inflace na celém horizontu prognózy měla pohybovat v blízkosti inflačního cíle, celková inflace bude vlivem zvýšení DPH dočasně mírně nad 3 %. Guvernér uvedl, že s prognózou je konzistentní přibližná stabilita tržních úrokových sazeb na začátku prognózy a jejich postupný růst od přelomu let 2011 a 2012. Úrokové sazby přitom nereagují na primární dopady zvýšení DPH. Rizika nové prognózy jsou podle guvernéra vyrovnaná. Protiinflačním rizikem jsou nižší zahraniční úrokové sazby, naopak proinflační riziko představuje slabší kurz koruny. K rizikům z vnějšího prostředí guvernér doplnil, že přetrvávají a odrážejí se především ve výhledech úrokových sazeb – zahraničních i domácích. Guvernér uvedl, že nová prognóza posouvá výhled zvyšování domácích úrokových sazeb zhruba o čtvrtletí v porovnání s minulou prognózou.

Během srpna a září se několik členů BR vyjádřilo k budoucímu nastavení měnové politiky (viz Tabulka). Převažovaly názory, že v nejbližším období není pravděpodobná úprava úrokových sazeb.

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR stagnovaly, sklon **výnosové křivky** sazeb PRIBOR zůstává rostoucí (viz Graf 2). Sazby FRA se snížily, především v delším horizontu. Tržní trajektorie sazeb 3M PRIBOR se tak pohybuje pod trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem stávající prognózy, přičemž s prodlužujícím se horizontem se odchylka zvyšuje (viz Graf 4). Lehce inverzní sklon křivky naznačuje, že trh nevyklučuje ani pokles sazeb, připisuje mu však malou pravděpodobnost.

Sazby IRS od posledního zasedání BR také klesly, ve vzdálenějších splatnostech až o 0,5 p.b. Výnosová křivka sazeb IRS je rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,6 p.b., spread 10R-1R činí 1,1 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (13.9.) vyplývá, že na zářijovém zasedání BR ČNB všichni analytici předpokládají stabilitu základních sazeb ČNB. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybují v rozmezí 0,75 až 1,50 % (medián 0,75 %).

Ze šetření *agentury Thomson Reuters* (15.9.) vyplývá, že na zářijovém zasedání BR ČNB všech dvaadvacet analytiků předpokládá stabilitu základních sazeb. Očekávání v delším

horizontu se výrazně posunula směrem ke vzdálenějšímu horizontu, jsou rozložena takto: snížení v 1Q12 (1 analytik), zvýšení v 1Q12 (2 analytici), zvýšení ve 2Q12 (3 analytici), zvýšení ve 3Q12 (3 analytici), zvýšení ve 4Q12 (1 analytik), zvýšení ve 2H12 (4 analytici), zvýšení ve 2013 (3 analytici), žádná změna (5 analytiků). Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 0,50 až 1,25 % (medián 0,75 %).

Analytici v rámci šetření IOFT očekávají, že kurz v horizontu 1R posílí na 23,7 CZK/EUR, tj. o 2,5 % vzhledem k průměru za 3Q11 do 20.9. Analytici v rámci šetření FECF předpokládají ve stejném horizontu posílení o 1,9 % na 23,9 CZK/EUR. Základní scénář prognózy očekává pro 3Q12 kurz na úrovni 23,0 CZK/EUR.

Tabulka: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

16. 8.	M. Hampl (Hospodářské noviny)	Já osobně v souvislosti s posledním vývojem vidím rizika spíše na protiinflační straně. Přestože ještě před měnovým zasedáním, které bylo předminulý týden, jsem mluvil o prohlubování poptávkových tlaků, což by znamenalo spíše růst cen... Je tu riziko, že růsty v části eurozóny pro nás významné, kam patří spolu s Německem i Slovensko, budou nižší, než se zdálo. Souvisí s celkovým makroekonomickým obrazem a s vývojem na finančních trzích. Nechci přeceňovat aktuální situaci, ale těžko by se mi teď hledaly důvody, proč by se měla česká měnová politika zpřísnit.
17. 8.	M. Singer (MF Dnes)	Nevidím teď nic, co by nás mohlo aktuálně či před koncem roku přimět hýbat se sazbami. Ale to se může změnit. Naše prognóza zvýšení úroků odsouvá někam na konec roku, ale to není slib, je to předpoklad dle dnešního vývoje.
5. 9.	E. Zamrazilová (Euro)	Dlouhodobě jsem toho názoru, že extrémně nízké úrokové sazby jsou pro ekonomiku v krizi krátkodobým řešením. Považovala jsem proto za vhodné začít vracet sazby směrem k jejich neutrální úrovni již v momentě, kdy se potvrdilo oživení, to znamená před rokem. Faktem je, že v současné době čelíme natolik vysoké nejistotě, že nemohu říct, jak budu vidět situaci na příštím měnověpolitickém zasedání... Pokud nebude následovat korekce (v cenách zemědělských výrobců, pozn. SMS), inflace by mohla být vyšší než očekávaná a byl by zde důvod pro růst sazeb ještě letos. Bude záležet na světových trzích komodit, kde je situace zatím hodně zamlžená.
7. 9.	L. Lízal (finance.cz)	Ze současné perspektivy, při odhlédnutí od další eskalace dluhových problémů Evropy, leží načasování růstu sazeb na konci roku 2011... Nemůžeme vyloučit žádnou změnu. V létě to vypadalo, že zvýšení sazeb může přijít dříve, nynější vývoj hovoří jinak.
9. 9.	M. Singer (Bloomberg)	Rizika pro inflaci na dolní straně se naplňují. Pravděpodobnost odkladu zpřísnění měnových podmínek se vývojem zvyšuje. Je ale složité činit dalekosáhlá rozhodnutí na základě jednoměsíčních dat.
13. 9.	M. Hampl (Reuters)	Když nedojde k žádnému vyrušení ze zahraničí, nebudou žádné špatné zprávy ze zahraničí, tak se nemusí nic moc stát. Ale jestli se objeví dodatečná rizika, pak jsem řekl, že bych si mohl představit mnoho věcí, pokud jde o měnovou politiku... dokonce včetně nezbytnosti měkčích měnových podmínek, abychom byli schopni dosáhnout svých cílů.
14. 9.	K. Janáček (E15)	Myslím, že česká ekonomika zejména v první polovině roku nepotřebovala doping v podobě nižších úrokových sazeb. Dnes se ale pohled na budoucnost, na kterou si stanovujeme cíl – tedy dvanáct až osmnáct měsíců – zamlžuje...zvýšení nebo snížení základní sazby o pětadvacet bazických bodů (0,25 procentního bodu – pozn. E15) by bezprostředně neovlivnilo tržní úrokové sazby českých bank.

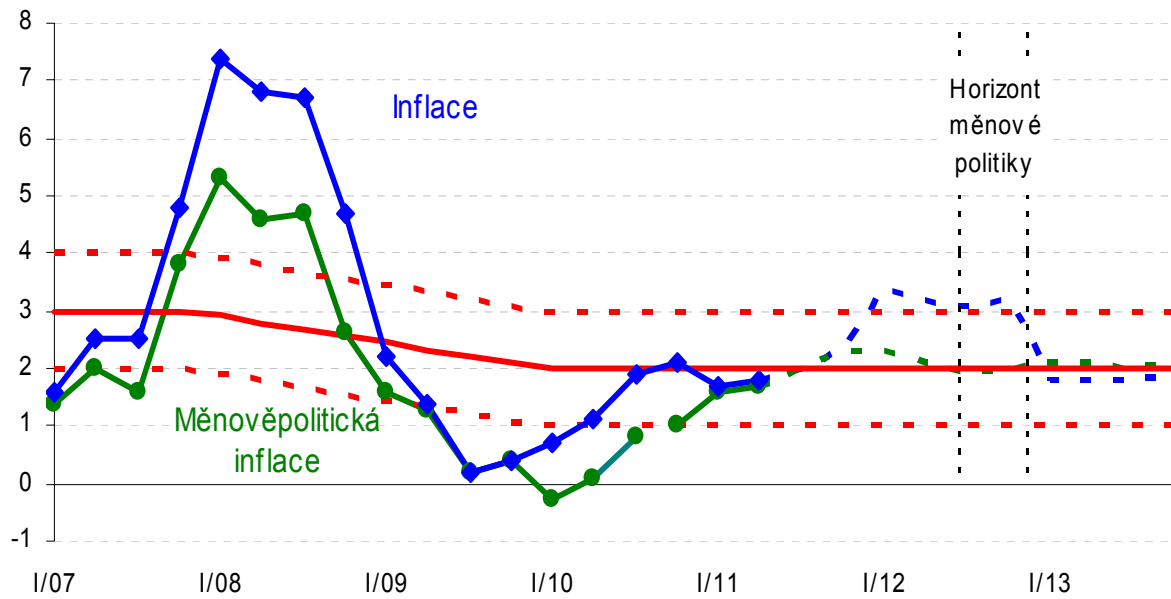
6. Měnověpolitické doporučení SMS

SMS doporučuje ponechat na zářijovém měnověpolitickém zasedání bankovní rady sazby na stávající úrovni.

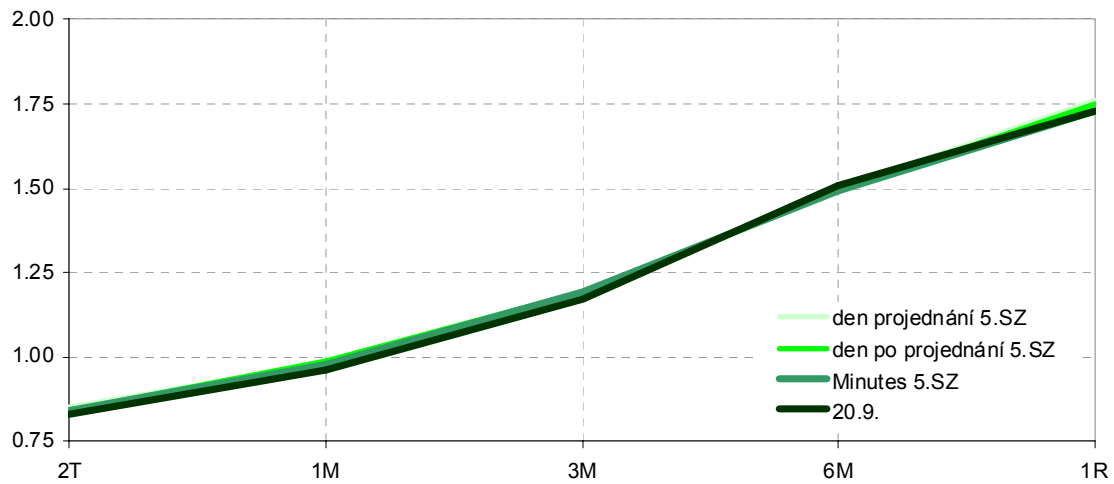
Komunikační doporučení:

Doporučujeme již nadále nekomunikovat zvýšení úrokových sazeb jako nejpravděpodobnější další krok domácí měnové politiky. Místo toho doporučujeme komunikovat neutrální výhled s tím, že nelze do budoucna vyloučit pohyb sazeb oběma směry. Ke snížení sazeb, které ještě před nedávnem vypadalo jako nepravděpodobné, by přitom mohlo dojít v případě dalšího vyhrocení dluhové krize v eurozóně doprovázeného pokračujícím poklesem zahraničních úrokových sazeb, a to v podmínkách hrozícího opětovného upadnutí evropské i domácí ekonomiky do recese.

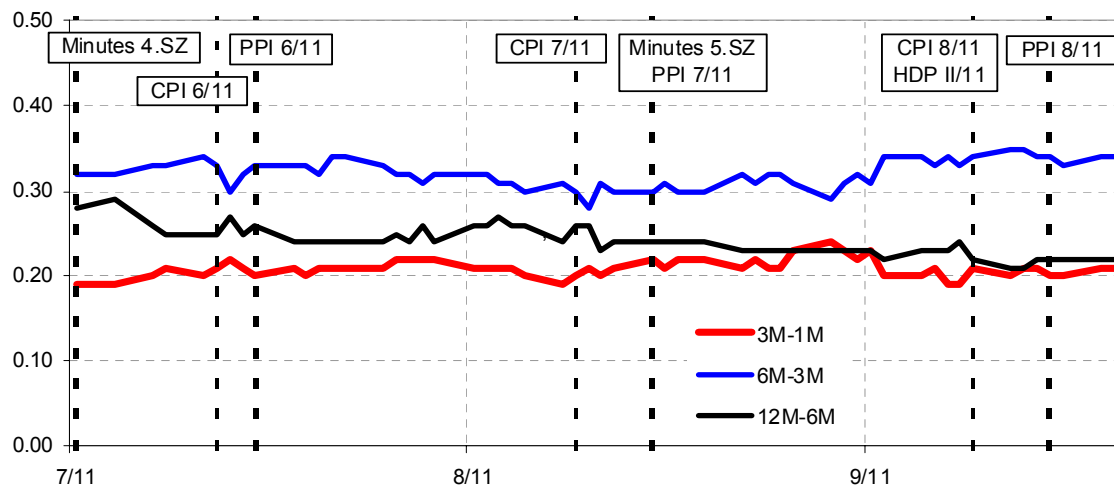
Graf 1: Prognóza inflace z 5. SZ 2011 a cíl ČNB



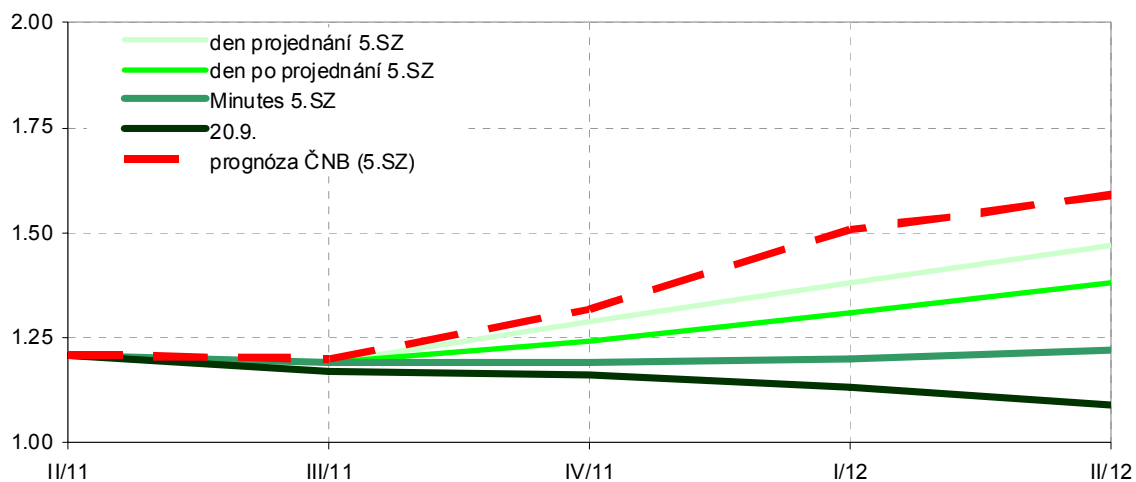
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



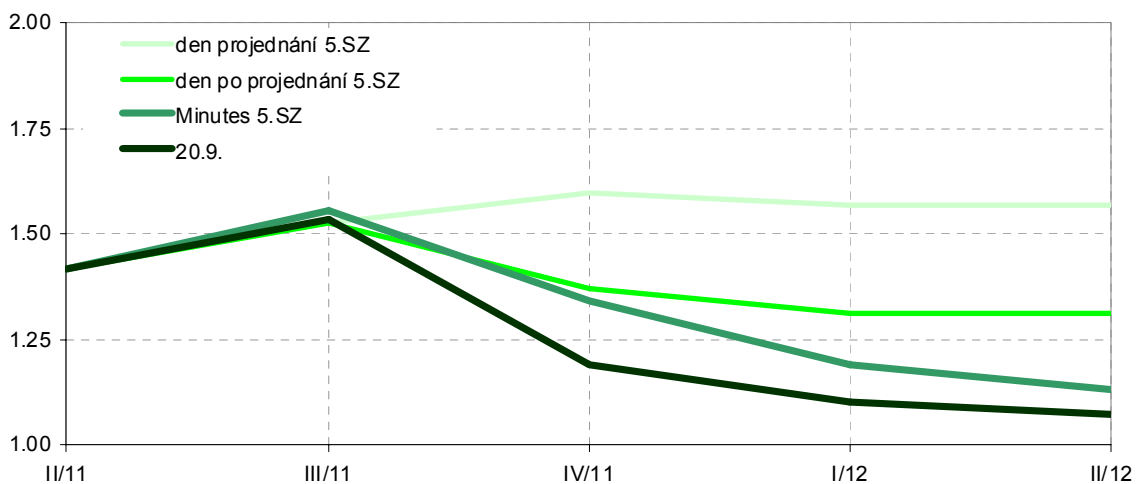
Graf 3: Úroková rozpětí – PRIBOR



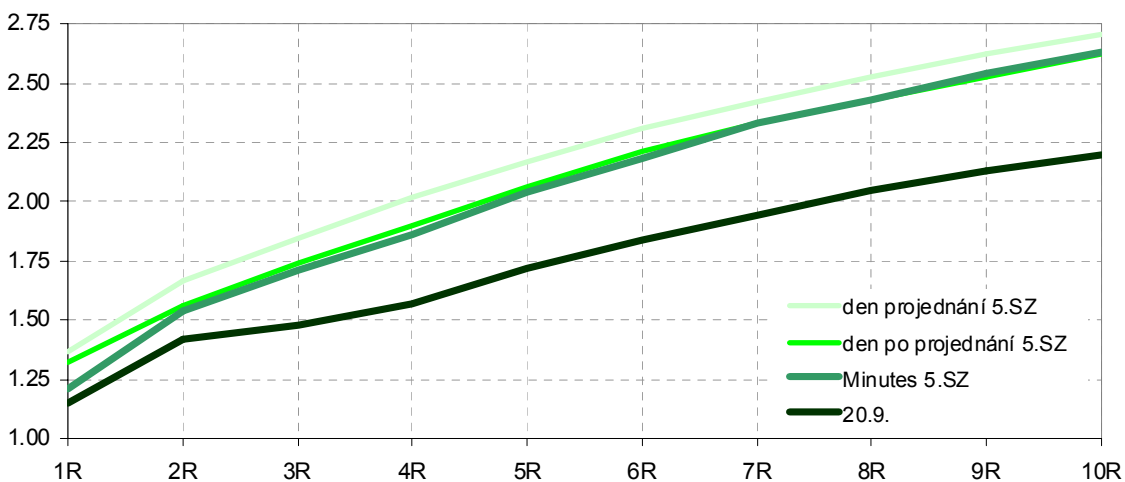
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



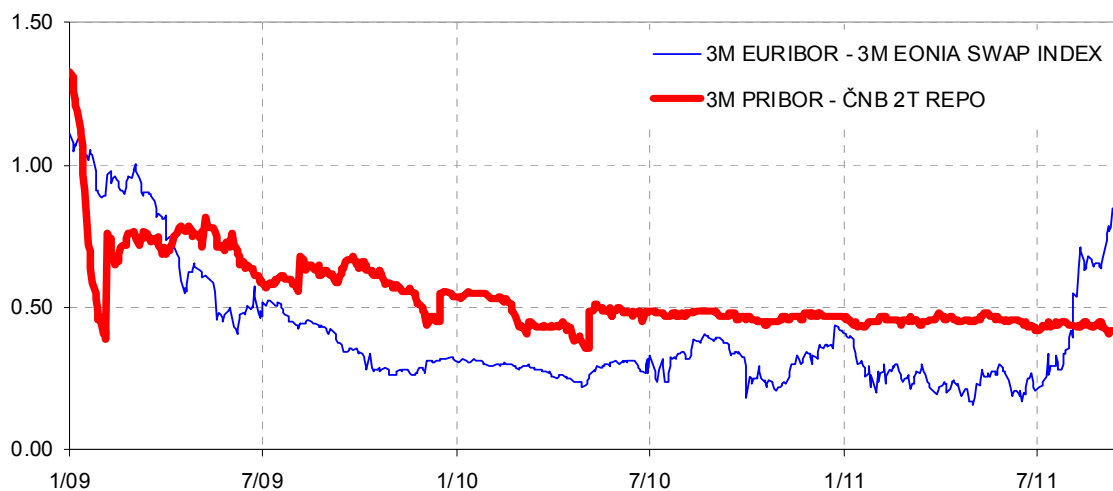
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



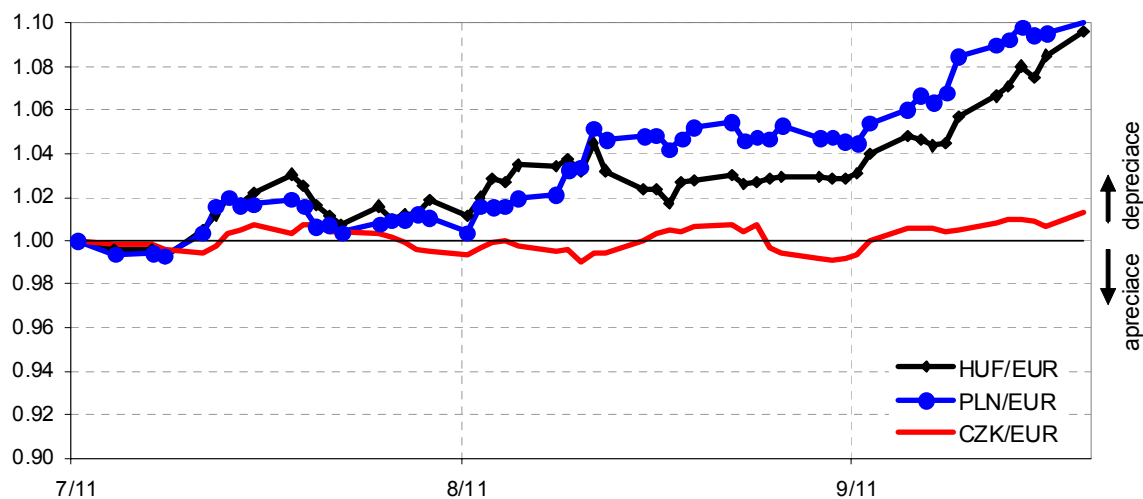
Graf 6: IRS CZK



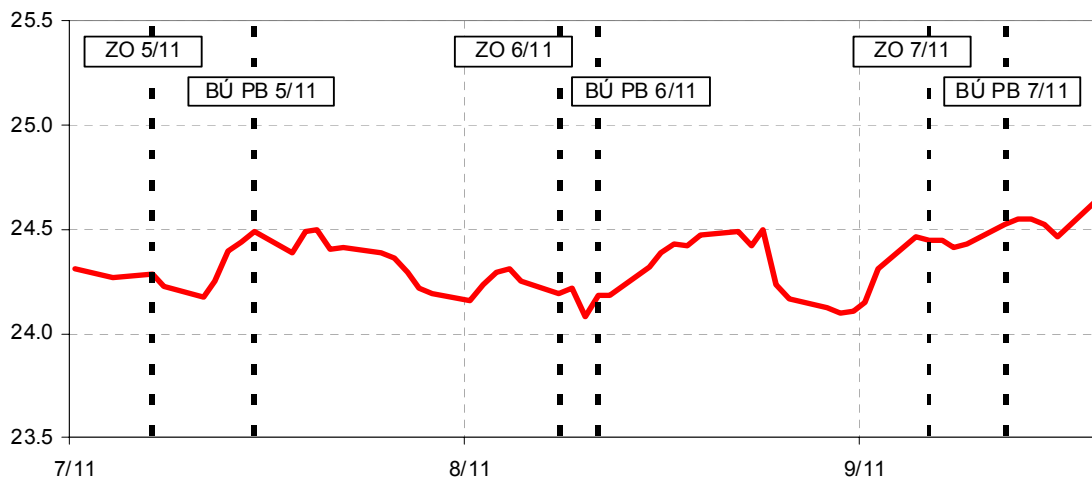
Graf 7: Úroková rozpětí v ČR a eurozóně



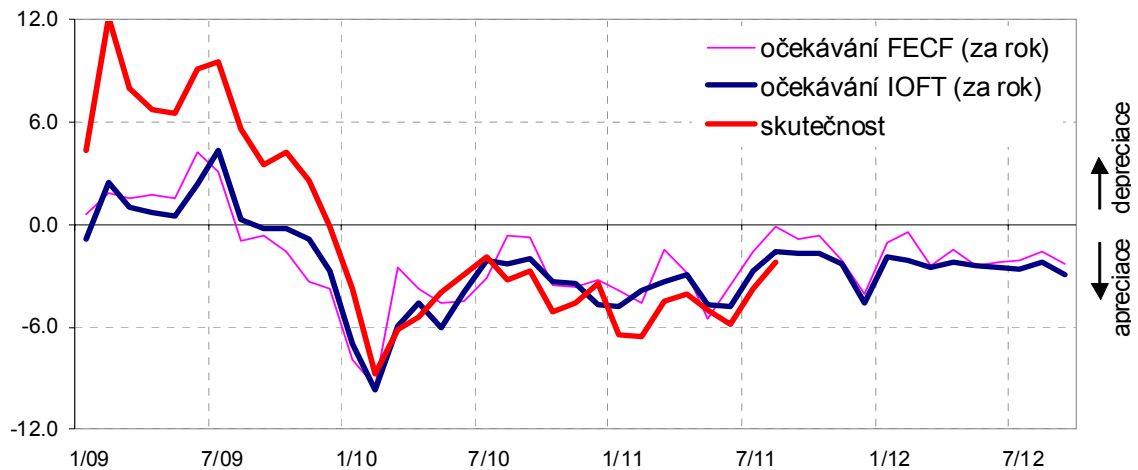
Graf 8: Kurzy středoevropských měn (1.7. = 1.0)



Graf 9: Kurz CZK/EUR

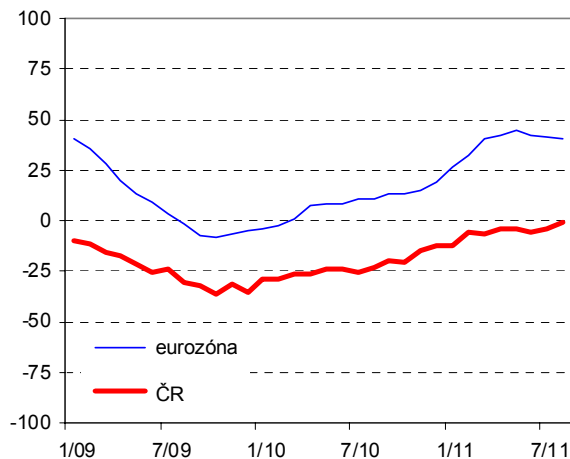


Graf 10: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

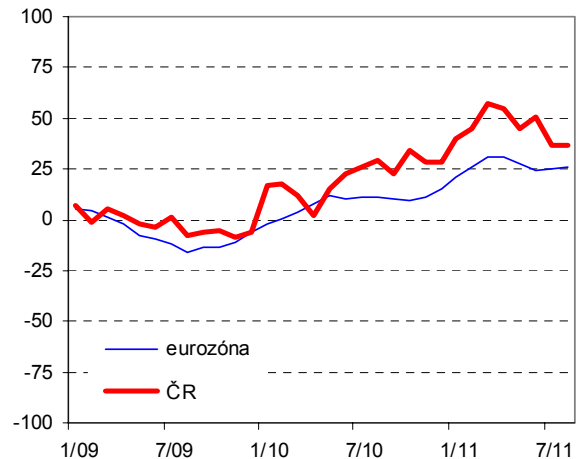


Graf 11: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

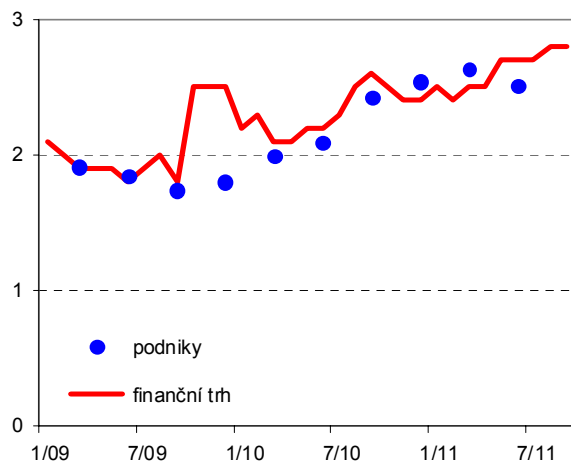


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících



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

Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R

