

Měnověpolitické doporučení pro 2. SZ 2009

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář prognózy z 1. SZ 2009

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

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

Stávající 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 dle prognózy v letošním roce o 1,0 %, poté je v roce 2010 očekávána inflace na úrovni 1,6 %. Prognóza předpokládá průměrné tříměsíční sazby EURIBOR¹ v letošním roce na úrovni 1,9 %, v roce 2010 pak na 2,4 %.

Podle stávající prognózy povede nízká zahraniční poptávka k poklesu domácí ekonomické aktivity v roce 2009 v průměru o -0,3 %. Pokles domácí ekonomické aktivity bude doprovázen prudkým snížením poptávky po práci, nárůstem míry nezaměstnanosti a výrazným zpomalením růstu nominálních mezd. Stávající prognóza očekává v návaznosti na předpokládané oživení růstu v zahraničí v roce 2010 opětovné překlopení dynamiky domácí ekonomické aktivity do kladných hodnot.

Na základě stávající prognózy by se měla celková inflace v 1Q09 dostat pod klesající inflační cíl². 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 2,7 % při aktuální hodnotě 2,5 % (k 24.3.). Ve 2Q09, kam zejména dopadne březnové rozhodnutí o sazbách, by měla úroveň 3M PRIBORu podle základního scénáře dosáhnout 2,8 %. Průměrnou hodnotu spreadu mezi sazbami 3M PRIBOR a 2T repo

¹ 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.

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.

odhaduje základní scénář pro 1Q09 ve výši 1,1 p.b., pro 2Q09 pak ve výši 0,6 p.b.,³ přičemž průměr za dosavadní průběh čtvrtletí jakož i aktuální výše spreadu dosahují 0,8 p.b. (k 24.3).

Nová situační zpráva hodnotí **rizika základního scénáře** prognózy z 1. SZ jako mírně proinflační. 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

- a) Na základě březnové publikace Consensus Forecast byl opět **snížen výhled růstu HDP a spotřebitelských cen v efektivní eurozóně**. Stejně tak se **směrem dolů posunula trajektorie očekávaného vývoje sazeb 3M EURIBOR** od aktuálních tržních výhledů sazeb 3M EONIA index swap a předpokladů o velikosti rizikové premie z 1.SZ. Současné výhledy se přitom přiblížily předpokladům alternativního scénáře z 1.SZ, a lze tak říci, že riziko popsané a kvantifikované tímto scénářem se minimálně z části naplňuje. Podle alternativního scénáře by hlubší propad zahraniční ekonomické aktivity vedl k výraznějšímu poklesu domácí ekonomiky (v roce 2009 v průměru -2,3 %) a rovněž ke slabšímu měnovému kurzu. Celková inflace by na horizontu měnové politiky dosahovala v průměru 1,4 % (0,4 p.b. pod výhledem základního scénáře), když by byl vliv nižších domácích inflačních tlaků tlumen proinflačním působením oslabeného měnového kurzu. Trajektorie sazeb je pak oproti základnímu scénáři nižší počínaje druhou polovinou roku 2009.
- b) Nově dostupné informace o vývoji domácí ekonomiky ve 4Q08 naznačují větší než očekávané **zpomalení ekonomické aktivity** (0,7 % meziročně oproti předpokladu prognózy na úrovni 2,0 %), zejména vlivem výraznějšího poklesu čistého exportu. Přestože se v tomto útlumu domácí ekonomiky odráží především negativní vývoj zahraniční poptávky (viz bod a), je zde současně riziko, že i samotný přenos světové hospodářské krize do české ekonomiky může být intenzivnější. Nově dostupné údaje z **trhu práce** naznačují, že se míra nezaměstnanosti v 1Q09 zvýší mnohem výrazněji, než předpokládá základní scénář prognózy z 1.SZ. Stejně tak vývoj **úvěrové emise** v lednu a únoru zatím nenasvědčuje tomu, že by docházelo k uvolňování napětí na úvěrovém trhu. Tyto informace v souhrnu naznačují, že dopad světové hospodářské krize do české ekonomiky v letošním i příštím roce může být bolestivější, než očekává 1.SZ, a to i přes vládou přijatá rozpočtová opatření zacílená na zmírnění projevů krize v tuzemské ekonomice.⁴ Výraznějšímu útlumu domácí ekonomické aktivity by pak odpovídaly nižší inflační tlaky i úrokové sazby ve srovnání s prognózou.

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

³ Uvedeným hodnotám 3M PRIBOR a jejich rozpětí vůči hlavní měnověpolitické sazbě ČNB pak v prognóze odpovídá hodnota 2T repo sazby ve výši 2 % a 2,2 % pro 1Q resp. 2Q 2009.

⁴ Přijatá rozpočtová opatření zvyšují schodek rozpočtu v roce 2009 o 1,1 % a v roce 2010 o 0,9 % HDP. Tato fiskální diskrece může dle našeho odhadu zmírnit propad, eventuálně urychlit růst HDP, v rozsahu přibližně 0,7 resp. 0,5 p.b. v letošním resp. příštím roce. Tento aproximativní odhad se zakládá na konceptu tzv. fiskálního impulsu, který byl používán při prognózování modelem QPM a který na základě v minulosti provedených analýz předpokládal příspěvek do dynamiky HDP z titulu změny podílu poptávkově relevantního salda veřejných rozpočtů na HDP o 1 % ve výši cca 0,6 p.b.

- a) Vývoj **měnového kurzu** v dosavadním průběhu 1Q09 představuje proinflační riziko základního scénáře prognózy. Se základním scénářem prognózy byl pro aktuální čtvrtletí konzistentní kurz ve výši 26,8 CZK/EUR. Průměr kurzu za dosavadní průběh čtvrtletí dosahuje 27,6 CZK/EUR, tj. zhruba odpovídá depreciované variantě citlivostního scénáře kurzu (+/- 1 CZK/EUR) z 1.SZ (27,8 CZK/EUR). Podle tohoto scénáře vede slabší kurz jak k vyšší inflaci (rozdíl na horizontu prognózy činí 0,2 p.b.), tak k vyšší implikované trajektorii sazeb (v 2Q09 o 0,4 p.b.). Vlivem přetrvávající nervozity na světových finančních trzích a situace v našem regionu je však měnový kurz koruny v posledním období značně volatilní a není možné vyloučit ani jeho další posilování.⁵ V době zpracování měnověpolitického doporučení se kurz pohyboval pod hranicí 27,0 CZK/EUR, tj. nacházel se kolem hodnoty předpokládané v průměru pro 1Q09. Pro 2Q09 pak prognóza předpokládá kurz na úrovni 25,7 CZK/EUR. V horizontu jednoho roku současně očekává stávající prognóza kurz na úrovni 25,4 CZK/EUR, což je zhruba v souladu s očekávanými převážně domácích analytiků v rámci šetření IOFT. Převážně zahraniční analytici předpokládají v rámci šetření FECF kurz v horizontu jednoho roku na úrovni 26,6 CZK/EUR.
- b) Proinflačním rizikem základního scénáře prognózy je i pozorovaný **vývoj inflace** a jeho výhled na nejbližší měsíce. V únoru činila celková inflace 2,0 %, tj. o 0,5 p.b. více ve srovnání se stávající prognózou, zejména vlivem mírnějšího než očekávaného poklesu cen potravin a pohonných hmot. Vzhledem k aktuálnímu obratu směrem nahoru ve vývoji cen benzínu na burzách ARA není možné ani v příštích měsících vyloučit přetrvávání cen pohonných hmot na úrovních vyšších, než byly předpokládány v základním scénáři 1.SZ. U cen potravin jsou signály smíšené – zatímco týdenní šetření cen potravin naznačují meziměsíční růst cen potravin v březnu (přičemž prognóza počítá s jejich značným poklesem), u světových cen potravin a domácích cen zemědělských výrobců dochází k výrazným poklesům. Není tak možné vyloučit, že v dalším období se aktuálně zvýšené marže zpracovatelů a prodejců potravin sníží a ceny potravin se přiblíží jejich výhledu z 1. SZ. Současně se zdá, že výhled růstu regulovaných cen v roce 2009 bude poněkud výše ve srovnání s prognózou. V poslední řadě je zde nová informace o pravděpodobném budoucím přeřazení některých (zřejmě nejen stravovacích) služeb ze základní 19% sazby DPH do snížené 9% sazby, které na základě dohody na úrovni EU avizoval český ministr financí. Tento přesun by teoreticky měl snížit celkovou inflaci v nezanedbatelném rozsahu, avšak vzhledem k námi očekávanému pouze dílčímu faktickému promítnutí do finálních cen a souvisejícímu nárůstu měnověpoliticky relevantní inflace by s tím naopak byl současně spojen mírný tlak na růst úrokových sazeb.

4. Další měnověpolitické úvahy

V situaci přicházejících velmi negativních zpráv o aktuálním vývoji domácí ekonomiky i nadále doporučujeme orientovat rozhodování a komunikaci v oblasti měnové politiky na **plnění inflačního cíle na horizontu měnové politiky**. Jak naznačuje vývoj sazeb FRA (Graf 4), očekávání trhů ohledně budoucích sazeb 3M PRIBOR se od posledního měnověpolitického zasedání přiblížila základnímu scénáři stávající prognózy, který předpokládá přibližnou stabilitu těchto sazeb v roce 2009. V tom se odrazila i komunikace

⁵ K zastavení trendu oslabování koruny přispěla i důrazná komunikace představitelů ČNB upozorňující na nutnost neposuzovat ekonomiky regionu střední a východní Evropy jako celek, ale rozlišovat mezi nimi na základě dlouhodobých charakteristik prováděných makroekonomických politik. Podobně zapůsobila zřejmě i komunikace ČNB ohledně dalšího vývoje úrokových sazeb, která připustila konec fáze jejich dosavadního snižování a nevyloučila ani jejich nárůst.

představitelů ČNB o tom, že se aktuálně nacházíme patrně blízko dna současné etapy snižování úrokových sazeb a s ohledem mj. na vývoj kurzu někteří členové BR připustili i zvýšení sazeb v blízké budoucnosti (viz Tabulka v části 5).

Rozhodování o měnověpolitických sazbách přitom i nadále ovlivňuje **vysoké rozpětí mezi repo sazbou a sazbou 3M PRIBOR**. Trajektorii předpokládaného poklesu tohoto rozpětí jsme při přípravě stávající prognózy odvodili od poměrně arbitrárně nastaveného poklesu rizikové premie v zahraničí, nicméně ani jeden z těchto předpokladů se zatím od skutečného vývoje příliš neliší. V dosavadním průběhu čtvrtletí dosáhl průměrný spread mezi 3M PRIBOrem a 2T repo sazbou ČNB 0,8 p.b., při jeho aktuální hodnotě nacházející se na stejné úrovni (k 24.3.). Pro 1Q09 jsme přitom předpokládali tento spread ve výši 1,1 p.b., předpoklad pro 2Q09 byl nastaven na 0,6 p.b.⁶ Přesto je však možné, že rozpětí mezi 3M PRIBOrem a 2T repo sazbou se po rychlém poklesu v první polovině aktuálního čtvrtletí ustálilo na hodnotách, kde zůstane po nějakou dobu stabilní. **Toto rozpětí tedy možná nebude dále klesat tak rychle**, jak předpokládá prognóza. Jeho současné hodnoty přitom nejsou v zásadě kontaminovány očekáváním na pokles měnověpolitických sazeb ČNB, jako tomu bylo před minulým rozhodováním bankovní rady, neboť analytici již příliš neočekávají další výrazné snižování 2T repo sazby, a to ani aktuálně ani v horizontu jednoho roku.

Po snížení 2T repo sazby na 1,75 % na únorovém zasedání bankovní rady a vlivem uvedeného vývoje úrokového rozpětí se 3M PRIBOR v průměru za dosavadní průběh čtvrtletí (2,7 %) dostal pod hodnoty konzistentní s prognózou (3,1 %), resp. na hodnoty prognózy pro 2Q09. Tím došlo k realizaci poněkud uvolněnějšího nastavení sazeb oproti stávající prognóze, což neodporuje jedné z našich klíčových úvah z MPD k 1. SZ. Ta se nesla v tom duchu, že přísnější než optimální aktuální nastavení sazeb by mohlo v budoucnosti vést k dlouhodobě velmi nízké nebo dokonce záporné inflaci a že dle našeho názoru se případná **chyba z titulu uvolněnějšího nastavení sazeb v podobě** dočasného mírného přestřelení nového inflačního cíle jeví **jako méně nebezpečná** ve srovnání s rizikem dlouhodobě nízké inflace (až deflace) vlivem přísnějších sazeb. **Tuto naši úvahu považujeme i nadále za relevantní**, přičemž mírně proinflační bilance rizik stávající prognózy dle 2. SZ i poněkud smíšené vyznění jednotlivých argumentů uvedených ve 2. a 3. kapitole tohoto MPD tento náš náhled výrazně nemění. Při vědomí výše zmíněného rizika možného vyššího rozpětí pro 2Q09 ve srovnání s prognózou by pak březnové **ponechání měnověpolitických sazeb na stávající úrovni vedlo k sazbám 3M PRIBOR jen o málo nižším ve srovnání s prognózou**. To považujeme vzhledem k výše uvedenému za adekvátní nastavení měnové politiky v současné situaci.

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **únorovém zasedání** (5.2.) BR snížila limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,50 p.b. na 1,75 %. Většina účastníků finančního trhu toto rozhodnutí očekávala. Z *dotazníků IOFT* (14.1.) vyplývalo, 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.) vyplývalo, že na únorovém zasedání BR ČNB všech čtrnáct analytiků předpokládalo 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 očekávali další snížení v březnu o 0,25 až

⁶ Předpoklad o zahraniční rizikové premii definované jako rozdíl mezi 3M EURIBOrem a 3M EONIA Index Swapem se v 1Q09 naplnil téměř přesně.

0,50 p.b. Rozmezí úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 1,00 až 2,00 % (medián 1,25 %).

Na tiskové konferenci po měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB Z. Tůma oznámil, že čtyři členové BR hlasovali pro snížení sazeb o 0,50 p.b., jeden hlasoval pro snížení o 0,25 p.b. a jeden hlasoval pro snížení o 0,75 p.b. Poté guvernér představil novou prognózu. Uvedl, že ČNB očekává inflaci v letošním roce poblíž nuly, v roce 2010 by se inflace měla mírně zvýšit k 2% cíli. Guvernér prohlásil, že prognóza je konzistentní s poklesem úrokových sazeb. Po lednovém poklesu však tržní úrokové sazby budou ve zbytku roku spíše stagnovat. Nelze vyloučit, že se nacházíme blízko dna současné fáze snižování úrokových sazeb. Guvernér také poprvé zveřejnil předpokládanou trajektorii měnového kurzu. Zároveň připomněl, že to nepředstavuje žádný závazek nebo cíl centrální banky; tento krok by měl přispět k transparentnosti a srozumitelnosti prognóz ČNB. Podle této trajektorie ČNB předpokládá určitou korekci výrazného oslabení kurzu, ke kterému došlo v posledním období. Guvernér také zdůraznil, že volatilita u kurzu je mimořádná, ještě vyšší než u ostatních prognózovaných veličin. Celkově jsou rizika prognózy výrazná oběma směry. Jedním z rizik je to, že propad ekonomické aktivity v zahraničí bude hlubší a déletrvajíc. Rizikem je rovněž případné dlouhodobější oslabení kurzu koruny.

Během února a března se několik členů BR vyjádřilo k budoucímu nastavení měnové politiky (viz Tabulka). Tato komunikace nenaznačovala jednoznačný směr pohybu základních úrokových sazeb ČNB, především s ohledem na vysokou nejistotu spojenou zejména s vývojem měnového kurzu.

Sazby na peněžním trhu se po posledním zasedání BR mírně snížily a poté zhruba stagnovaly. Sklon **výnosové křivky** sazeb PRIBOR je rostoucí (viz Graf 2). Sazby FRA se naopak zvýšily a tržní trajektorie 3M sazeb tak nyní leží mírně pod trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem aktuální prognózy (viz Graf 4).

Sazby IRS se od posledního zasedání BR rovněž posunuly výše, především na kratším konci křivky. Příčinou jsou obavy z nadměrné fiskální expanze, která by v delším horizontu mohla vést k navýšení objemu vládních dluhopisů a nárůstu inflace. Výnosová křivka sazeb IRS je rostoucí, spread 5R–1R dosahuje 0,5 p.b., spread 10R–1R činí 1,0 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (13.3.) vyplývá, že na březnovém zasedání BR ČNB 8 analytiků z 10 dotázaných předpokládá stabilitu základních sazeb ČNB a 2 očekávají snížení o 0,25 p.b. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybují v rozmezí 1,25 až 2,50 % (medián 1,75 %).

Ze šetření agentury Reuters (19.3.) vyplývá, že na březnovém zasedání BR ČNB 13 analytiků z 16 oslovených předpokládá stabilitu základních sazeb a 3 analytici očekávají snížení o 0,25 p.b. Očekávání v delším horizontu jsou rozložena takto: snížení ve 2Q09 (7 analytiků), snížení ve 3Q09 (2 analytici), zvýšení ve 4Q09-1Q10 (3 analytici), žádná změna (1 analytik). Rozmezí úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 1,25 až 2,25 % (medián 1,50 %).

Analytici v rámci šetření IOFT očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 25,62 CZK/EUR (rozpětí 24,30 až 26,80), tj. o 7,3 % vzhledem k průměru za 1Q09 do 24.3. Analytici v rámci šetření FECF předpokládají posílení o 3,9 % na 26,55 CZK/EUR. Základní scénář prognózy očekává pro 1Q10 kurz na úrovni 25,40 CZK/EUR.

Tabulka: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

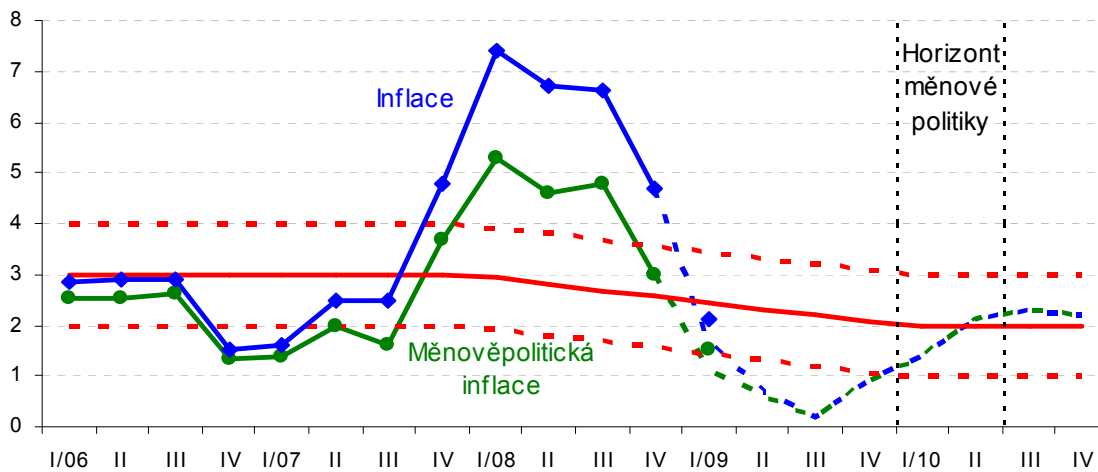
8.2.	Z. Tůma (ČT24)	Já sám si netroufám předjímat, jakým směrem bude další pohyb úrokových sazeb a kdy tomu tak bude...
18.2.	M. Singer (E15)	Snižování sazeb je za současných úrovní kurzu úplně mimo debatu. Otázka je zvýšit a o kolik.
19.2.	M. Singer (MF Dnes)	Bude-li trvat situace, kdy se česká ekonomika vyvíjí v podstatě podle očekávání ČNB, ale kurz je mnohem slabší, není s tím v souladu, aby sazby klesaly pod úroveň, kterou jim předvídala prognóza.
23.2.	Z. Tůma (finance.cz)	V daném okamžiku si těžko umím představit, že bychom při těchto hodnotách kursu mohli dále snižovat úrokové sazby, spíš je otázka, kdy se vydáme opačným směrem.
24.2.	R. Holman (Lidové noviny)	Česká koruna znepokojivě klesá, a bude-li její znehodnocování pokračovat, bude ČNB nakonec nucena zvýšit úrokové sazby, aby zabránila zvyšování inflace.
11.3.	M. Singer (MF Dnes)	Náš výhled není předpověď, že takto to bude. Když děláme výhledy ekonomiky a dráhu úrokových měr, tak musíme počítat v našem modelu i s nějakým kurzem koruny. Abychom mohli lépe komunikovat, zveřejnili jsme, s čím počítáme. Nakonec nám to i výborně posloužilo před dvěma týdny, kdy analytici pořád očekávali další pokles úroků, což máme i ve výhledu. A my jsme mohli jasně říct, že další snížení ale vůbec neodpovídá v našem modelu takovému oslabení koruny. Tedy trh si může vyhodnotit, že když bude kurz někde úplně jinde, tak sazby budou také jinde.
16.3.	R. Holman (patria.cz)	Snižování úrokových sazeb samozřejmě nemusí být u konce. Ale není vyloučeno ani jejich zvýšení. Záleží na tom, jak se hospodářská recese bude promítat do cen. Záleží také na vývoji kurzu koruny, který ovlivňuje dovozní ceny a tím inflaci. Myslím si, že našim ekonomickým fundamentům v současnosti odpovídá kurs mezi 25 až 26 korun za euro. Pokud by se kurs pohyboval výrazněji a delší dobu mimo tyto hodnoty, změna sazeb ČNB by byla pravděpodobná, protože kurs je jedním z klíčových veličin ovlivňujících inflaci.
18.3.	E. Zamrazilová (Hospodářské noviny)	Myslím, že dnes můžeme hovořit o změně sazeb v podstatě v jakémkoli směru. Krátkodobá etapa posilování kurzu koruny rozhodně není argumentem pro zvyšování sazeb. Na druhou stranu si nemyslím, že by mělo smysl jít se sazbami nějak výrazně dolů. Já bych tedy spíš teď viděla stabilitu...V momentě, kdy stále nefunguje vztah mezi hlavními úrokovými sazbami ČNB a skutečným poskytováním úvěrů, je otázkou, zda by měl nějaký mírný pohyb sazeb smysl. A při úroci 1,75 procenta prostor pro prudký pohyb sazeb příliš není.

6. Měnověpolitické doporučení SMS

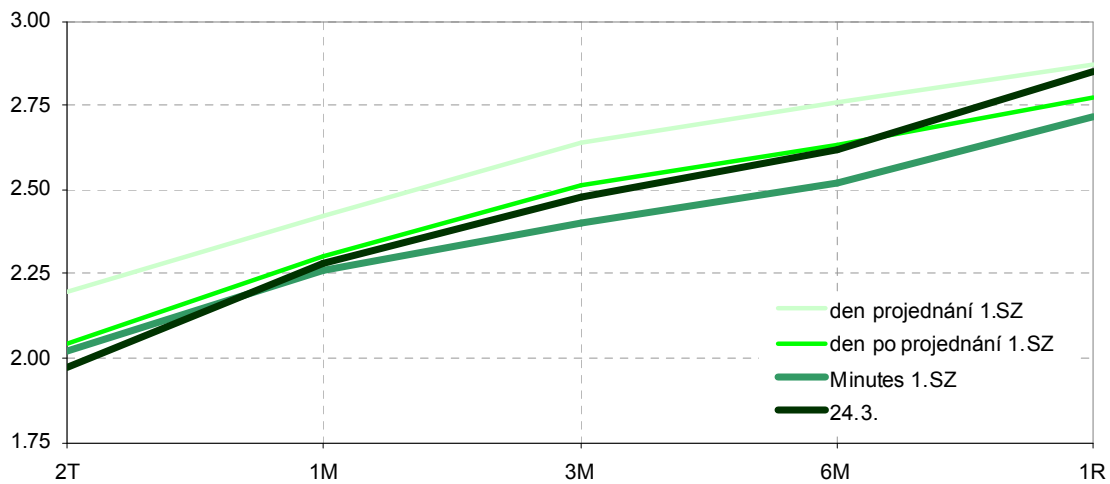
SMS doporučuje na březnovém měnověpolitickém zasedání ponechat úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni.

Při komunikaci doporučujeme pokračovat ve zdůrazňování vpředhledícího charakteru měnověpolitického rozhodování a obracet pozornost uživatelů prognóz ČNB na vývoj inflace na horizontu měnové politiky (1. pololetí 2010).

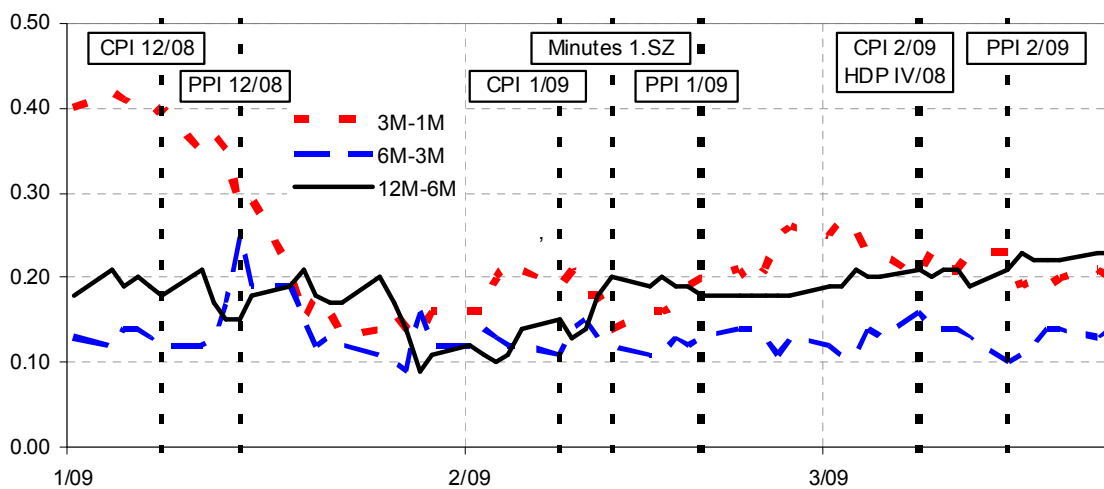
Graf 1: Prognóza inflace z 1. SZ 2009 a cílové pásmo



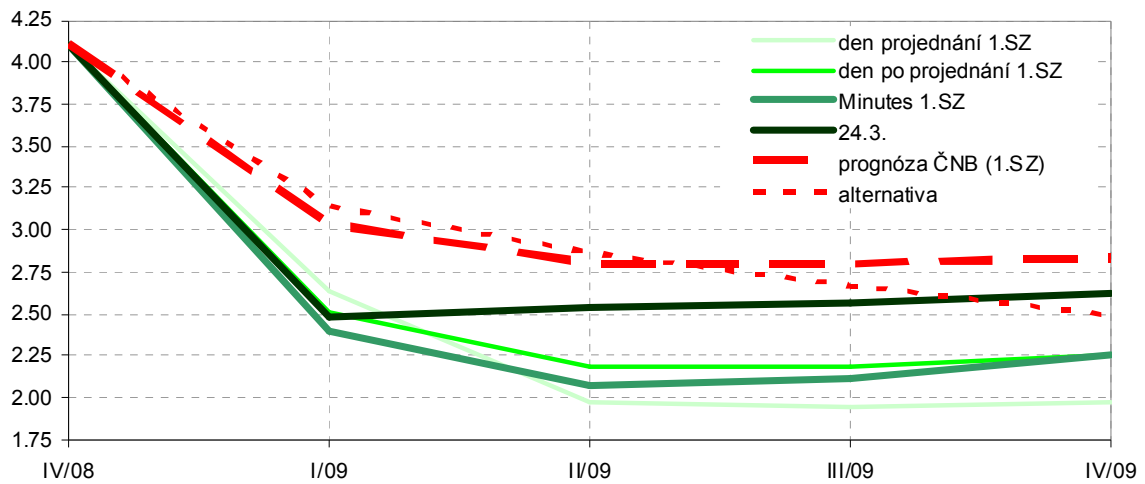
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



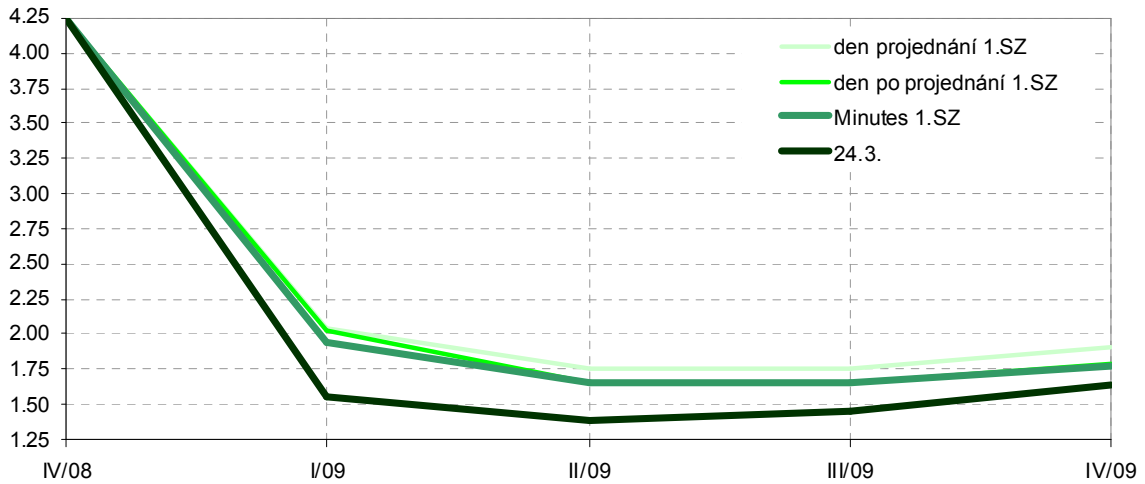
Graf 3: Úroková rozpětí – PRIBOR



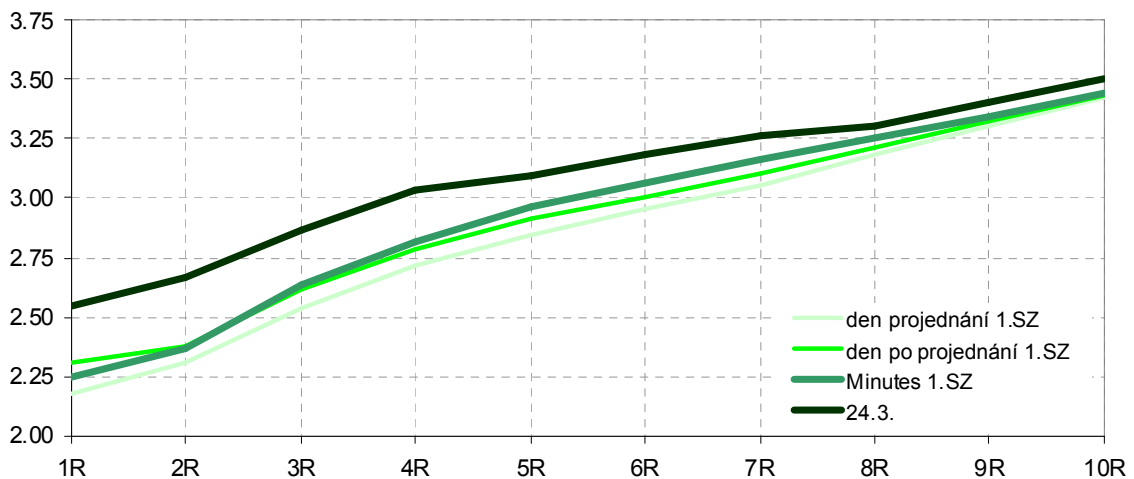
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



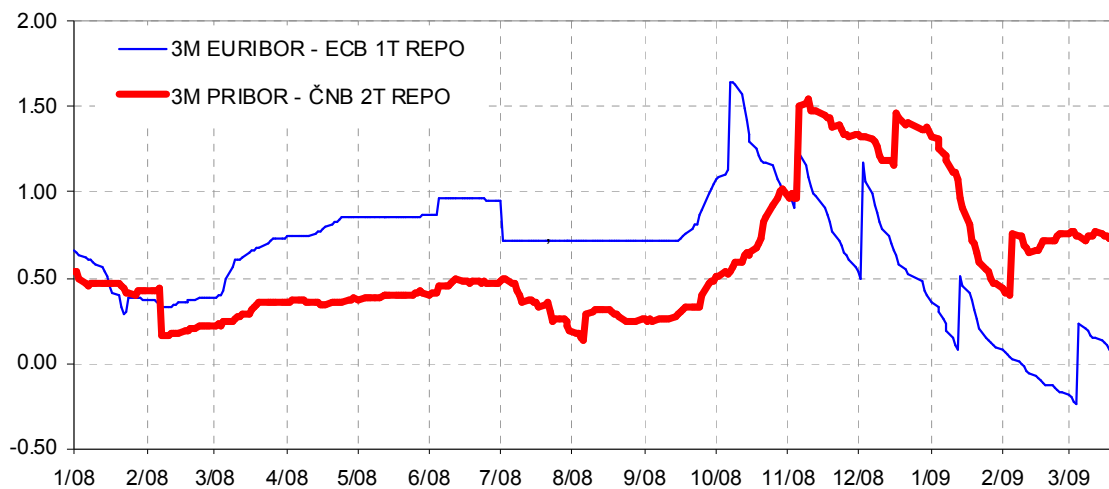
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



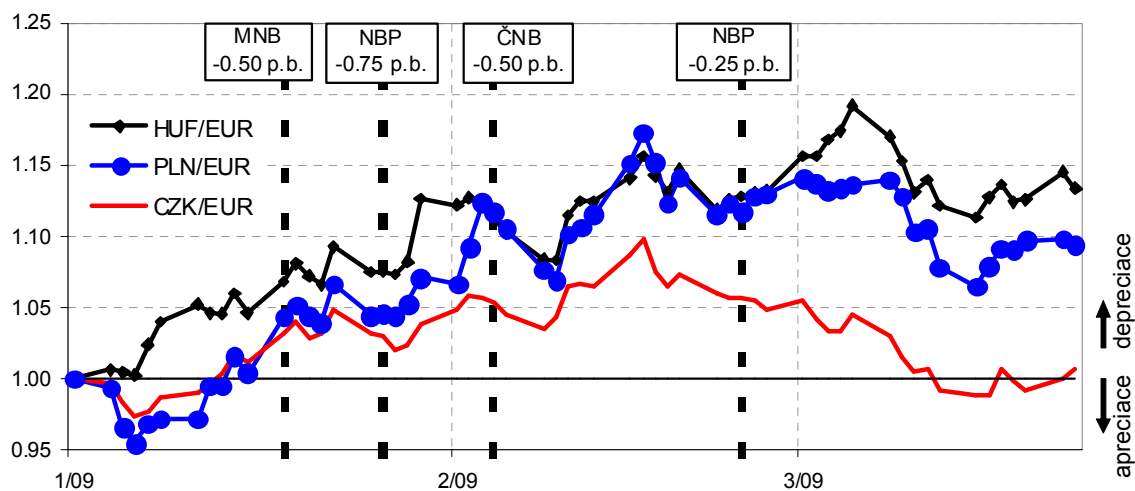
Graf 6: IRS CZK



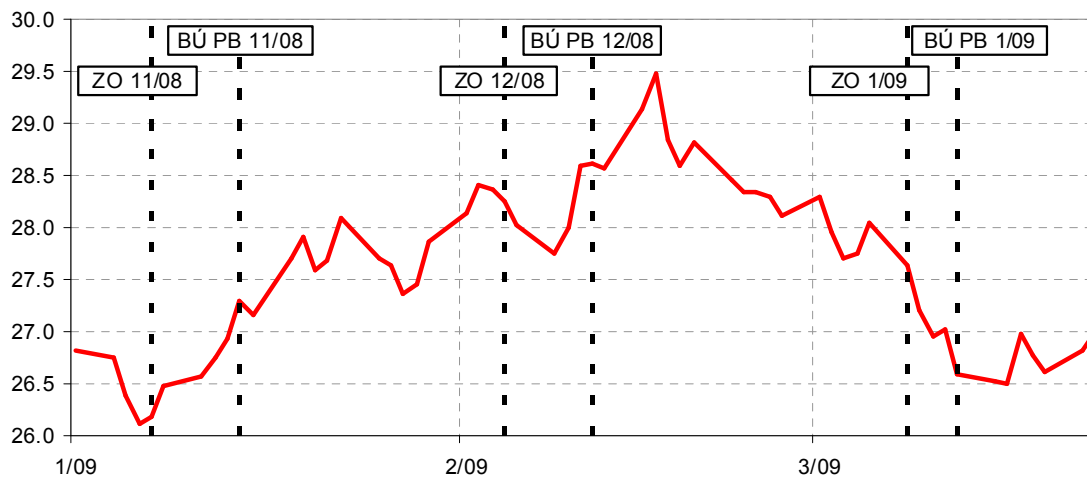
Graf 7: Úroková rozpětí v ČR a eurozóně



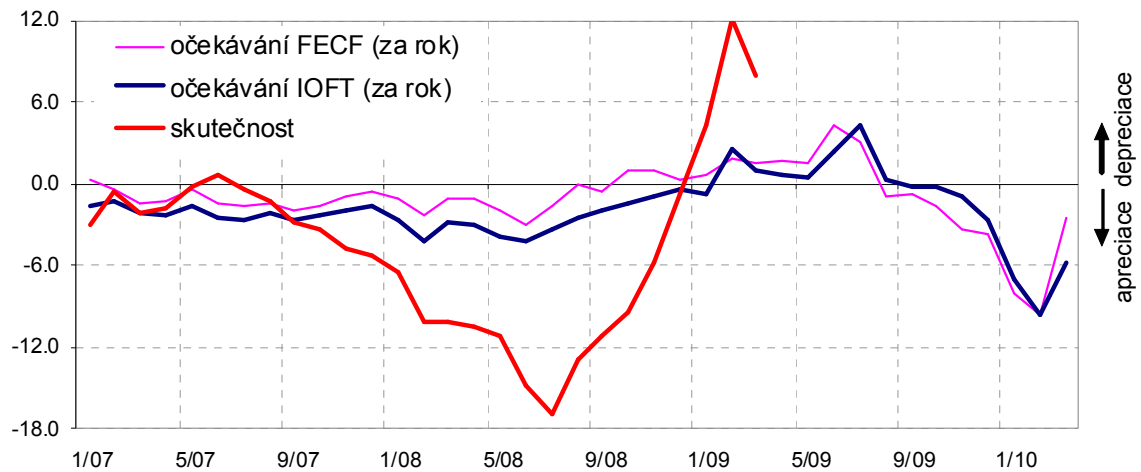
Graf 8: Kurzy středoevropských měn (2.1. = 1.0)



Graf 9: Kurz CZK/EUR

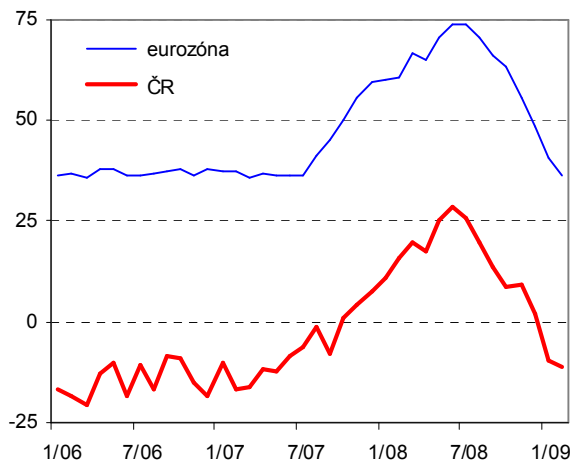


Graf 10: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

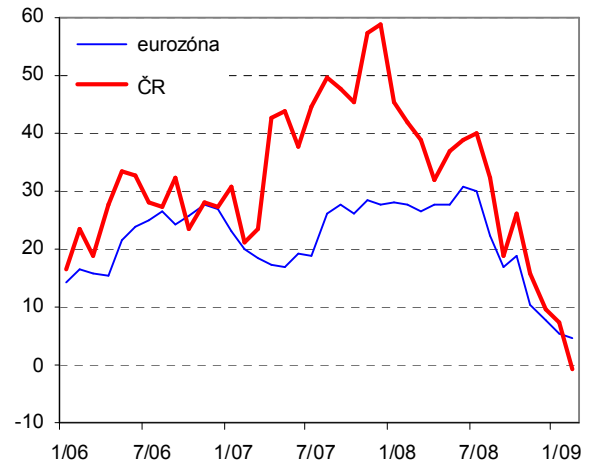


Graf 11: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

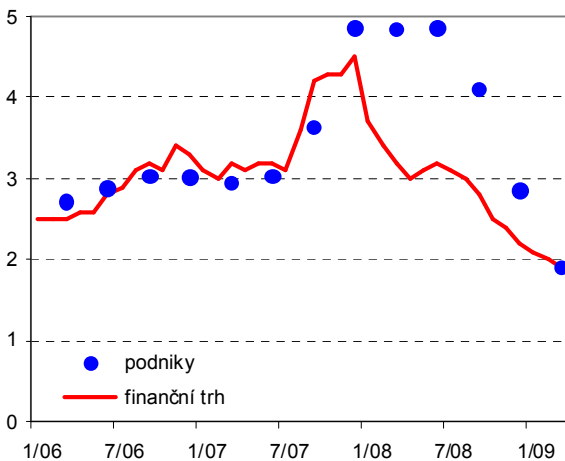


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

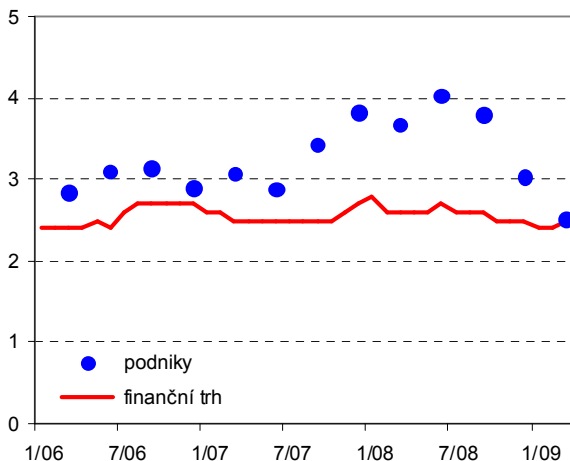


Graf 12: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice

Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



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

