

Měnověpolitické doporučení pro 2. SZ 2012

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář prognózy z 1. SZ 2012

Východiskem pro březnové měnověpolitické rozhodování je *makroekonomická prognóza z 1. SZ 2012*. Následující odstavce ve stručnosti rekapituluji počáteční podmínky, předpoklady a hlavní kontury této prognózy.

Česká ekonomika zpomalila ve druhé polovině loňského roku svůj meziroční růst, který byl nadále tažen zejména čistým vývozem. Inflační tlaky z domácí ekonomiky na přelomu loňského a letošního roku hodnotí stávající prognóza jako utlumené. Celková i měnověpolitická inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 zvýšily mírně nad cíl ČNB především vlivem růstu cen potravin, ve kterých se s předstihem promítla část dopadu zvýšení DPH od ledna 2012. Zdrojem zvýšené inflace bylo také postupné prosakování krátkodobě oslabeného měnového kurzu do cen.

Stávající prognóza předpokládá další výrazné zpomalení hospodářského růstu v efektivní eurozóně v roce 2012; zrychlovat by měl začít až v příštím roce. Poptávku v zemích eurozóny by měla tlumit fiskální konsolidace vynucená dluhovou krizí a s touto krizí spojená nejistota ekonomických subjektů. Efektivní inflace v eurozóně by se měla dle předpokladů prognózy v letošním roce snížit do blízkosti 2 % a kolem této hodnoty se bude pohybovat i v roce 2013. Trajektorie očekávaných zahraničních úrokových sazeb 3M EURIBOR byla na počátku prognózy klesající, v čemž se projevilo zavedení programů ECB na dodávání dlouhodobé likvidity i dvojí snížení její měnověpolitické sazby v závěru loňského roku. Prohloubení dluhové krize se promítlo do slabšího kurzu eura vůči dolaru. Výhled cen ropy byl přehodnocen směrem nahoru, i nadále však byl v prognóze očekáván jejich pozvolný pokles.

Prognóza pracovala se zvýšením snížené sazby DPH z 10 % na 14 % od ledna letošního roku a s předpokladem sjednocení obou sazeb DPH na 17,5 % v roce 2013. Primární cenový dopad zvýšení snížené sazby DPH v letošním roce je předpokládán ve výši 1,1 procentního bodu, z čehož 0,6 procentního bodu připadá na nárůst cen potravin. Sjednocení sazeb DPH v příštím roce by pak mělo mít v souhrnu protiinflační primární vliv ve výši cca 0,2 procentního bodu. Zakomponován byl též vliv penzijní reformy, k jejímuž spuštění by mělo dojít v příštím roce.

Stávající prognóza očekává v roce 2012 stagnaci hospodářství. K oživení by mělo dojít v roce 2013, kdy by ekonomická aktivita měla vzrůst o necelá 2 %. Hlavním faktorem popsánoho vývoje HDP by měla být zahraniční poptávka a v menší míře i domácí fiskální politika. Podle prognózy se celková inflace bude po většinu roku 2012 nacházet vlivem daňových změn těsně nad 3 %, v roce 2013 klesne pod cíl. Měnověpolitická inflace se měla na celém výhledu pohybovat poblíž cíle s mírně klesající tendencí.

Po oslabení měnového kurzu v 1Q12 na předpokládaných 25,5 CZK/EUR prognóza očekává v dalších čtvrtletích pozvolné posilování koruny. S prognózou je konzistentní stabilita tržních úrokových sazeb v nejbližším období a jejich následný mírný pokles. Stabilita sazeb 3M PRIBOR na začátku prognózy je výsledkem protisměrného působení zvýšené inflace včetně výhledu regulovaných cen a dočasně oslabeného kurzu na jedné straně a nízké hladiny zahraničních úrokových sazeb spolu s utlumenými domácími inflačními tlaky na straně druhé.

Úrokové sazby zároveň nereagují na očekávané dočasné zvýšení inflace nad cíl z titulu primárních dopadů změn nepřímých daní. S odezněním vlivu oslabeného kurzu a zvýšení regulovaných cen pak úrokové sazby na delším konci prognózy mírně klesají. Konkrétně pro 1Q12 vyplývala z prognózy hodnota sazby 3M PRIBOR na úrovni 1,2 %, přičemž její průměr za dosavadní průběh čtvrtletí k 27.3. se nachází zhruba na téže hladině. Rozpětí 3M PRIBOR – 2T REPO je očekáváno stabilní na úrovni 0,4 procentního bodu na celém horizontu prognózy. Pro 2Q12, kam převážně dopadne březnové rozhodnutí bankovní rady, je s prognózou konzistentní sazba 3M PRIBOR na úrovni 1,1 %, čemuž dle předpokladů predikce zhruba odpovídá 2T repo sazba na stávající úrovni.

Sekce měnová a statistiky hodnotí ve 2. SZ **celkovou bilanci rizik** jako **slabě protiinflační**. Následující dvě kapitoly shrnují hlavní argumenty vedoucí k nižším, resp. vyšším úrokovým sazbám oproti stávající prognóze. Kapitola 4 pak přináší další měnověpolitické úvahy spojené s obousměrnými či nejednoznačnými nejistotami a riziky prognózy.

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

a) Ve směru nižších úrokových sazeb působí dosavadní vývoj **měnového kurzu**. Stávající prognóza předpokládá pro 1Q12 kurz na úrovni 25,5 CZK/EUR. Průměr kurzu za dosavadní průběh čtvrtletí k 27.3. činí 25,1 s tím, že aktuální kurz na hodnotách okolo 24,6 CZK/EUR riziko ve směru nižších sazeb dále zesiluje.¹ Při přípravě stávající prognózy byl zpracován obvyklý **kurzový citlivostní scénář**. Podle něj by hypotetické posílení koruny v 1Q12 na průměrnou hodnotu 24,7 CZK/EUR vedlo v průběhu roku 2012 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 p.b. níže, následně by se v průběhu roku 2013 vrátily k sazbám ze stávající prognózy.

Analytici ve svých výhledech očekávají postupné posilování kurzu podobně jako prognóza ČNB. Konkrétně v ročním horizontu analytici v rámci březnového šetření IOFT předpokládají kurz na úrovni 24,1 CZK/EUR, tedy ve srovnání se základním scénářem (24,4 CZK/EUR) silnější zhruba o 1,4 %. Analytici v rámci posledního šetření FECF předpokládají v ročním horizontu kurz 24,6 CZK/EUR, tj. o 1 % slabší oproti výhledu ČNB. Přitom platí, že tržní výhledy domácích sazeb v ročním horizontu se v posledních týdnech zvýšily a pohybují se na vyšší hladině oproti stávající prognóze (což má vliv na tržní výhled úrokového diferenciálu domácích sazeb vůči sazbám v eurozóně).

b) Riziko tímto směrem vyplývá z vývoje **zahraničních veličin**, a to zejména z výhledu úrokových sazeb. Tržní výhled sazeb 3M EURIBOR se oproti 1.SZ posunul dolů zhruba o 0,2 p.b. na celé trajektorii sazeb v důsledku masivního dodávání likvidity ze strany ECB.² Toto přehodnocení působí na posun výhledu domácích sazeb a v menší míře i inflace směrem dolů. Vliv zahraničních úrokových sazeb je částečně kompenzován ostatními veličinami, k nimž patří lehce nižší zahraniční poptávka (prostřednictvím tlaku na oslabení kurzu), vyšší růst zahraničního PPI a vyšší výhled cen ropy.

¹ Poslední vývoj kurzu koruny může souviset obecně se stabilizací situace kolem evropské dluhové krize, náznaky zlepšeného ekonomického sentimentu v eurozóně a poklesem averze k riziku u mezinárodních investorů. Vliv však může mít i s tím související pokles eurových úrokových sazeb, resp. překmit úrokového diferenciálu do kladných hodnot (viz bod 2b).

² Pokles EURIBORu pod hlavní refinanční sazbu ECB vedl k tomu, že úrokový diferenciál 3M PRIBOR – 3M EURIBOR se cca po roce opět vrátil do kladných hodnot.

c) Mírné riziko ve směru nižších sazeb představují také možná **dodatečná domácí fiskální konsolidační opatření** s potenciálním restriktivním dopadem na domácí poptávku, a to nad rámec těch, která jsou (explicitně či implicitně) zapracována ve stávající prognóze.³ Dle výhledu ČNB **na rok 2013** totiž ani provedení v prognóze předpokládaných škrťů ve spotřebě vlády nezajistí – bez dalších legislativních změn – dodržení vládou plánované konsolidační strategie s cílem snížit vládní deficit v roce 2013 pod 3 % HDP (a dosáhnout vyrovnaných rozpočtů do roku 2016). Významnou nejistotou pro naplnění stávající fiskální prognózy ČNB v příštím roce je tak reakce vládní koalice na rozpočtové dopady letošního ekonomického útlumu. MF ČR došlo k závěru, že k dodržení rozpočtovaných cílů v letech 2013 a 2014 bude nutno přijmout dodatečná příjmová a výdajová opatření ve výši 42,4 mld. Kč (přes 1 % HDP) a 84,4 mld. Kč (cca 2 % HDP). Tato opatření⁴ jsou však zatím ve stádiu variantních návrhů. Případná dodatečná konsolidační opatření ve fiskální oblasti v rozsahu vyšším, než předpokládá stávající prognóza, by zřejmě dále prohloubila cyklický útlum ekonomiky a vedla by pravděpodobně k tlaku na nižší domácí úrokové sazby; zároveň by měla protiinflační dopady na měnověpolitickou inflaci. Na celkovou inflaci by však mohlo mít vliv další kolo zvyšování nepřímých daní⁵, u nichž navíc není možno zcela vyloučit riziko sekundárních dopadů skrze zvýšená inflační očekávání a mzdové požadavky, neboť by se celková inflace pohybovala nad cílem již druhým rokem. V reakci na potřebu zvýšení příjmů veřejných rozpočtů si lze představit i to, že by vládní koalice odložila spuštění druhého pilíře penzijního systému na rok 2014 nebo 2015. To by snížilo podíl vládního deficitu na HDP v roce 2013 téměř o 0,4 p.b. bez výrazných dopadů do cyklického vývoje ekonomiky.

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

Rizikem v tomto směru je vyšší **pozorovaná inflace včetně jejího krátkodobého výhledu**. Hodnota celkové meziroční inflace za únor letošního roku je oproti prognóze z 1.SZ o 0,3 p.b. vyšší. Tento rozdíl je dán zejména výraznějším růstem cen potravin a v menší míře také vyšším růstem regulovaných cen i cen pohonných hmot. Současně se na něm zčásti podílí i změna spotřebního koše ČSÚ. Důvodem vyšších než námi očekávaných cen potravin je zřejmě zejména skutečnost, že prodejci promítli vliv zvýšení DPH do spotřebitelských cen plně. Naproti tomu prognóza předpokládala, že vlivem aktuálního cyklického útlumu dojde podobně jako v minulosti k promítnutí růstu sazby DPH pouze ze 70 %. Nelze však vyloučit ani jiný vliv na ceny potravin vedle zmíněného překvapivého plného promítnutí změny DPH, ke kterému došlo zčásti s předstihem v závěru loňského roku.⁶ Šetření průměrných maloobchodních cen vybraných potravinářských výrobků, které provádí ČSÚ, naznačuje na

³ V současné době se materializuje předpoklad prognózy z 1.SZ, že vláda v letošním roce přistoupí k další konsolidaci formou výdajových opatření. V souvislosti s aktualizací své lednové makroekonomické prognózy MF ČR identifikovalo výpadek příjmů státního rozpočtu (z daní a plateb sociálního pojištění) pro rok 2012 ve výši 23,6 mld. Kč. Výdajová opatření představená MF ČR, jejichž výčet je uveden v 2. SZ, by neměla mít výraznější dopad do stávající makroekonomické a fiskální prognózy ČNB, která takovou reakci vlády antcipovala, a výdajové škrty podobného rozsahu a charakteru tak již implicitně obsahuje.

⁴ Hlavním opatřením na výdajové straně by mělo být zmrazení starobních důchodů v letech 2013–2015.

⁵ Uvažuje se o zvýšení obou sazeb DPH o 1 p.b., tj. na 15 a 21 %, přičemž položky zůstanou zařazeny stejně jako v roce 2012 s výjimkou dětských plen a zdravotních pomůcek, které se z důvodu harmonizace s evropskými předpisy přesunou ze snížené do základní sazby. Tím by vláda opustila koncept schválené jednotné 17,5% sazby DPH. Navrhované opatření by podle našeho propočtu zvýšilo příjem z DPH v roce 2013 (oproti stavu s daňovými sazbami platnými v roce 2012) o 19 mld. Kč. Primární dopad této úpravy do celkové inflace by dosáhl 0,7 p.b., odhad reálného dopadu vyššího výběru DPH do růstu HDP v roce 2013 by činil -0,3 p.b. zejména skrze nižší spotřebu domácností s mírně tlumícím dopadem na měnověpolitickou inflaci.

⁶ Po očištění o daňové vlivy se inflace cen potravin v ČR v lednu 2012 vrátila na nižší hodnoty podobné okolním zemím.

březen vyšší než námi očekávaný meziměsíční pohyb cen v tomto segmentu, mj. vlivem prudkého zdražení vajec. Vedle potravin je rizikem v proinflačním směru i nejbližší vývoj cen pohonných hmot v návaznosti na nárůst světových cen ropy v posledních týdnech. S ohledem na skutečnost, že se celková inflace aktuálně pohybuje nad horní hranicí tolerančního pásma inflačního cíle, jsou uvedena proinflační rizika prognózy v segmentu cen potravin a pohonných hmot vnímána z měnověpolitického pohledu jako závažnější, než by tomu bylo v jiném případě.

4. Další měnověpolitické úvahy

a) V oblasti **zahraničního ekonomického vývoje** přetrvává nejistota, přestože se dluhová krize v eurozóně, s tím související tamní ekonomická situace i její výhled v poslední době stabilizovaly. Masivní dodávání likvidity ze strany ECB se odrazilo v poklesu rizikové prémie na peněžních i kapitálových trzích. Tříměsíční sazba mezibankovního trhu se na počátku března dostala až pod základní referenční sazbu ECB (1 %) a tržní výhled 3M eurových sazeb je klesající (analytici v rámci průzkumu CF03 neočekávají změnu základní sazby ECB minimálně do konce letošního roku). K uklidnění na trzích přispělo také schválení druhého záchranného úvěru pro Řecko a restrukturalizace řeckých dluhopisů za účasti soukromého sektoru. Vedle toho se objevují smíšené signály ohledně budoucího ekonomického růstu. Podle zprávy OECD vykazuje ekonomika eurozóny známky oživení, současně se zlepšuje ekonomický výhled v USA a Japonsku. Také ostatní předstihové ukazatele (PMI v průmyslu, podnikatelská i spotřebitelská nálada) se v lednu a únoru zvýšily⁷. Pro celý letošní rok se však prognózy hospodářského růstu v eurozóně dle CF, MMF, EK a ECB vesměs pohybují v mírně negativním pásmu od -0,5 % (MMF) do -0,1 % (ECB). Vyloučit navíc nelze možnost opětovné eskalace dluhové krize, přičemž nadále platí, že takový vývoj by zřejmě měl nejednoznačné implikace pro domácí úrokové sazby. Důvodem je to, že by pravděpodobně opět došlo k protisměrnému vlivu silnějších protiinflačních tlaků z domácí ekonomiky na jedné straně a více oslabeného kurzu koruny na straně druhé.

b) V posledních týdnech došlo k mírnému **nárůstu rozpětí domácích úrokových sazeb 3M PRIBOR – 2T repo** (viz Graf 7). Tento vývoj dle našeho vnímání pravděpodobně nesouvisel s poměrně prudkým nárůstem rozpětí eurových úrokových sazeb 3M EURIBOR – 3M EONIA Swap Index ve druhé polovině loňského roku. To se totiž v poslední době zřejmě v reakci na stabilizaci situace v eurozóně propadlo zpět na výchozí úroveň. Vývoj uvedeného rozpětí českých sazeb je tak dle našeho mínění možno dát spíše do souvislosti s vývojem tržních očekávání budoucích domácích úrokových sazeb. Trajektorie očekávaných 3M sazeb odvozená od kotací FRA se v posledních týdnech zvýšila a její poloha a sklon implikují očekávanou stabilitu sazeb na celém výhledu. Rovněž analytici oslovení ČNB v rámci IOFT předpokládají stabilitu nebo jedno zvýšení 2T repo sazby v ročním horizontu. Trhy a domácí analytici⁸ tak pravděpodobně již opustili svá očekávání na pokles úrokových sazeb ve druhé polovině letošního roku (v duchu stávající prognózy), a to jak v důsledku vyšší pozorované inflace za první měsíce roku 2012, tak zřejmě i v reakci na komunikaci ze strany představitelů ČNB.

⁷ V březnu však index PMI pro eurozónu opět klesl pod hranici 50 bodů.

⁸ Dva zahraniční analytici oslovení šetřením agentury Thomson Reuters (viz část 5) si zatím ponechali svá očekávání na snížení úrokových sazeb ČNB ve druhé polovině letošního roku.

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **únorovém zasedání** (2.2.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 0,75 %. Rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno. Z dotazníků IOFT (12.1.) vyplývalo, že na únorovém zasedání BR ČNB všichni analytici předpokládali stabilitu základních sazeb ČNB. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 0,50 až 1,00 % (medián 0,75 %). Ze šetření agentury Thomson Reuters (25.1.) vyplývalo, že na únorovém zasedání BR ČNB všech dvacet analytiků předpokládalo stabilitu základních sazeb. Očekávání v delším horizontu byla značně různorodá, přičemž rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 0,25 až 1,00 % (medián 0,75 %).

Na tiskové konferenci po měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB M. Singer oznámil, že pro stabilitu sazeb hlasovalo všech šest přítomných členů bankovní rady. Poté guvernér představil novou prognózu. Podle ní by se měnověpolitická inflace na celém horizontu prognózy měla pohybovat v blízkosti inflačního cíle. Celková inflace v roce 2012 v důsledku zvýšení DPH dočasně vzroste těsně nad 3 %. Od začátku roku 2013 se pak sníží pod inflační cíl. Guvernér uvedl, že s prognózou je konzistentní stabilita tržních úrokových sazeb v nejbližším období a jejich následný mírný pokles. Nominální měnový kurz na prognóze pozvolna posiluje z aktuálně oslabené úrovně. Rizika nové prognózy jsou podle guvernéra vyrovnaná. Protiinflační riziko představují dodatečná fiskální konsolidační opatření nad rámec těch, která byla zahrnuta do prognózy. Naopak proinflačně by působil případný rychlejší růst cen potravin. Kromě toho existují i obousměrná rizika; k nim patří vývoj v zahraničí a kurz koruny.

Během února a března se několik členů BR vyjádřilo k budoucímu nastavení měnové politiky (viz Tabulka 2). Většinový názor vyzníval ve prospěch stability základních úrokových sazeb v nejbližším období.

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR téměř stagnovaly, sklon **výnosové křivky** sazeb PRIBOR zůstává rostoucí (viz Graf 2). Sazby FRA se mírně zvýšily ve všech splatnostech. Tržní trajektorie 3M sazeb naznačuje jejich očekávanou stabilitu. V nejbližším období je tak v souladu s prognózou ČNB, v delším horizontu se pohybuje na mírně vyšší hladině (viz Graf 4).

Sazby IRS se od posledního zasedání BR zvýšily cca o 0,2 p.b po celé délce křivky. Výnosová křivka sazeb IRS je rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,6 p.b., spread 10R-1R činí 1,0 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (15.3.) vyplývá, že na březnovém zasedání BR ČNB všichni analytici předpokládají stabilitu základních sazeb ČNB. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybuji v rozmezí 0,75 až 1,00 % (medián 0,75 %).

Ze šetření agentury Thomson Reuters (23.3.) vyplývá, že na březnovém zasedání BR ČNB všech sedmnáct analytiků předpokládá stabilitu základních sazeb. Očekávání v delším horizontu jsou nadále značně různorodá, jejich rozložení ukazuje Tabulka 1. Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 0,50 až 1,25 % (medián 0,75 %).

Tabulka 1: Očekávání analytiků ohledně vývoje úrokových sazeb dle Thomson Reuters

2Q12	3Q12 ↓↑	4Q12	1Q13 ↑↑↑↑↑	2Q13	3Q13 ↑↑	4Q13	1Q14 ↑
	2H12 ↓		1H13 ↑↑		2H13 ↑↑		1H14
2012			2013				2014

Analytici v rámci šetření IOFT očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 24,1 CZK/EUR, tj. o 4,2 % vzhledem k průměru za 1Q12 do 27,3. Analytici v rámci šetření FECF předpokládají ve stejném horizontu posílení o 1,9 % na 24,6 CZK/EUR. Základní scénář prognózy očekává pro 1Q13 kurz na úrovni 24,4 CZK/EUR.

Tabulka 2: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

14.3.	K. Janáček (Reuters)	Nevidím v současné době důvody ani pro zvyšování, tím méně pro snižování sazeb. Nedomnívám se (ale), že sazby mohou zůstat stabilní přes horizont roku 2012. V současné době vidím jen jediný směr jejich změny, to jest nahoru... Myslím, že čísla, která máme z února a budeme mít z března, pravděpodobně povedou ke korekci inflačního výhledu ČNB směrem nahoru.
19.3.	V. Tomšík (Dow-Jones Newswires)	I don't see any inflationary pressures coming from the demand side of the economy... If current monetary-policy inflation is in the upper range of the band, I don't see any risk... The economic environment [with meager wage growth and weak consumer demand] will not allow still-growing prices for food. We [may] see in a few weeks or a few months that the prices of food will start decreasing; demand will not support current prices...and sellers of food will take this into account.
20.3.	M. Hampl (Bloomberg)	A combination of an economy without an internal driver, conservative domestic subjects and an external environment lacking a real recovery, makes me lean toward relaxed monetary conditions.
21.3.	M. Singer (Prague Post)	Barring some big surprise, the interest rates will be rather stable this year. There are dangers on both sides — probably more on the inflationary side — but a lot of this is caused by the increase in VAT, which we do not take into account in monetary policy because we cannot smooth inflation over the tax changes.

6. Měnověpolitické doporučení SMS

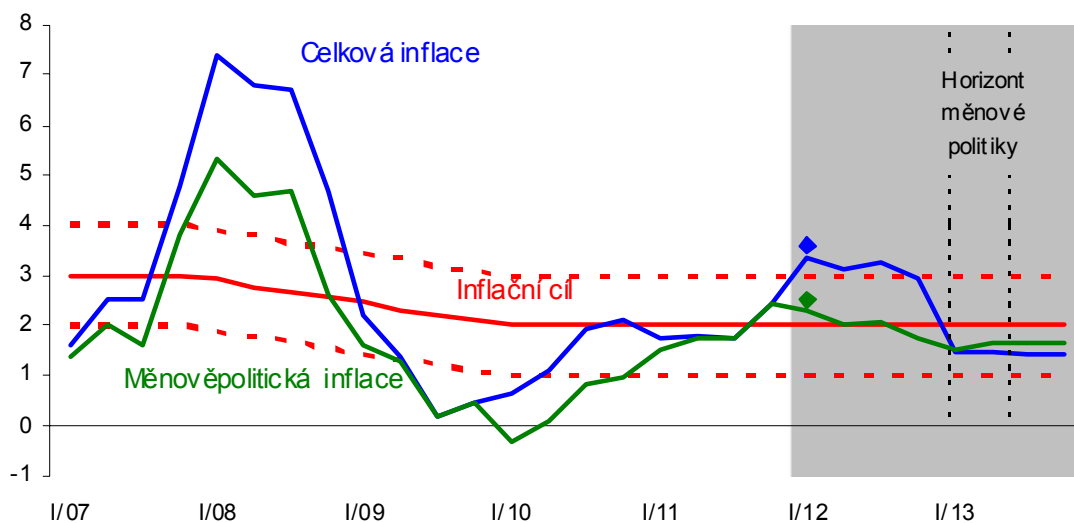
Sekce měnová a statistiky doporučuje na březnovém měnověpolitickém zasedání bankovní rady **ponechat úrokové sazby na stávající úrovni.**

Komunikační doporučení:

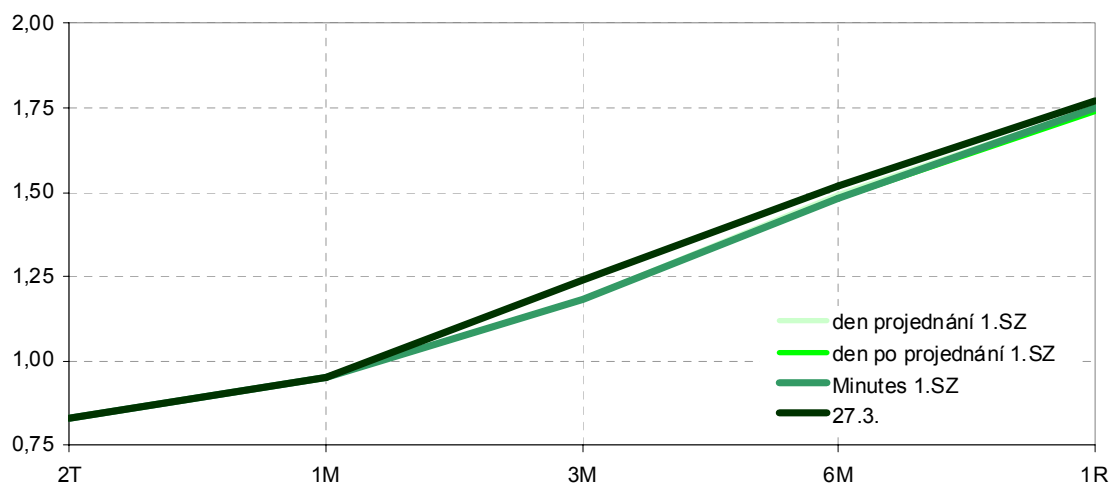
Doporučujeme komunikovat, že v nejbližším období je nejpravděpodobnější stabilita domácích úrokových sazeb. Ve druhém pololetí tohoto roku přitom nelze zcela vyloučit jejich mírný pokles, tak jak naznačuje stávající prognóza. V ní stojí za mírným poklesem sazeb v uvedeném období kurzová korekce (která již nastala) a následný přechod koruny k postupnému posilování spolu s absencí inflačních tlaků z domácí ekonomiky (kde se hodnocení situace nezměnilo) a s klesající trajektorií úrokových sazeb v eurozóně (kde došlo oproti předpokladům prognózy k dalšímu snížení výhledu). Proti těmto faktorům stojí na

druhé straně zvýšená domácí inflace a její krátkodobý výhled, a to v míře vyšší než předpokládala stávající prognóza.

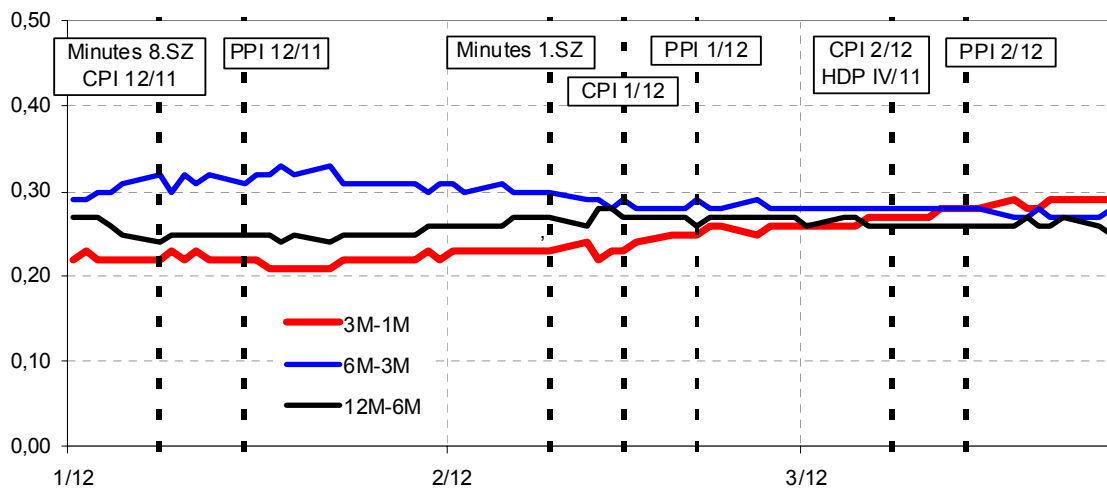
Graf 1: Prognóza inflace z 1. SZ 2012 a cíl ČNB



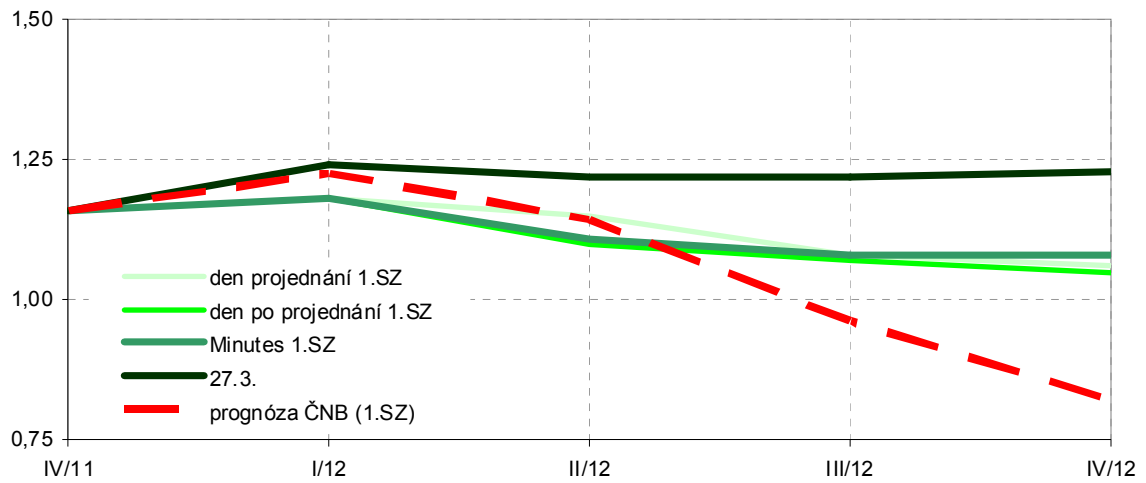
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



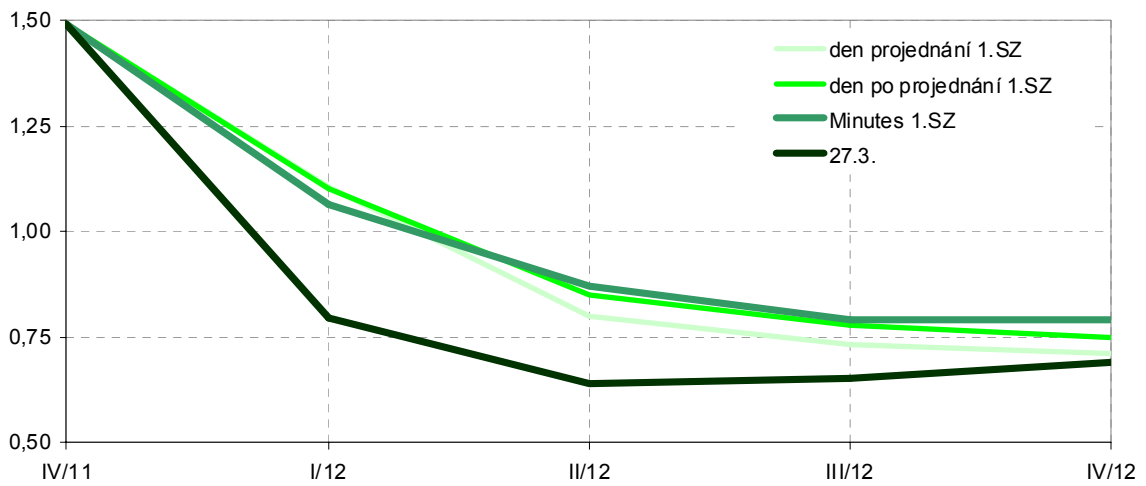
Graf 3: Úroková rozpětí – PRIBOR



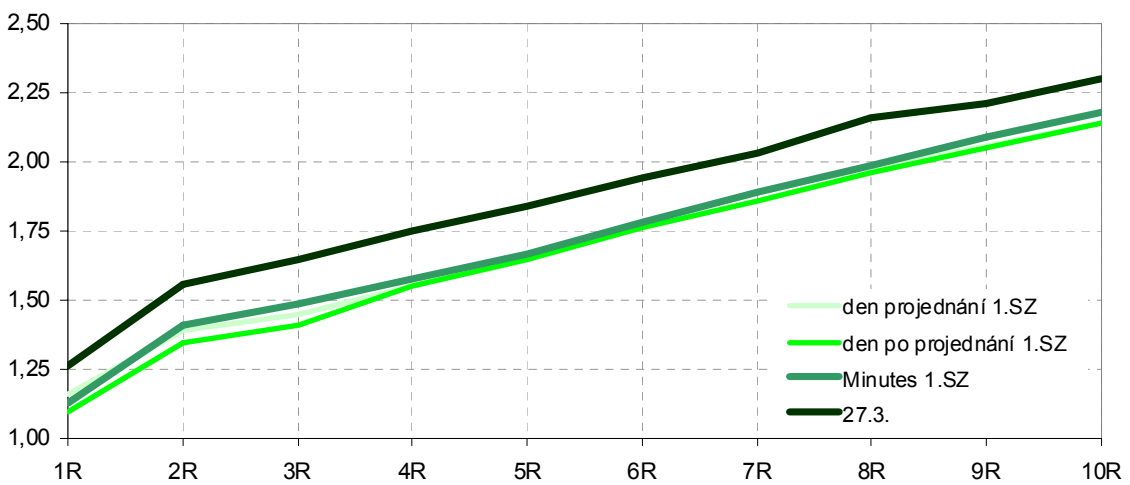
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



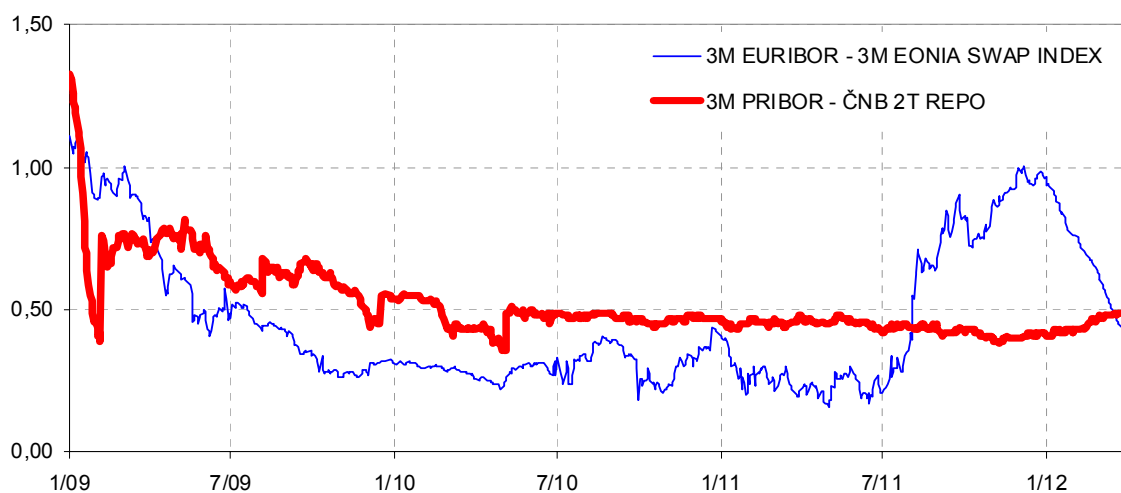
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



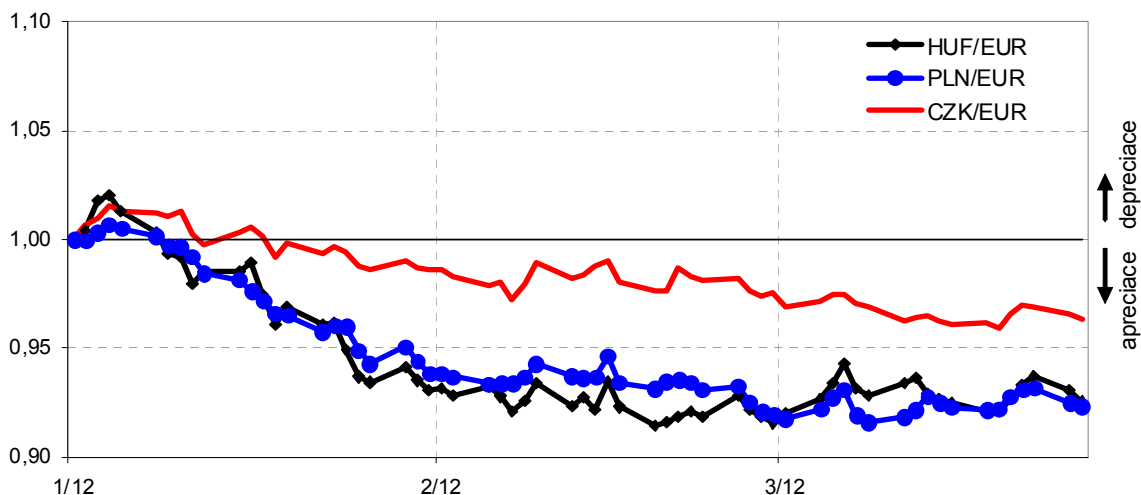
Graf 6: IRS CZK



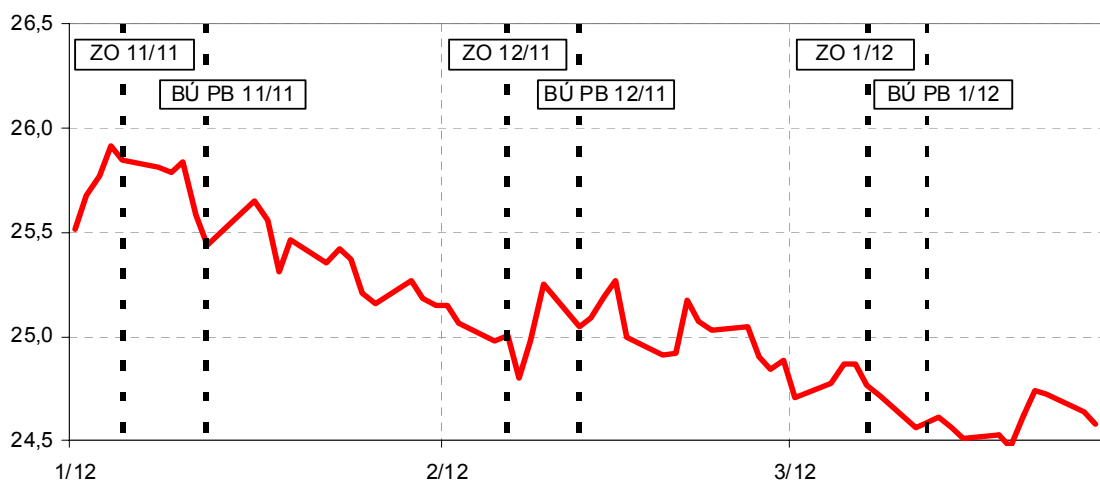
Graf 7: Úroková rozpětí na peněžním trhu v ČR a eurozóně



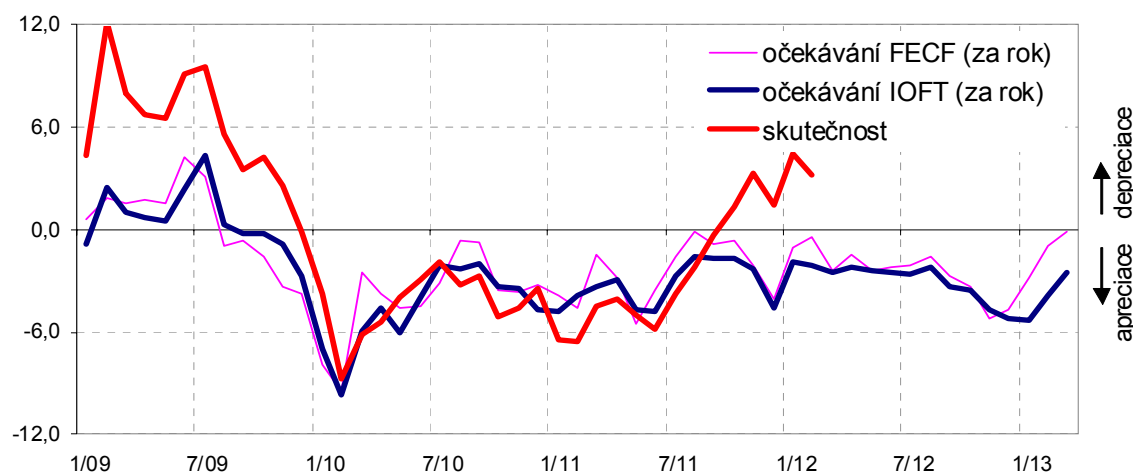
Graf 8: Kurzy středoevropských měn (1.1. = 1,0)



Graf 9: Kurz CZK/EUR

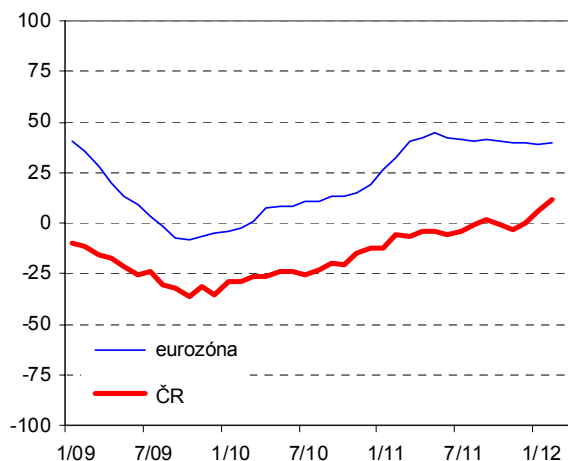


Graf 10: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

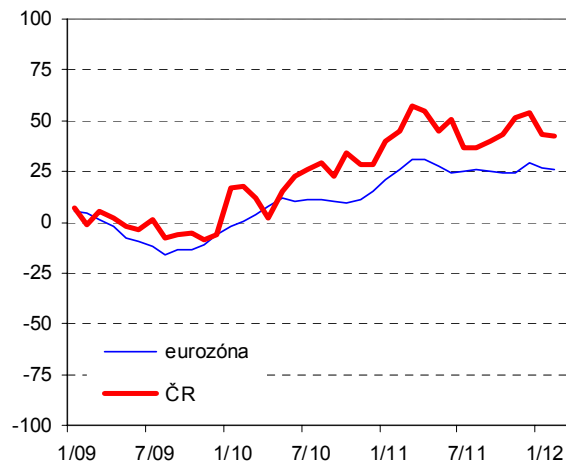


Graf 11: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

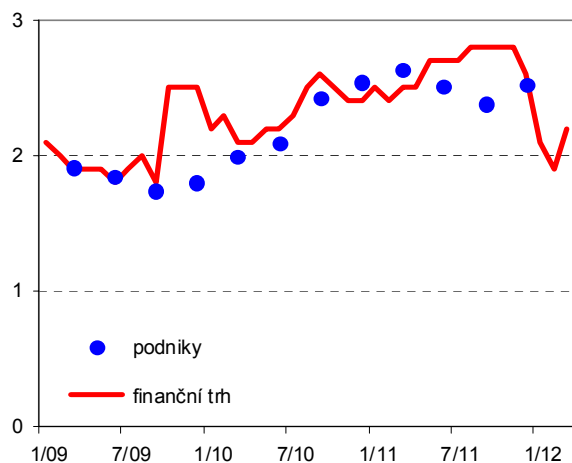


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících



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

Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R

