Měnověpolitické doporučení pro 5. SZ 2016

Sekce měnová

1. Prognóza z 5. SZ 2016

Východiskem pro srpnové měnověpolitické zasedání je ***nová makroekonomická prognóza z 5. SZ 2016***. Následující odstavce ve stručnosti shrnují počáteční podmínky, předpoklady a vyznění nové prognózy.

Inflace ve 2. čtvrtletí letošního roku v průměru mírně zpomalila, a nadále se tak nacházela výrazně pod cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma (Graf 4). Příčinou takto nízké inflace jsou nadále pozitivní nabídkové šoky ze zahraničí. Ty se projevují obnoveným poklesem cen potravin a regulovaných cen i propadem cen pohonných hmot, který se však již začal zmírňovat. Korigovaná inflace bez pohonných hmot, v jejímž vývoji se odráží růst domácí ekonomiky a mezd, tak zůstala hlavním zdrojem růstu spotřebitelských cen. Česká ekonomika na začátku letošního roku zpomalila svůj růst v důsledku zvolnění dynamiky investic. K hospodářskému růstu přitom kladně přispěly všechny složky poptávky kromě zásob.

Růst ekonomické aktivity v efektivní eurozóně se bude na celém horizontu prognózy nadále nacházet poblíž 2 %, v příštím roce však dočasně zpomalí pod tuto hranici v důsledku dopadů referenda o brexitu na ekonomický sentiment. Vývoj výrobních i spotřebitelských cen v eurozóně zůstává nadále velmi utlumený. V důsledku odeznění vlivu propadu cen ropy a stabilního růstu ekonomiky eurozóny se však výrobní i spotřebitelské ceny budou v dalším období postupně zvyšovat. Přispěje k tomu i uvolněná měnová politika ECB, která se promítá do výhledu tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR. Ty se až do konce roku 2018 nacházejí v záporných hodnotách. To se – spolu s výsledky referenda ve Spojeném království – projevuje také dalším očekávaným oslabováním kurzu eura vůči americkému dolaru. U ceny ropy Brent se předpokládá její pozvolný nárůst.

Růst české ekonomiky v letošním roce zpomalí na 2,4 % z důvodu poklesu tvorby hrubého kapitálu, do něhož se promítne především propad vládních investic spolufinancovaných z EU fondů. Ekonomiku naopak podporují nadále uvolněné měnové podmínky, nízké ceny komodit i rostoucí zahraniční poptávka. Po odeznění propadu vládních investic a v podmínkách nadále robustní spotřeby domácností růst HDP v příštím roce zrychlí na 3 % a stejným tempem ekonomika poroste i v roce 2018. Rostoucí ekonomická aktivita se bude projevovat pokračujícím zvyšováním zaměstnanosti, i když jeho tempo bude zpomalovat. To povede k dalšímu, byť již jen lehkému, poklesu míry nezaměstnanosti. Mzdy v podnikatelské i nepodnikatelské sféře dále zrychlí svůj růst.

Inflace se začne v nejbližším období zvyšovat. K jejímu nárůstu budou přispívat inflační tlaky z domácí ekonomiky plynoucí především z růstu mezd a odeznívající protiinflační vliv dovozních cen. Korigovaná inflace bez pohonných hmot začne od čtvrtého čtvrtletí letošního roku zrychlovat a zhruba ve stejné době obnoví svůj růst i ceny potravin. Regulované ceny se letos v souhrnu téměř nezmění a poté porostou. Aktuálně hluboký meziroční pokles cen pohonných hmot se bude dále zmírňovat a počínaje koncem letošního roku začnou tyto ceny růst. V důsledku toho dosáhne celková inflace ve 2. čtvrtletí příštího roku 2% inflačního cíle, který na horizontu měnové politiky (tedy ve 3. a 4. čtvrtletí roku 2017) mírně překročí. V roce

2018 se pak inflace bude shora navracet k cíli v prostředí posilujícího kurzu a zmírnění růstu domácích nákladů.

Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017. Poté je s prognózou konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb při posilování měnového kurzu. Kurzový vývoj budou podle prognózy ovlivňovat zejména kladný úrokový diferenciál vůči euru, dozvuky kvantitativního uvolňování ECB a obnovená – i když oproti předkrizovému období výrazně pozvolnější – reálná konvergence české ekonomiky k vyspělým zemím eurozóny.[1]

V průběhu zpracování prognózy bylo identifikováno několik nejistot. Patří k nim rozsah dopadu referenda o brexitu na zahraniční poptávku a vlivu domácího volebního cyklu na zvyšování výdajů v diskreci vlády. Nadále také přetrvávají nejistoty ohledně hloubky propadu vládních investic v letošním roce. Poněkud se naopak zmírnila nejistota ohledně vlivu dlouhodobě nízké inflace na ukotvenost inflačních očekávání.

Celkově hodnotí sekce měnová rizika nové prognózy v 5. SZ 2016 jako vyrovnaná.

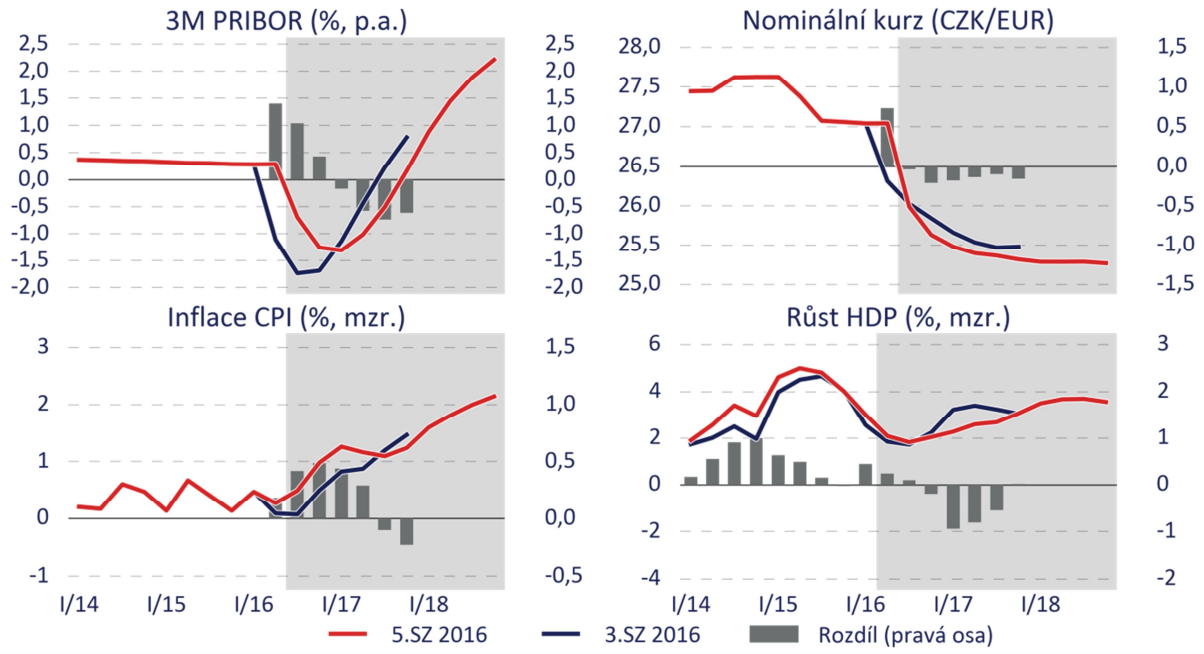
2. Diskuze potřeby dalšího uvolnění měnové politiky

Standardním východiskem úvah o případné změně parametrů kurzového závazku (jeho hladiny a doby jeho využívání) jsou vedle prognózy též tři již tradiční simulace: scénář s volnými sazbami, který signalizuje rozsah potřebného uvolnění měnových podmínek při použití tradičního nástroje (tedy skrze hypotetické snížení úrokových sazeb), scénář s endogenním kurzem, který ukazuje rozsah potřebného uvolnění měnových podmínek prostřednictvím měnového kurzu, a scénář s variantním časovým umístěním předpokládaného ukončení kurzového závazku.

Simulace s volnými úrokovými sazbami (viz Graf 1) abstrahuje od existence jejich nulové dolní meze i kurzového závazku na hladině 27 CZK/EUR. Pro nejbližších několik čtvrtletí simulace naznačuje menší potřebu uvolnění měnových podmínek prostřednictvím snížení repo sazby, než tomu bylo v simulaci ze 3. SZ. Hypotetický pokles sazeb kulminuje v aktuální simulaci v prvním čtvrtletí 2017 a činí šest až sedm snížení o standardních 0,25 procentního bodu. Menší potřeba uvolnění měnové politiky oproti minulé verzi této simulace je dána přiblížením okamžiku očekávaného dosažení 2% inflačního cíle („efekt vysezení“) v kombinaci s mírně vyššími inflačními tlaky z domácí ekonomiky. Kurz je na celém horizontu prognózy oproti simulaci ze 3. SZ prognózy mírně silnější. Trajektorie inflace je do 2. čtvrtletí 2017 vyšší než ve 3. SZ, poté je naopak o něco nižší. Cíle ČNB je přitom dosaženo až v průběhu roku 2018, tj. za horizontem měnové politiky.

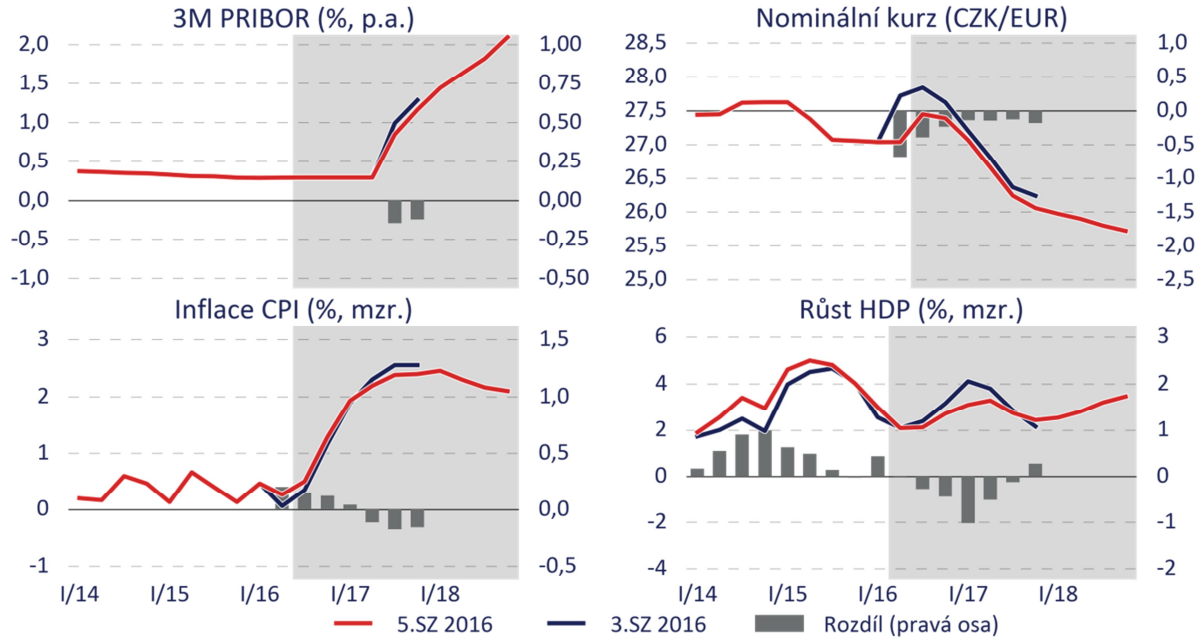
[1] Prognóza přitom nebere do úvahy, že posílení kurzu koruny může být tlumeno zajištěním kurzového rizika ze strany vývozců ještě před opuštěním kurzového závazku ČNB, uzavíráním korunových pozic finančních investorů a případnými intervencemi ČNB ke zmírnění kurzových výkyvů po ukončení jejího závazku.

Graf 1: Scénář s volnými úrokovými sazbami



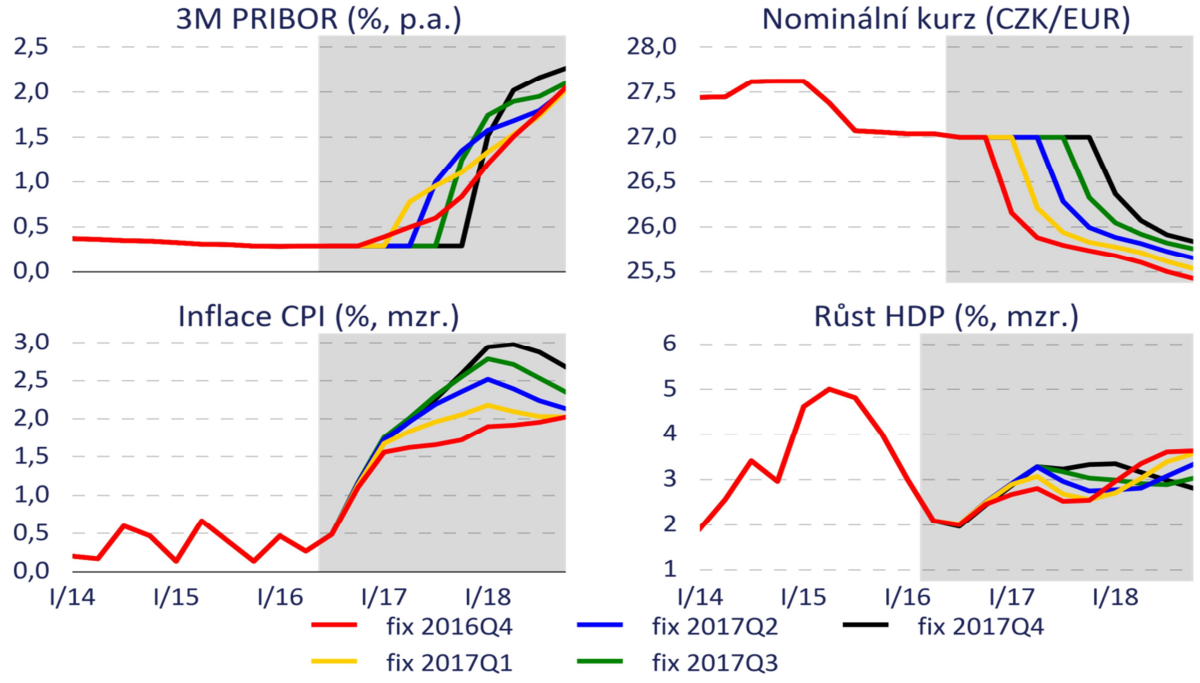
V **simulaci s endogenním kurzem** (viz Graf 2) se kurz pohybuje na celém horizontu prognózy na mírně silnější (méně oslabené) úrovni, než tomu bylo ve verzi této simulace ze 3. SZ. Simulace tak naznačuje mírně nižší potřebu dodatečného uvolnění měnových podmínek prostřednictvím dalšího oslabení kurzu, než tomu bylo ve 3. SZ. Inflace se ve srovnání se zmíněnou minulou verzí této simulace pohybuje do 1. čtvrtletí 2017 lehce výše, poté je naopak nepatrně nižší. Na horizontu měnové politiky dosahuje 2% cíle ČNB, v roce 2017 jej mírně přestřeluje a v roce 2018 se k němu shora navrací. Úrokové sazby jsou do 2. čtvrtletí 2017 shodné s verzí této simulace ze 3. SZ, ve druhém pololetí 2017 je jejich nárůst nepatrně pozvolnější.

Graf 2: Scénář s endogenním kurzem



Simulace s variantním časovým umístěním exitu (viz Graf 3) potvrzuje, že zachování kurzového závazku do poloviny roku 2017, tedy v souladu s předpokladem nové prognózy (modrá čára), zaručuje dostatečně robustní plnění 2% inflačního cíle na horizontu měnové politiky. O čtvrtletí dřívější exit (žlutá čára) by naproti tomu znamenal pouze „křehké“ plnění cíle a z toho plynoucí větší riziko, že po opuštění kurzového závazku vznikne potřeba měnové podmínky opětovně uvolnit.[2] Naopak prodlužování doby používání kurzu za horizont poloviny příštího roku by vedlo ke stále výraznějšímu nadstřelování inflačního cíle. Odsouvání předpokládaného exitu v čase odpovídá v simulaci čím dál strmější nárůst úrokových sazeb a o něco mírnější posilování kurzu po provedení exitu.

Graf 3: Scénář s variantním časovým umístěním předpokládaného konce kurzového závazku



3. Rizika a nejistoty prognózy

V průběhu zpracování prognózy bylo identifikováno několik nejistot. První z nich je **rozsah dopadů referenda o brexitu na poptávku po českých exportech v blízké budoucnosti.** Negativní dopady výsledků referenda do sentimentu ekonomických subjektů v zemích našich hlavních obchodních partnerů (včetně samotného Spojeného království) jsou z povahy věci obtížně kvantifikovatelné. Z hlediska vývoje poptávky po českých exportech v nejbližších čtvrtletích proto mohou být tyto negativní dopady výraznější oproti tomu, co bylo na základě červencových výhledů Consensus Forecasts zapracováno do nové prognózy.[3] Na druhou stranu samotné pravděpodobné budoucí vystoupení Spojeného království z EU a s ním

[2] Ještě dřívější exit (již začátkem roku 2017; červená čára) by pak vedl k podstřelování 2% inflačního cíle téměř na celém horizontu prognózy.

[3] Do Spojeného království směřuje zhruba 5 % českého vývozu, přičemž téměř tři čtvrtiny z toho jsou koncentrovány ve skupině strojů a dopravních prostředků (téměř čtvrtina je vývoz osobních automobilů; blíže viz Box 4 v kap III 5. SZ). Negativně mohou být zasaženi i čeští subdodavatelé vývozců z Německa a dalších států EU.

spojené riziko významnějších negativních ekonomických a obchodních dopadů na evropské země leží za horizontem měnové politiky.[4]

Nejistoty jsou spojeny i s budoucím vývojem ve **fiskální oblasti**. Na jedné straně je možný **výraznější útlum v oblasti vládních investic**, než očekává prognóza, mimo jiné z důvodu nutnosti opakovat posouzení dopadů u některých infrastrukturních projektů na životní prostředí (EIA). Rizikem v opačném směru jsou případné **vyšší vládní výdaje v souvislosti s blížícími se parlamentními volbami v roce 2017**.

Ve světle posledních údajů o vývoji mezd **se oproti minulé prognóze poněkud zmírnila nejistota ohledně vlivu dlouhodobě nízké inflace na ukotvenost inflačních očekávání**.

Aktuální cena ropy se nachází o více než 10 % pod předpokladem prognózy pro 3. čtvrtletí 2016. Jedná se však zatím jen o krátkodobý vývoj.

Celkově sekce měnová hodnotí **rizika prognózy z 5. SZ** na horizontu měnové politiky jako **vyrovnaná.**

4. Další měnověpolitické úvahy

Nová prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky a stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do poloviny roku 2017. Dle prognózy inflace na horizontu měnové politiky mírně přesáhne 2% inflační cíl, jehož udržitelné plnění je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky. Změna příběhu mezi novou prognózou a prognózou ze 3. SZ je minimální, a ani kvantitativně k žádným zásadním posunům ve výhledu klíčových veličin oproti minulé prognóze nedošlo. Rizika nové prognózy jsou hodnocena jako vyrovnaná. To spolu s dalšími již tradičně zpracovávanými simulacemi (viz část 2 tohoto MPD) **potvrzuje potřebu udržovat měnové podmínky uvolněné přinejmenším v dosavadním rozsahu**.

Není tudíž důvod měnit nastavení měnové politiky ani související komunikaci (viz část 8 tohoto MPD).

5. Vyjádření sekce bankovních obchodů

Koruna v reakci na překvapivý výsledek britského referenda krátkodobě oslabila k hranici 27,200 vlivem zavírání krátkých pozic v CZK. Zájem domácích klientů pomohl tento tlak absorbovat a koruna se následně začala vracet zpět k hranici 27,020. **Na konci druhé červencové dekády jsme tak museli, poprvé od 8. června, opět vstoupit na trh.** Během července jsme nakoupili celkem 307 mil. EUR (v červnu 313 mil. EUR). Na trhu panuje utlumená aktivita, objemy obchodů jsou v některých dnech i méně než poloviční, než je běžné. Klid je také na trhu s deriváty, implikované výnosy z těchto derivátů se stále drží okolo -0,5 %.

[4] Do té doby tak budou působit zejména tržní reakce, dopady na sentiment ekonomických agentů a jejich vpředhledící reakce na očekávaný brexit v oblasti investic. Navíc pokud by výsledky referenda o brexitu přispěly k dalšímu uvolnění měnové politiky ECB, mohly by mít nepřímo vliv na optimální načasování opuštění kurzového závazku ČNB.

Vzhledem k tomu, že koruna aktuálně není vystavena žádnému spekulativnímu tlaku, není z našeho pohledu důvod uvažovat o zavedení záporných sazeb. Trh od nás tento krok neočekává a ani nereagoval na stažení záporných sazeb z naší komunikace po posledním měnovém zasedání.

6. Dosavadní komunikace ČNB

Na tiskové konferenci po červnovém měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB M. Singer přednesl Prohlášení bankovní rady rekapitulující minulou prognózu a hodnotící nově dostupné informace získané od jejího zpracování. Prognóza byla založena na předpokladu stability tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017.

Bankovní rada vyhodnotila rizika minulé prognózy na horizontu měnové politiky jako mírně protiinflační. Bankovní rada konstatovala, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v roce 2017. Bankovní rada přitom viděla jako pravděpodobné ukončení závazku v polovině roku 2017.

Během července se několik členů BR vyjádřilo k měnové politice ČNB, resp. k jejímu budoucímu nastavení (viz Tabulka 1). V jejich vyjádřeních zaznělo, že v současné době není důvod měnit nastavení měnové politiky a tudíž že – v souladu s červnovým zasedáním BR – ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v roce 2017, přičemž k ukončení závazku pravděpodobně dojde v polovině roku 2017.

Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů bankovní rady v médiích

12.7.	V. Benda (Reuters)	Zatím říkám rok 2017 s tím, že největší pravděpodobnost se jeví v polovině příštího roku. Bude to ale záviset také na vývoji v eurozóně (Pozn.: vyjádření k návratu ČNB ke standardní měnové politice). Politika ECB je nastavena tak, že nám to neusnadňuje. Klíčové je pro nás sledovat vývoj mezd. Vývoj mezd je zatím v porovnání s naší prognózou na svižnější straně a je velmi pravděpodobné, že bude v průběhu příštího roku dále akcelerovat. Mám představu, že pohyb kurzu nebude tak výrazný, aby centrální banka musela zásadně zasahovat, a že bude také prostor pro zvyšování úrokových sazeb, i když asi ne v takovém rozsahu, který banka momentálně publikuje ve své modelové prognóze.
12.7.	V. Benda (Bloomberg)	Projections from the last prognosis seem to be materializing, which means that the forecast of inflation returning to target at around mid-2017 appears to be realistic. So for now, I don't see any reason to reassess the level of the koruna commitment or change the expected timing of the exit. With nominal wage growth of 4 percent or more, I don't see any need to discuss the level of the koruna commitment. I can't rule it out but, at this point, I think we will be able to do without negative rates.
13.7	J. Rusnok (Právo)	Není žádný významný makroekonomický důvod měnit nastavení měnové politiky. Nevidím ani napětí na domácím trhu z hlediska nějakého přehřívání ekonomiky, neprojevuje se ani dramatický nárůst mezd. Banka ve svých krocích stála na straně podpory ekonomickému růstu. To bude pokračovat. Kurzová politika samozřejmě není nástroj, který by nahradil smysluplnou hospodářskou politiku, je to jen jeden z mnoha nástrojů, který v určité specifické situaci malé otevřené ekonomiky s velmi omezenými možnostmi jiných nástrojů může pomoci, což byl právě náš případ. Nespoléhejme ale, že bychom mohli měnovou politikou zachránit cokoli, už vůbec ne nějaké strukturální problémy, pokud se budou odhalovat. Ke štěstí se nedostaneme depreciacemi koruny, nikdo to ani tak nezamýšlí.
13.7.	J. Rusnok (Týden)	Na této politice (Pozn.: myšleno měnové politice) nevidím v tuto chvíli důvod k nějakým zásadním změnám. Vše, co jsme na posledních zasedáních deklarovali, je v tuto chvíli i nadále platné.

13.7.	J. Rusnok (ihned.cz)	Při dosažení cenové stability se budeme vždy snažit nastavit měnovou politiku tak, aby podporovala hospodářskou politiku vlády, to znamená ekonomický růst. V tuto chvíli není žádný důvod pro změnu nastavení měnové politiky. Zatím z hlediska přehřívání ekonomiky nevidíme na domácím trhu žádné napětí. Záporné sazby by podle všech našich analýz a předpokladů nebyly příliš efektivní. Zajímavé by mohly být jen pro určité posílení udržitelnosti kurzového závazku. Nespoléhejme na to, že bychom mohli měnovou politikou zachraňovat kdykoliv cokoliv. Představa o tom, že bychom se dostali ke štěstí opakovanými depreciacemi koruny, je špatná. Vždy jsem říkal, že to (Pozn.: devizové intervence) bylo použito za velmi specifických okolností a koneckonců to je dočasný nástroj. Časem, až to umožní podmínky, bude opuštěn.

7. Reakce a očekávání finančních trhů

Červnové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno všemi analytiky. Stabilitu základních sazeb ČNB očekávalo všech patnáct analytiků z dotazníků IOFT (15.6.), všech patnáct analytiků podle šetření agentury Bloomberg (27.6.) i všech šestnáct analytiků oslovených agenturou Thomson Reuters (29.6.). Analytici z průzkumu IOFT předpokládali ukončení režimu intervencí v období 1Q17 až 1Q18, analytici z průzkumu Thomson Reuters v období 1Q17 až 3Q18.

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR zůstaly stabilní, sklon výnosové křivky sazeb PRIBOR je rostoucí. Výhled sazeb FRA implikuje v ročním horizontu nepatrný pokles sazby 3M PRIBOR. Na tomto horizontu se tak očekávané tržní sazby pohybují nepatrně pod úrovní sazeb předpokládanou v nové prognóze ČNB.

Sazby IRS se od posledního zasedání BR lehce zvýšily po celé délce křivky. Výnosová křivka sazeb IRS zůstává pozvolna rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,1 p.b., spread 10R-1R činí 0,3 p.b.

Současná očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb jsou následující. Z dotazníků IOFT (15.7.) vyplývá, že na srpnovém zasedání BR ČNB i v ročním horizontu všech čtrnáct analytiků očekává stabilitu základních sazeb ČNB. Rovněž všech dvacet analytiků oslovených agenturou Bloomberg (1.8.) očekávalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na srpnovém měnověpolitickém zasedání BR ČNB.

Analytici v rámci šetření IOFT a FECF v průměru očekávají, že kurz v horizontu 1R posílí lehce pod hladinu 27 CZK/EUR. Prognóza ČNB předpokládá pro 3Q17 (první čtvrtletí po opuštění kurzového závazku) kurz na úrovni 26,3 CZK/EUR. Okamžik ukončení intervenčního režimu je aktuálně očekáván v období 1Q17 až 1Q18, blíže viz Tabulka 2.

Tabulka 2: Očekávání analytiků ohledně okamžiku ukončení režimu devizových intervencí dle IOFT (15.7.)

2016		2017				2018			
3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
		●	●●●	●●●●●●	●●●●	●			

8. Měnověpolitické doporučení sekce měnové (5. SZ)

Sekce měnová doporučuje na srpnovém měnovém zasedání bankovní rady:

- **ponechat měnověpolitické úrokové sazby beze změny**;

- **potvrdit závazek ČNB v případě potřeby intervenovat** na devizovém trhu na oslabení kurzu tak, aby udržovala kurz koruny poblíž hladiny 27 CZK/EUR; opět připomenout, že ČNB je nadále připravena automaticky, tedy bez nutnosti dalšího rozhodnutí bankovní rady, provádět časově i objemově neomezené intervence na udržení svého kurzového závazku;

- konstatovat, že aktuálně došlo v souladu očekáváním ČNB k **dočasnému poklesu inflace** do blízkosti nuly. To odráží skutečnost, že domácí cenový vývoj je stále pod vlivem protiinflačních faktorů ze zahraničí, od jejichž primárních dopadů měnová politika odhlíží a soustředí se na případné nepříznivé druhotné efekty;

- uvést v tomto kontextu, že **korigovaná inflace bez pohonných hmot je zřetelně kladná**, když se v ní pozitivně projevuje růst domácí ekonomiky a mezd;

- sdělit, že podle nové prognózy předpokládající používání kurzu do poloviny příštího roku **inflace na horizontu měnové politiky** (tedy ve 3. a 4. čtvrtletí 2017) **mírně přesáhne 2% inflační cíl**, jehož udržitelné plnění je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky;

- vyhodnotit **bilanci rizik nové prognózy jako vyrovnanou**, s tím, že hlavní nejistotou je rozsah dopadů referenda o brexitu na vývoj zahraniční poptávky po českých exportech;

- v zájmu podpory ukotvenosti inflačních očekávání a zachování kontinuity připomenout, že **ČNB je i nadále připravena posunout hladinu kurzového závazku na slabší úroveň, pokud by mělo dojít k systematickému poklesu inflačních očekávání projevujícímu se ve vývoji nominálních veličin, zejména mezd**;

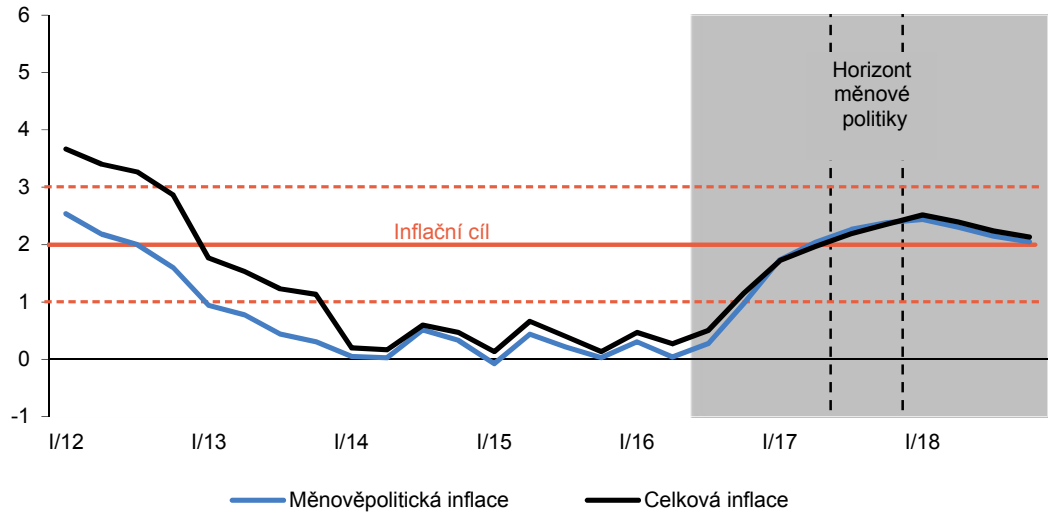
- zopakovat, že **potřeba udržovat měnové podmínky uvolněné přinejmenším v dosavadním rozsahu přetrvává**;

- opět proto konstatovat, že **ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v roce 2017**;

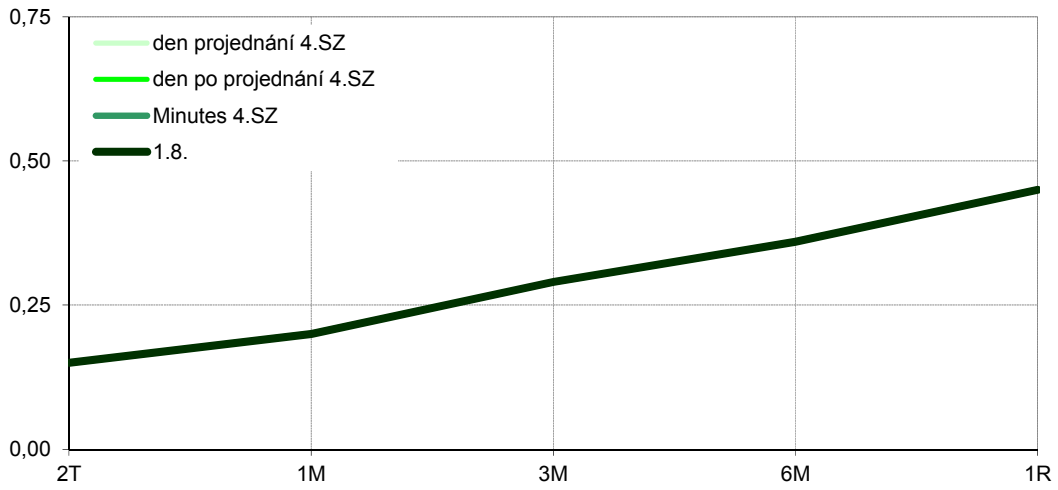
- dodat současně, že bankovní rada i nadále vidí jako **pravděpodobné ukončení závazku v polovině roku 2017**;

- pokračovat v komunikaci, že **ukončení závazku nepovede ke skokovému posílení kurzu** na mírně nadhodnocenou úroveň před zahájením intervencí ČNB, neboť v mezidobí dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin a posílení kurzu koruny po opuštění závazku bude navíc tlumeno masivním zajištěním kurzového rizika ze strany vývozců během trvání závazku, stejně jako uzavíráním korunových pozic finančních investorů a případnými intervencemi ČNB ke zmírnění kurzových výkyvů po ukončení závazku.

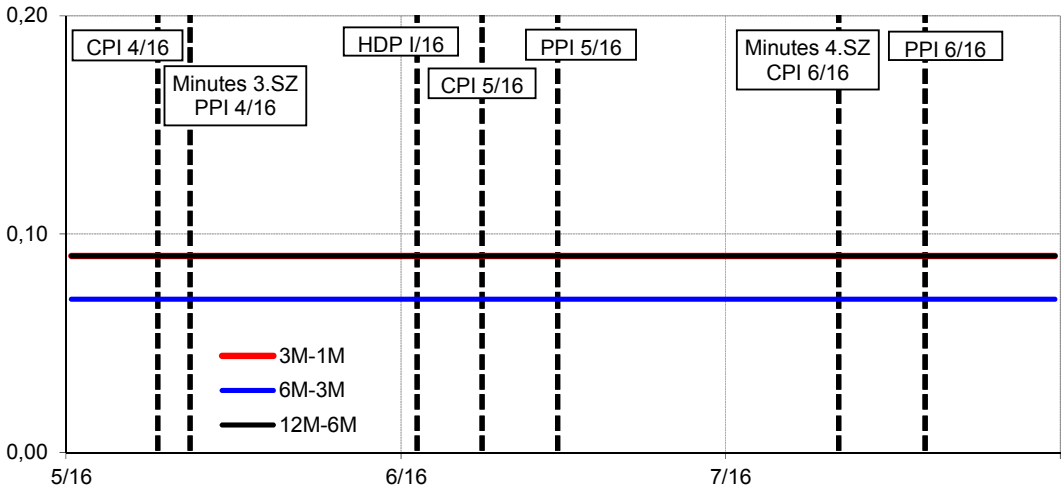
Graf 4: Prognóza inflace z 5. SZ 2016 a cíl ČNB



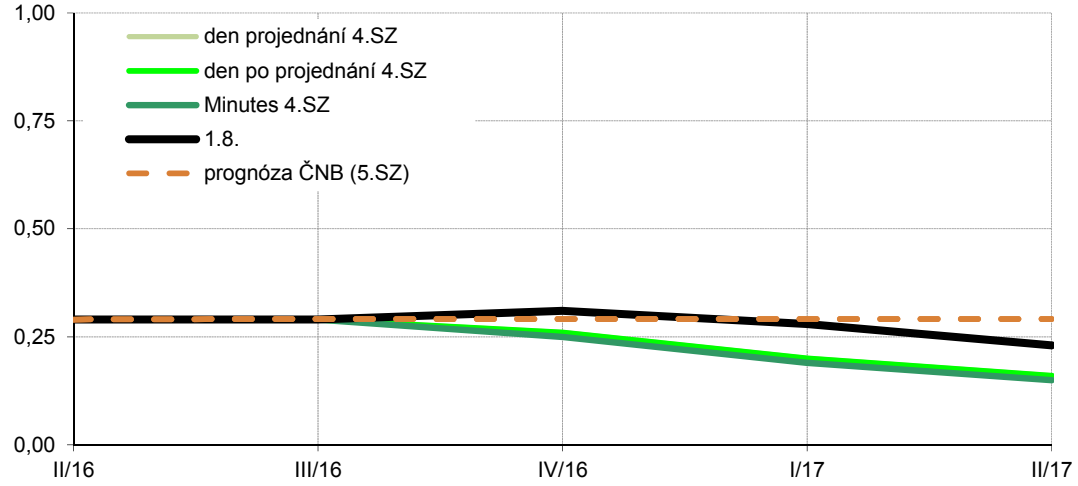
Graf 5: Výnosové křivky PRIBOR



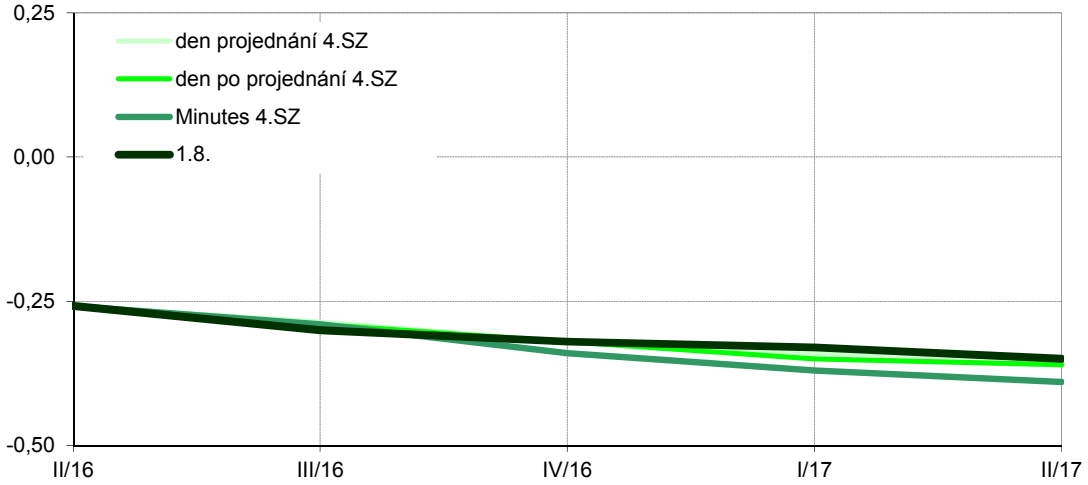
Graf 6: Úroková rozpětí – PRIBOR



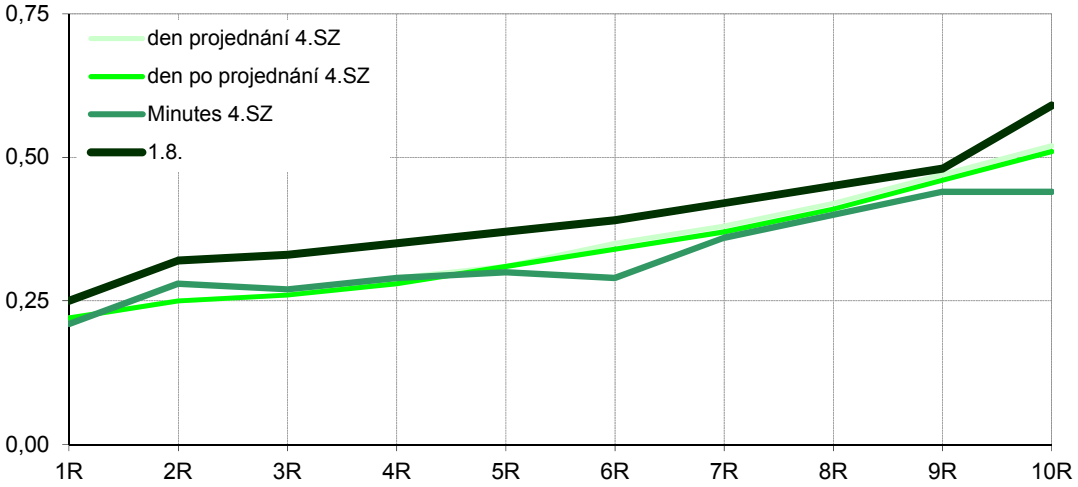
Graf 7: 3M PRIBOR, FRA



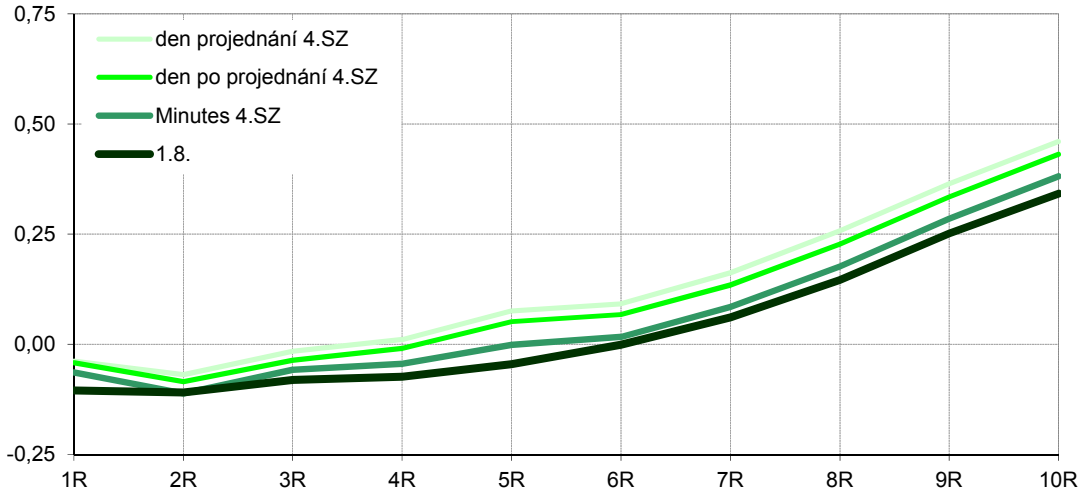
Graf 8: 3M EURIBOR, FRA



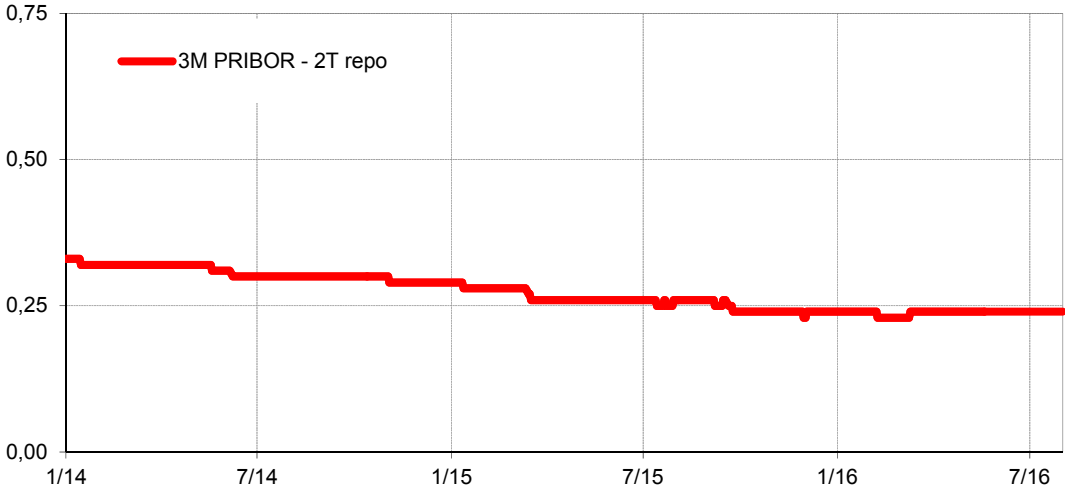
Graf 9: IRS CZK



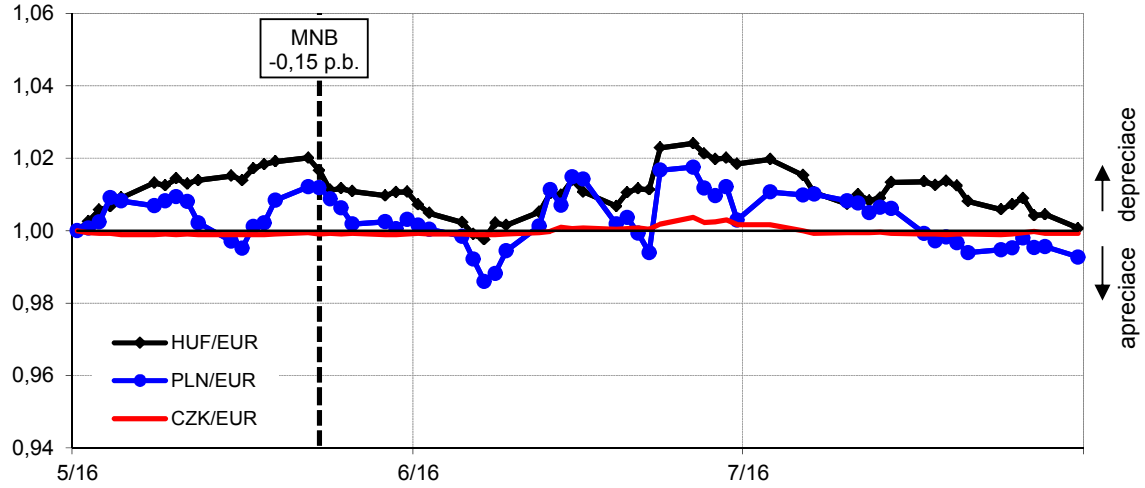
Graf 10: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



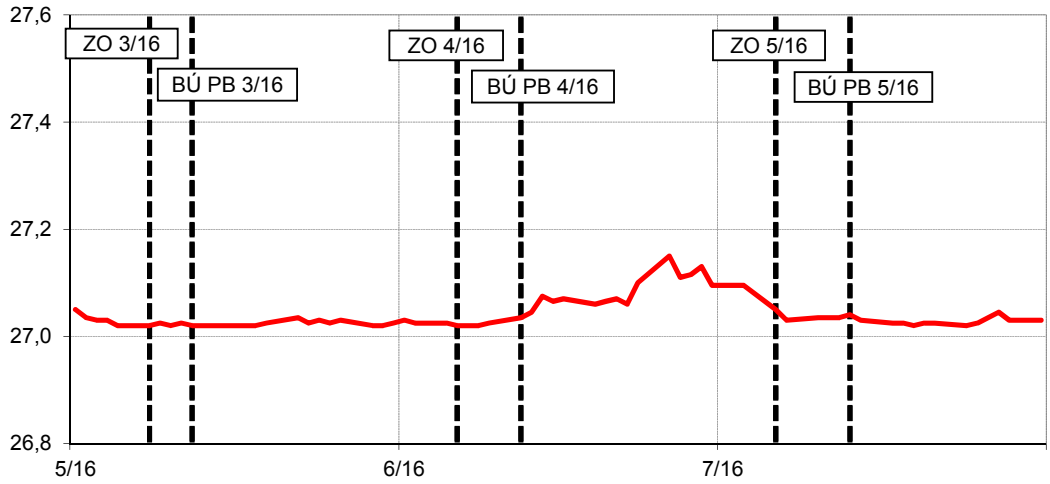
Graf 11: Úrokové rozpětí v ČR



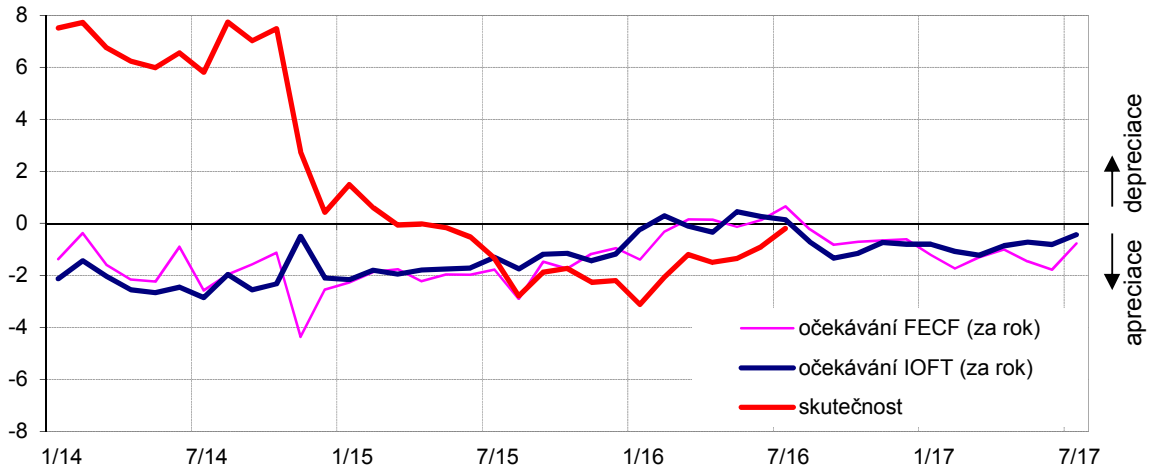
Graf 12: Kurzy středoevropských měn (1.5. = 1,00)



Graf 13: Kurz CZK/EUR

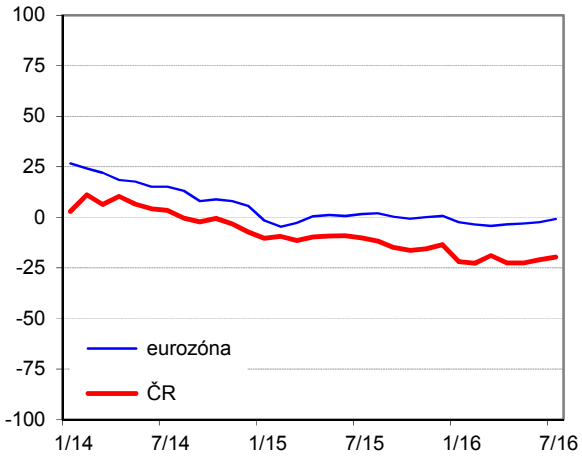


Graf 14: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

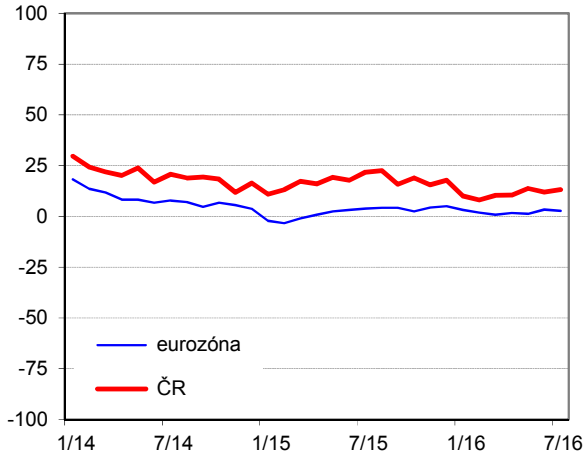


Graf 15: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

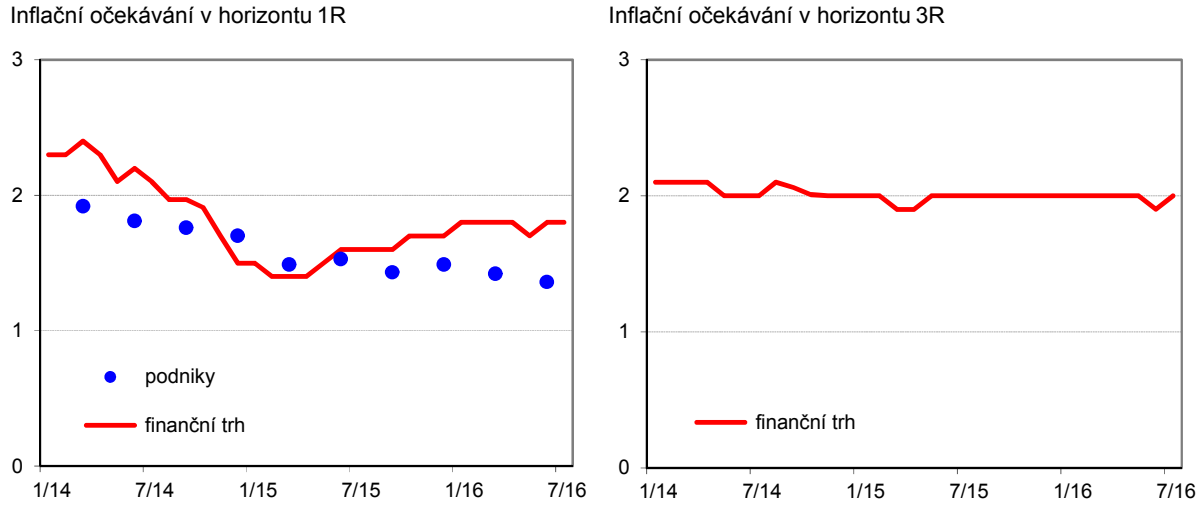
Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců



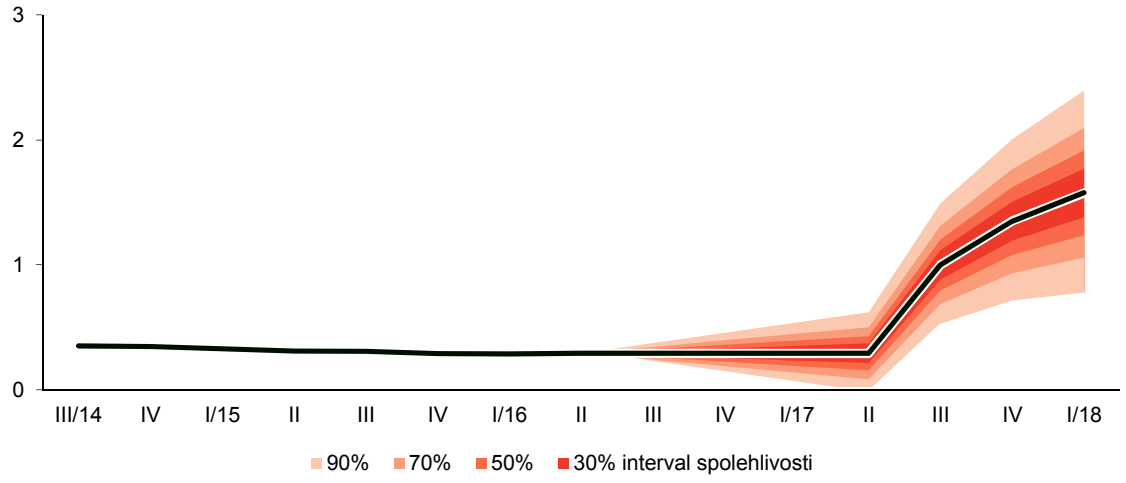
Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících



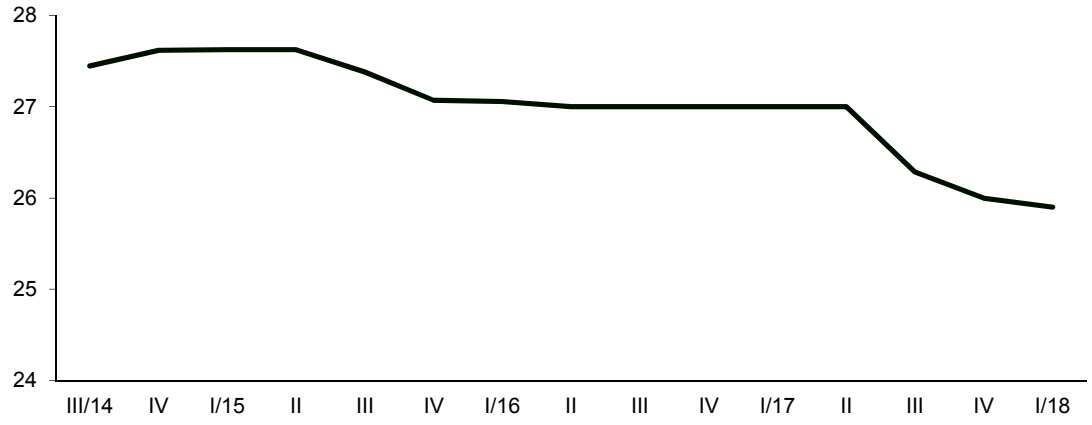
Graf 16: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %



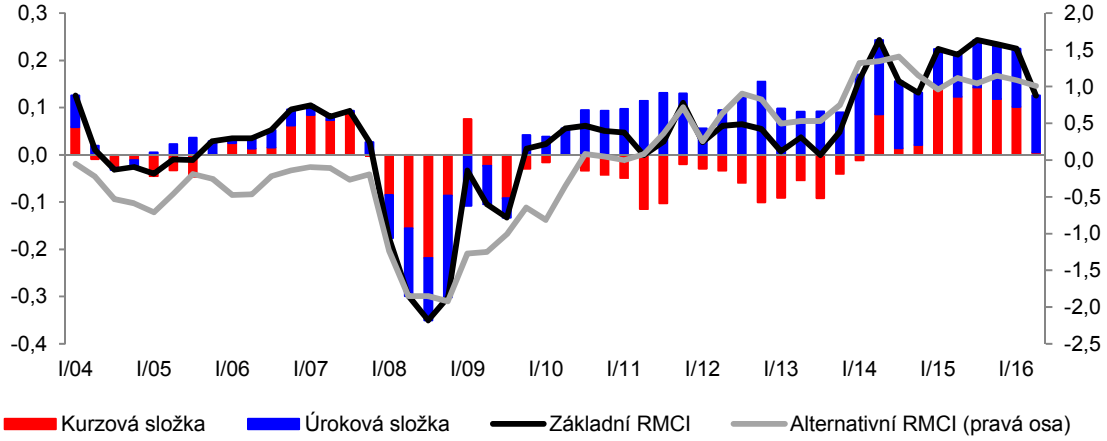
Graf 17: Vějířový graf úrokových sazeb v %



Graf 18: Prognóza měnového kurzu CZK/EUR



Graf 19: Index reálných měnových podmínek



Poznámka: u základního indexu kladné hodnoty odpovídají uvolněným měnovým podmínkám a naopak
u alternativního indexu růst hodnoty odpovídá uvolňování měnových podmínek a naopak