

Měnověpolitické doporučení pro 8. SZ 2017

Sekce měnová

1. Prognóza ze 7. SZ 2017

Východiskem pro prosincové měnověpolitické zasedání zůstává **makroekonomická prognóza ze 7. SZ 2017**, jejíž počáteční podmínky, předpoklady a vyznění ve stručnosti rekapituluji následující odstavce.

Podle předpokladů stávající prognózy poroste ekonomika eurozóny v efektivním vyjádření až do konce roku 2019 více než 2% tempem. Růst zahraničních cen průmyslových výrobců bude ve zbytku letošního roku dále slábnout v důsledku posílení eura a odeznívání vlivu předchozího zvýšení cen surovin, poté opět zrychlí. Ze stejného důvodu se bude inflace spotřebitelských cen v eurozóně jen pozvolna přibližovat ke 2 %. Tržní úrokové sazby 3M EURIBOR se pohybují téměř na celém výhledu v záporných hodnotách v důsledku nadále uvolněné měnové politiky ECB. Kurz eura vůči dolaru by měl být zhruba stabilní mírně pod hladinou 1,2 USD/EUR.

Dle stávající prognózy dosáhne růst české ekonomiky letos 4,5 %, v následujících dvou letech jeho tempo zvolní. Zvyšování domácí ekonomické aktivity bude taženo především robustním růstem spotřeby domácností v prostředí vysokého růstu jejich příjmů. Investice dle stávající prognózy ožíví, a to především ve vládním sektoru v důsledku zvýšeného čerpání evropských fondů. Fiskální politika bude k růstu domácí poptávky přispívat i prostřednictvím výrazného zvýšení platů ve veřejné sféře a zvyšování sociálních dávek. Ekonomika bude dále těžit ze stabilního růstu poptávky v eurozóně. Kladný příspěvek čistého vývozu k růstu HDP však postupně odezní v důsledku posílení kurzu koruny a zrychlení domácí poptávky. Měnová politika bude svým zpříšňováním v kurzové i úrokové složce působit proti dalšímu přehřívání domácí ekonomiky. V důsledku silícího nedostatku volné pracovní síly dojde ke zvolnění růstu zaměstnanosti a dalšímu urychlení – v současnosti již tak vysoké – dynamiky mezd. Prostor pro další snížení míry nezaměstnanosti je již malý.

Podle stávající prognózy setrvá inflace i po většinu roku 2018 nad 2% cílem, na horizontu měnové politiky se k němu vrátí. Celkové inflační tlaky v současnosti kulminují, přičemž odrážejí zrychlující mzdovou dynamiku v podmínkách robustního růstu domácí ekonomiky. Růst domácích nákladů ještě krátkodobě zrychlí v návaznosti na napjatou situaci na trhu práce. Poté se s přispěním stabilizačního působení měnové politiky zmírní, stále však budou domácí inflační tlaky převažovat nad protiinflačním působením dovozních cen. Pokles dovozních cen bude odrážet zejména posilující kurz koruny při dočasně slábnoucí dynamice zahraničních výrobních cen.

Kurz koruny dle stávající prognózy dále posílí zejména vlivem dřívějšího zpříšňování domácí měnové politiky oproti eurozóně. Prognóza kurzu pro čtvrté čtvrtletí 2017 (25,80 CZK/EUR) zohlednila předchozí vývoj na devizovém trhu ovlivňovaný tzv. překoupeností trhu. Ta bude dle předpokladů stávající prognózy částečně tlumit tempo posilování kurzu i v prvním čtvrtletí 2018. Poté kurz dále zpevní (až k hodnotám kolem 24,80 CZK/EUR koncem příštího roku). Ve směru posílení kurzu budou působit kladný úrokový diferenciál vůči eurozóně, nákupy aktiv ze strany ECB a pokračující reálná konvergence české ekonomiky k zemím eurozóny.

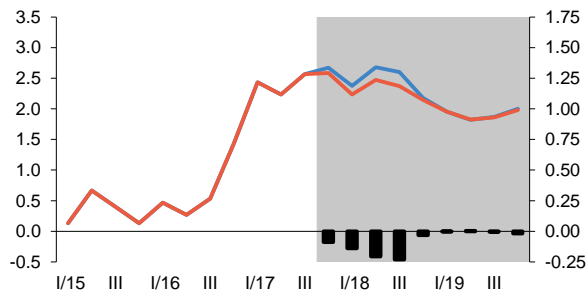
K návratu inflace k cíli přispěje dle stávající prognózy vedle posílení kurzu i další zvyšování úrokových sazeb. Ty se navrátí k předpokládané dlouhodobě neutrální úrovni (3 % pro 3M PRIBOR) koncem roku 2019. Zvyšování sazeb bude přitom zhruba do poloviny příštího roku brzděno pokračujícím kvantitativním uvolňováním ECB, které bude vytvářet tlak na posilování kurzu koruny.

2. Aktualizovaný scénář stávající prognózy a její další rizika

Graf 1: Srovnání aktualizovaného scénáře (8. SZ) s prognózou ze 7. SZ 2017

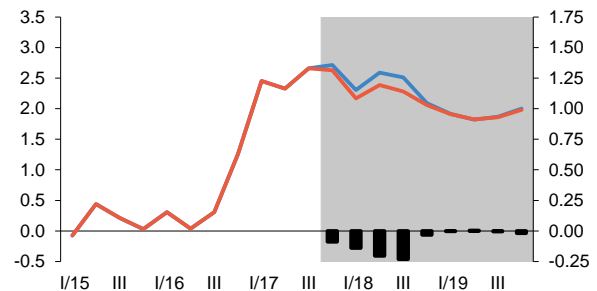
CELKOVÁ INFLACE

(meziročně v %, rozdíly v p. b. – pravá osa)



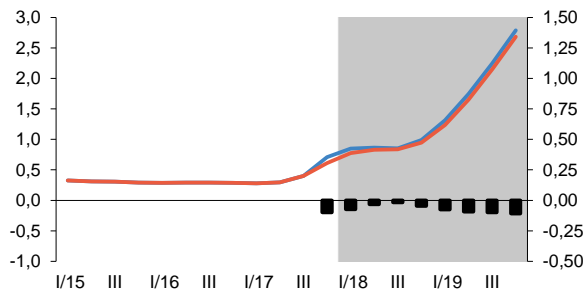
MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

(meziročně v %, rozdíly v p. b. – pravá osa)



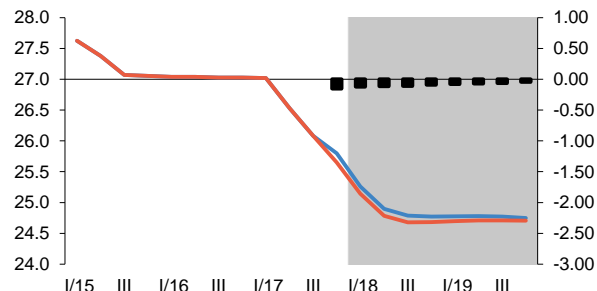
3M PRIBOR

(v %, rozdíly v p. b. – pravá osa)



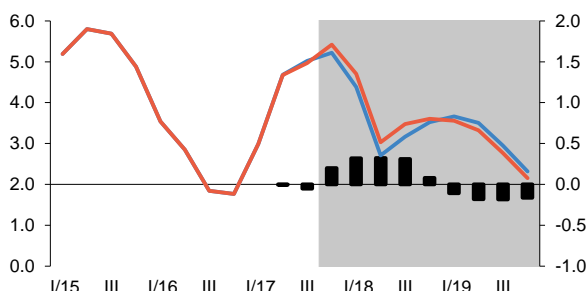
NOMINÁLNÍ KURZ

(v CZK/EUR, rozdíly v CZK/EUR – pravá osa)



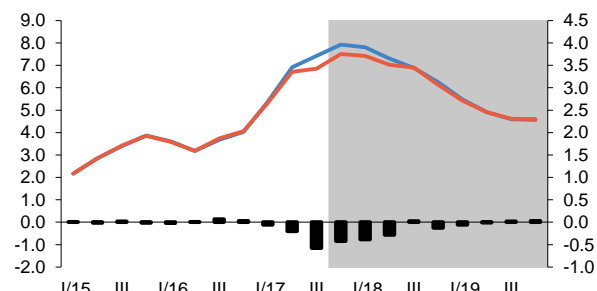
RŮST HDP

(meziročně v %, rozdíly v p. b. – pravá osa)



RŮST MEZD

(meziročně v %, rozdíly v p. b. – pravá osa)



■ Rozdíl — Prognóza ze 7. SZ — Aktualizovaná prognóza

Z pohledu aktualizovaného scénáře prognózy je mírné proinflační působení zahraničních veličin kompenzováno protiinflačním působením domácích počátečních podmínek v důsledku pomalejšího růstu mezd a silnějším měnovým kurzem. Doposud se přitom nenaplnují proinflační rizika prognózy zachycená v citlivostních scénářích 7. SZ. Nová data totiž prozatím nenaznačují výraznější zrychlování růstu mezd v kombinaci s pozvolnějším nárůstem produktivity práce. Ani posilování kurzu koruny nebylo v dosavadním průběhu

čtvrtého čtvrtletí mírnější oproti předpokladu prognózy, ale naopak o něco výraznější. Ostatní subjekty indikují v ročním horizontu riziko lehce odlišného mixu měnových podmínek, když oproti prognóze ČNB očekávají mírnější posílení nominálního měnového kurzu, a to při plynulejším nárůstu úrokových sazeb. Nad rámec simulace GRIPu představuje lehké proinflační riziko krátkodobý výhled inflace, mimo jiné v návaznosti na vyšší ceny ropy. Naproti tomu výraznější růst soukromých investic v průběhu letošního roku představuje mírné protiinflační riziko stávající prognózy, neboť naznačuje možný rychlejší růst produktivity do budoucna.

Celkově hodnotí sekce měnová rizika stávající prognózy jako vyrovnaná a nevýrazná.

3. Související měnověpolitické úvahy

Dle stávající prognózy i dle jejího aktualizovaného scénáře by v 1Q18, kam dominantně dopadne prosincové rozhodnutí bankovní rady ČNB o měnověpolitických sazbách, měla sazba 3M PRIBOR dosáhnout 0,8 %.¹ Na této hodnotě by dle aktualizovaného scénáře měla setrvat do 3Q18, a to při posílení kurzu lehce pod 25 CZK/EUR v průběhu roku 2018. V závěru příštího roku by se pak sazba 3M PRIBOR měla zvýšit na 1 %. Dosažení hodnoty 3M PRIBORu ve výši 0,8 % v průměru za 1Q18 přibližně odpovídá zvýšení 2T repo sazby o 0,25 p.b. na únorovém zasedání.²

Nadále platí, že dle sekce měnové je optimální zvedat sazby postupně a v menších krocích. Příběh stávající prognózy se zatím dobře naplňuje. Odchytky od prognózy v jednotlivých oblastech jsou malé a navíc se vzájemně zhruba kompenzují, pokud jde o jejich dopad na výhled inflace na horizontu měnové politiky a na trajektorii úrokových sazeb. Proinflační rizika identifikovaná v průběhu zpracování poslední prognózy a popsána dvěma citlivostními scénáři v 7. SZ se prozatím nezhmotňují. Také celkové měnové podmínky v dosavadním průběhu aktuálního čtvrtletí přibližně odpovídají prognóze, přičemž úroková složka je nepatrně uvolněnější a kurzová složka naopak lehce přísnější.

Provedení dalšího zvýšení 2T repo sazby na únorovém zasedání nepředstavuje riziko z prodlení v procesu normalizace úrokových sazeb, resp. neutralizace celkového působení měnové politiky. Situace není nijak naléhavá, přičemž makroekonomicky je rozdíl mezi zvýšením měnověpolitických úrokových sazeb koncem prosince a začátkem února zanedbatelný.

Většina analytiků očekává další zvýšení základních úrokových sazeb na únorovém zasedání (viz kapitola 6 tohoto MPD). Zvýšení sazeb v prosinci by ale pro trhy zřejmě nebylo velkým překvapením. Nelze nicméně v takovém případě vyloučit dodatečné zvýšení kurzové volatility, neboť vstupujeme do období nižší likvidity, která na devizovém trhu převládá vždy na přelomu roku (viz též vyjádření SBO v části 4 MPD).

V minulých MPD byly na podporu postupné neutralizace měnových podmínek cestou posilování kurzu v kombinaci se zvyšováním úrokových sazeb uváděny i argumenty z oblasti finanční stability. Na základním vyznění těchto úvah se nic nemění. Zároveň však nadále přetrvává názor sekce měnové, že na rizika pro finanční stabilitu je žádoucí primárně reagovat makroobezřetnostními nástroji, k čemuž postupně dochází.

¹ Aktuální hodnota 3M PRIBOR činí 0,75 %. Zvýšení repo sazby na prosincovém zasedání na 0,75 % by vedlo k dosažení hodnoty sazby 3M PRIBOR v průměru za 1Q2018 ve výši 1 %.

² Průměrnou hodnotu rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo odhaduje stávající prognóza ve výši 0,2 procentního bodu, tj. přibližně v souladu s jeho aktuální výší.

Sekce měnová přitom ve svém stanovisku k nezveřejňované aktualizaci Zprávy o finanční stabilitě konstatovala, že otevírání prostoru pro zvyšování zranitelnosti bankovního systému bylo vhodným momentem k dalšímu upevnění robustnosti budované proticyklické kapitálové rezervy (CCyB). Sekce měnová proto souhlasila s navrhovaným zvýšením CCyB na 1,25 % s platností od ledna 2019 jako s opatřením primárně zaměřeným na řešení případných budoucích problémů, které mohou nastat, až se současná růstová fáze finančního cyklu překlopí do fáze klesající. Sekce měnová nicméně chápe CCyB jako plošný a poměrně nespécifický nástroj z hlediska zaměření na zdroje a příčiny aktuálně narůstajících systémových rizik. Proto sekce měnová současně doporučila, aby se ve větší míře (resp. důsledněji) aplikovaly nástroje zacílené přímo na problematická místa, zejména na nemovitostní trh, resp. trh úvěrů na bydlení. Proto také doporučila zvážit další mírné (proticyklické) zpřísnění limitů LTV a zejména pak důslednější kontrolu/vynucování jejich respektování ze strany bank, aniž by docházelo k obcházení skrze optimalizaci ocenění zástavy. Vedle toho je sekce měnová nakloněna také aplikaci nástrojů souvisejících se schopností klienta splácet úvěr a odolat zvýšené zátěži, např. stanovením limitů na ukazatele DTI/LTI a zejména pak na DSTI (a to formou doporučení bankám na maximální hodnoty těchto ukazatelů).

Zpřísnování finančních podmínek cestou využívání makrobezpečnostních nástrojů má tu výhodu, že není spojeno s případnou nadměrnou reakcí kurzu, na rozdíl od zpřísnování měnových podmínek cestou zvyšování úrokových sazeb. Proto sekce měnová preferuje, aby ČNB v reakci na rychle rostoucí úvěry na bydlení, související dynamický růst cen nemovitostí a na narůstající rizika pro finanční stabilitu využívala celou paletu nástrojů, kterými disponuje pro výkon makrobezpečnostní politiky.

4. Vyjádření sekce bankovních obchodů

Koruna na počátku třetí listopadové dekády ještě mírně posílila na 25,4 CZK/EUR a zaznamenala tak nejsilnější hodnotu od března 2013, jinak však většina sledovaného období byla ve znamení přivírání dlouhých korunových pozic. Kurz se i přesto udržel v pásmu převážně 25,5-25,7 CZK/EUR. Vybírání zisků z korunových pozic podporovala absence výraznější jestřábí komunikace ČNB, která dominovala v období před minulým měnověpolitickým zasedáním. Vliv mělo také pnutí na derivátovém trhu, které prodražuje financování dlouhé korunové pozice s tím, že toto napětí se bude s blížícím se koncem roku ještě zhoršovat (tradiční vliv příspěvku do rezolučního fondu). V neposlední řadě měl vliv také konec ne příliš úspěšného finančního roku pro většinu hedge fondů.

S koncem roku bude pravděpodobně postupně opadat obchodní aktivita a tudíž i vysychat likvidita, což může působit směrem k větší rozkolísanosti kurzu. Trhu by měla dominovat reakce na měnověpolitické zasedání bankovní rady ČNB příští týden. Očekávání, že na něm dojde k dalšímu zvýšení úrokových sazeb, postupně opadá a přesouvá se spíše až na první zasedání v příštím roce. Záležet tak bude nejvíce právě na komunikaci po prosincovém měnovém jednání, a tedy zejména na tom, zda z ní bude patrný současný příklon spíše k tempu zvyšování sazeb bližší prognóze, nebo zda se obnoví hawkish komunikace podporující budoucí rychlejší růst sazeb.

5. Dosavadní komunikace ČNB

Na listopadovém měnověpolitickém zasedání bankovní rada jednomyslně zvýšila 2T repo sazbu o 25 bazických bodů na 0,50 %. Současně rozhodla o zvýšení lombardní sazby o 50 bazických bodů na 1 % a o ponechání diskontní sazby na úrovni 0,05 %.

Většina bankovní rady vyhodnotila rizika stávající prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako mírně proinflační. Riziko v tomto směru může vyplynout z vývoje měnového kurzu. Ten by dle názoru bankovní rady mohl v příštích čtvrtletích posilovat oproti prognóze pozvolněji vlivem překoupenosti trhu s korunou. Za proinflační riziko prognózy byla bankovní radou označena také síla, skladba a setrvačnost fundamentálních inflačních tlaků z domácí ekonomiky. Bankovní rada konstatovala, že časování dalších kroků při zvyšování úrokových sazeb bude podmíněno vývojem všech klíčových makroekonomických veličin včetně kurzu koruny.

V dalších týdnech se několik členů BR vyjádřilo k měnové politice ČNB, resp. k jejímu budoucímu nastavení (Tabulka 1). Jejich prohlášení se vesměs shodovala v tom, že trend zvyšování základních sazeb ČNB bude pokračovat.

Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů bankovní rady v médiích

9.-10.11.	V. Benda (prezentace – XIX. Exportní fórum, Mladé Buky)	S aktuální prognózou ČNB je konzistentní pokračující růst domácích tržních úrokových sazeb...Časování dalších kroků při zvyšování úrokových sazeb bude podmíněno vývojem všech klíčových makroekonomických veličin včetně kurzu koruny.
15.11.	Hampel (E15)	Čísla vesměs potvrzují, že se naplňuje naše prognóza a také že je možné, že inflačních tlaků může být trochu víc. Taková alternativa by pak volala po trochu rychlejším růstu sazeb. Umím si tedy velice dobře představit, že budu příští měsíc zvedat ruku pro zvýšení sazeb. A to o čtvrt procentního bodu, což odpovídá hladkému návratu k normální měnové politice.
16.11.	J. Rusnok (dle ČTK jde o citaci na konferenci Vysoké školy finanční a správní)	Během jednoho dvou let bychom se mohli vrátit do jakéhosi normálního stavu, za který náš model považuje stav, kdy by přirozená reálná úroková míra měla být kolem jednoho procenta. Takže při inflaci dvě procenta by sazby měly být teoreticky kolem tří procent.
20.11.	J. Rusnok (pro Reuters na setkání zástupců centrálních bank střední a východní Evropy ve Vídni)	Technicky vzato, ano, mírně se přehříváme, ale jak vidíte na druhé straně, v zásadě nevidíme žádné nafukování bublin nebo jiné druhy nerovnováh v indikátorech, takže v tomto ohledu rozhodně nejsme v naléhavé situaci (Pozn.: odpověď na otázku, proč z pohledu ekonomiky nevidí velký rozdíl mezi zvýšením sazeb v prosinci a v únoru).
20.11.	J. Rusnok (dle roklen24.cz jde o citaci pro Bloomberg na setkání zástupců centrálních bank střední a východní Evropy ve Vídni)	Dnes situaci vidíme tak, že normalizace úrokových sazeb bude pravděpodobně rychlejší než pomalejší.
20.11.	M. Mora (dle roklen24.cz jde o citaci pro Bloomberg na setkání zástupců centrálních bank střední a východní Evropy ve Vídni)	Obecně mám za to, že existuje prostor pro další utažení měnové politiky. Zdali se tak stane prostřednictvím kurzu, nebo úrokových sazeb, nejsem však v tuto chvíli schopen říci.
5.12.	J. Rusnok (ČTK24)	Tak budeme používat ano, spíše ta mírná zvýšení o čtvrt procentního bodu a v jaké frekvenci přesně vám neřeknu, ale prostě dá se to vyčíst víceméně z našich prognóz. A je třeba říct, že to ochlazování samozřejmě se děje již také posilováním kurzu. Obě ty složky vstupují do takzvaných měnových podmínek, čili to přitvrzování jiným třeba slovem se děje nějak kurzem, tak úrokovými sazbami. A když jedna část toho odpracuje více, tak ta druhá může méně. Tak to (Pozn.: zvyšování sazeb o čtvrt procentního bodu za pololetí) bych viděl jako asi pravděpodobný scénář, řekneme, tak nějak v průměru těch příštích čtvrtletí, ale

		může to být jedno čtvrtletí méně nebo více.
5.12.	M. Hampl (duel na Seznam Zprávy)	...já mám za to, že se ty argumenty spíš přiklání na tu stranu zvýšení úrokových sazeb toho tzv. alternativního scénáře, který jsme prezentovali při poslední prognóze, ale nemám zatím ten dokument, ze kterého budeme rozhodovat, nemám data, takže uvidíme.
6.12.	J. Rusnok (MF Dnes)	U mě je to vyrovnané, půl na půl (Pozn.: odpověď na otázku, zda bude již na prosincovém zasedání bankovní rady hlasovat pro zvýšení sazeb). Ale mluvím jen za sebe, mám jeden hlas ze sedmi. Budeme analyzovat řadu údajů, mzdy či úroveň kurzu. Naopak, teď jsme díky určitému předstihu našeho ekonomického cyklu relativně nejméně závislí na tom, co dělá ECB (Pozn.: odpověď na otázku, zda nám zohledňování politiky ECB zužuje manévrovací prostor). Velmi pravděpodobně by byly o něco vyšší nebo by trend jejich zvyšování byl o něco rychlejší (Pozn.: odpověď na otázku, zda by naše sazby byly vyšší nebýt politiky ECB). Primárně nás zajímají naše domácí podmínky a na ně reagujeme. Ale kurz se stanovuje ve vztahu k euru, proto musíme sledovat rozdíly mezi sazbami u nás a v eurozóně. Pokud by se diferenciál příliš rozšířil ve prospěch koruny, mohly by spekulativní horké peníze tlačit na velké posílení koruny. A není důvod si takové výkyvy způsobovat, pokud to není nutné z jiných příčin.
7.12.	V. Benda (FaktorS)	V našich podmínkách máme všichni jeden cíl – tím je cenová stabilita. Poslední hlasování bankovní rady o zvýšení úrokových sazeb ostatně ukázalo, že panuje jednomyslná shoda na tom, že sazby musejí jít nahoru. Roční výhled na reposazbu vám neřeknu, protože to nevím. Ale v naší roční prognóze si snadno najdete výhled sazeb na mezibankovním trhu. Tato sazba by se mohla koncem příštího roku pohybovat těsně nad jedním procentem, což napovídá, že k dalšímu zpříšňování měnové politiky dojde.
7.12.	V. Benda (Bloomberg)	The way I'm assessing inflation factors, I will most likely vote for a hike already in December. The economy is generating inflation pressures, which represent a reason for the central bank to consider further tightening of monetary conditions. I'm in favor of smooth rate increases in 25 basis-point increments, rather than a larger jump that could shake up the market.
13.12.	M. Hampl (Bloomberg)	In terms of consumption, the economy is firing on all cylinders, which keeps directing me toward the alternative model of a higher inflation trajectory and faster rate increases. We are still in a relatively comfortable situation in that the limited koruna appreciation is giving us more freedom to use interest rates.

6. Reakce a očekávání finančních trhů

Listopadové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno téměř všemi analytiky.

Sazby **PRIBOR** se od listopadového zasedání posunuly lehce výše. Výhled sazeb **FRA** implikuje plynulý nárůst sazby 3M PRIBOR a v ročním horizontu se nachází nad úrovní úrokových sazeb ze stávající prognózy ČNB. S tou je v ročním horizontu konzistentní 3M PRIBOR ve výši 1 %, když dalšímu růstu úrokových sazeb v závěru příštího roku předchází delší období jejich stability dané nadále uvolněnou měnovou politikou ECB. Tržní výhled naproti tomu implikuje poměrně plynulý nárůst úrokových sazeb.

Sazby **IRS** se od posledního zasedání BR příliš nezměnily. Výnosová křivka sazeb IRS zůstává rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,5 p.b., spread 10R-1R činí 0,8 p.b. Výnosy **státních dluhopisů** se nepatrně snížily; výnosová křivka leží celá v kladných hodnotách.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Pro prosincové měnové zasedání bankovní rady všech 15 respondentů oslovených v rámci šetření IOFT

(15.12.) předpokládalo ponechání 2T repo sazby beze změny. V ročním horizontu jsou jejich očekávání ohledně 2T repo sazby nastavena takto: 3 analytici 1,00 %, 8 analytiků 1,25 %, 4 analytici 1,50 %. V průzkumu agentury Bloomberg (18.12.) také většina analytiků nepředpokládala úpravu nastavení úrokových sazeb na prosincovém zasedání, menší část očekávala zvýšení o 0,25 p.b. (v poměru 16:7).

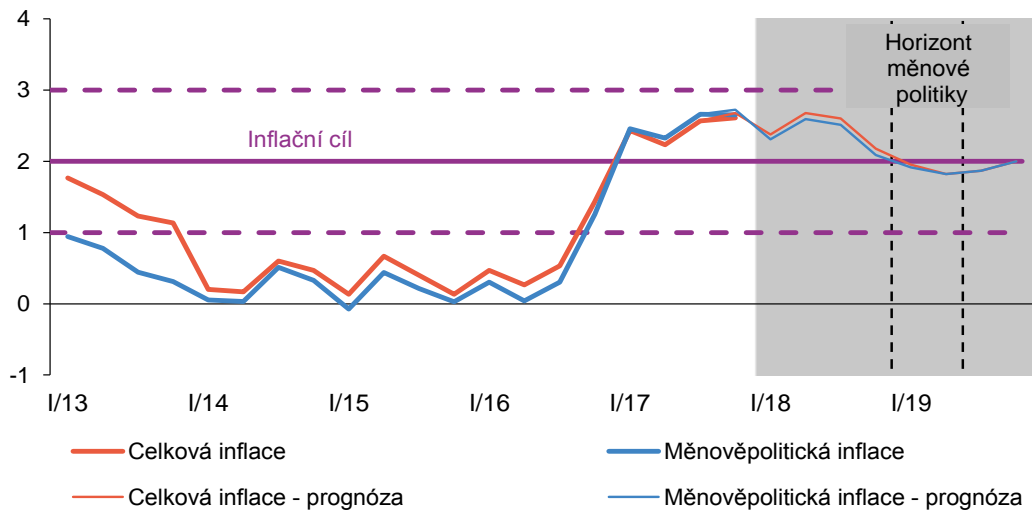
Analytici v rámci šetření *IOFT* a *FECE* očekávají, že **kurz** v ročním horizontu posílí na 24,9, resp. 25,0 CZK/EUR, zatímco prognóza ČNB předpokládá pro 4Q18 hodnotu 24,8 CZK/EUR.

7. Měnověpolitické doporučení sekce měnové

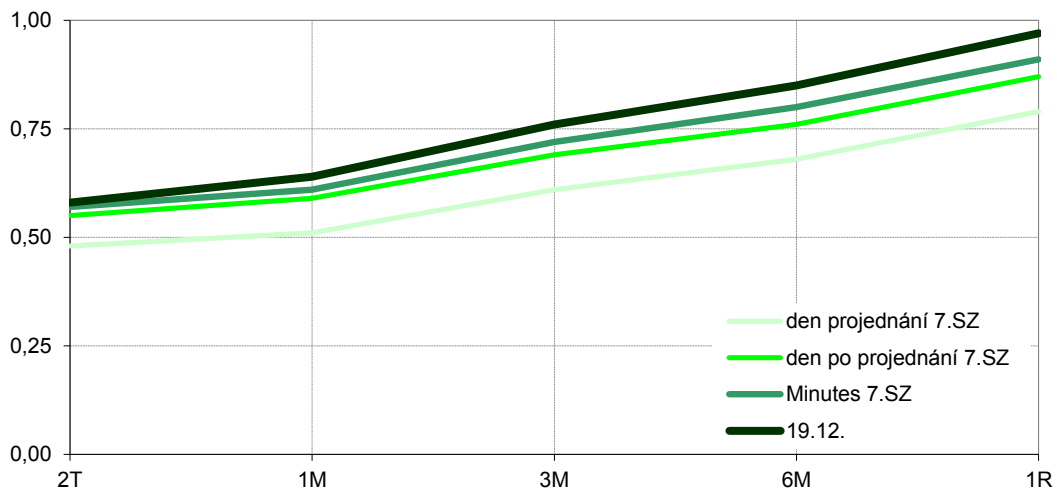
Sekce měnová doporučuje na prosincovém měnovém zasedání bankovní rady:

- ponechat úrokové sazby na stávající úrovni;
- zopakovat, že podle stávající prognózy setrvá celková inflace po většinu roku 2018 nad 2% cílem a na horizontu měnové politiky se k němu vrátí;
- konstatovat, že se stávající prognózou je po listopadovém zvýšení úrokových sazeb konzistentní pokračující růst domácích tržních úrokových sazeb k jejich předpokládané 3% dlouhodobé úrovni, k níž by se měly přiblížit koncem roku 2019;
- vyhodnotit rizika stávající prognózy inflace jako vyrovnaná a nevýrazná;
- uvést, že se prozatím nezhmotňují proinflační rizika identifikovaná na minulém měnovém zasedání bankovní rady, tedy že by kurz koruny mohl v příštích čtvrtletích posilovat oproti prognóze pozvolněji vlivem překoupenosti trhu s korunou, resp. že by fundamentální inflační tlaky z domácí ekonomiky mohly být výraznější (avšak s tím, že stále nelze vyloučit naplnění těchto rizik do budoucna);
- komunikovat i nadále, že další zvyšování úrokových sazeb bude podmíněno vývojem všech klíčových makroekonomických veličin včetně kurzu koruny.

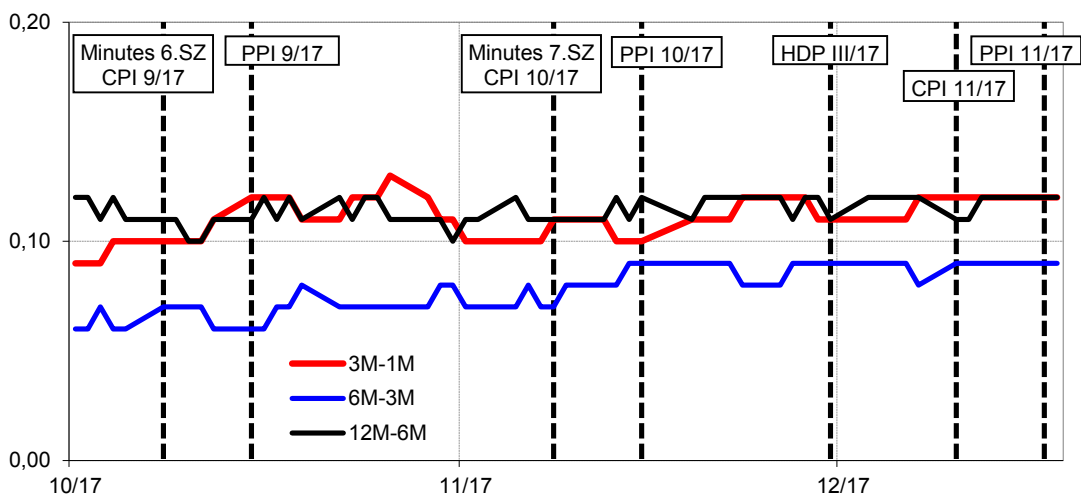
Graf 2: Prognóza inflace ze 7. SZ 2017



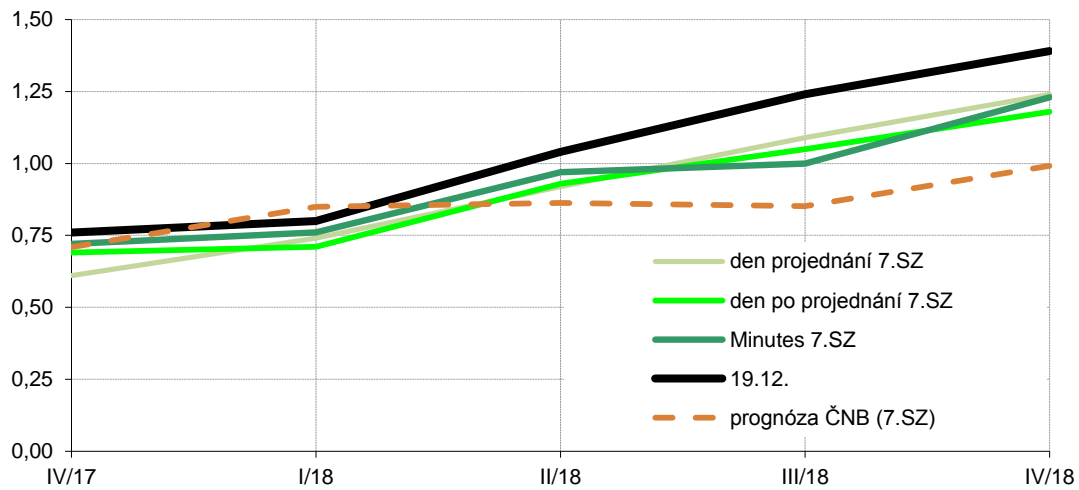
Graf 3: Výnosové křivky PRIBOR



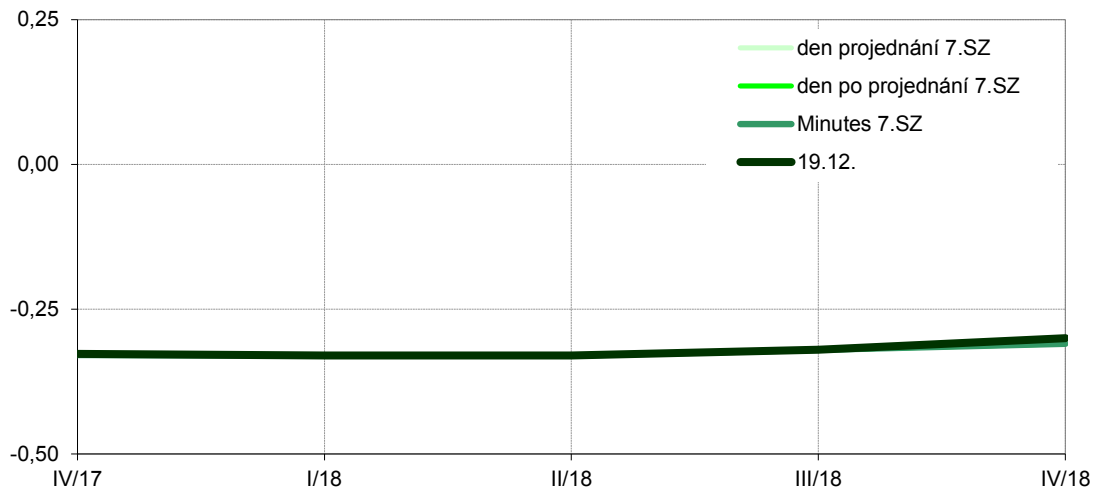
Graf 4: Úroková rozpětí – PRIBOR



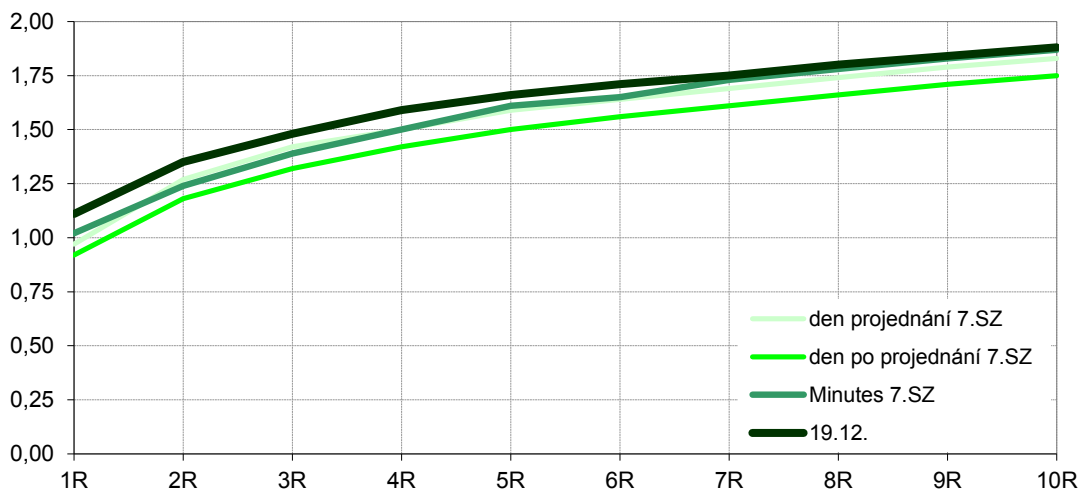
Graf 5: 3M PRIBOR, FRA



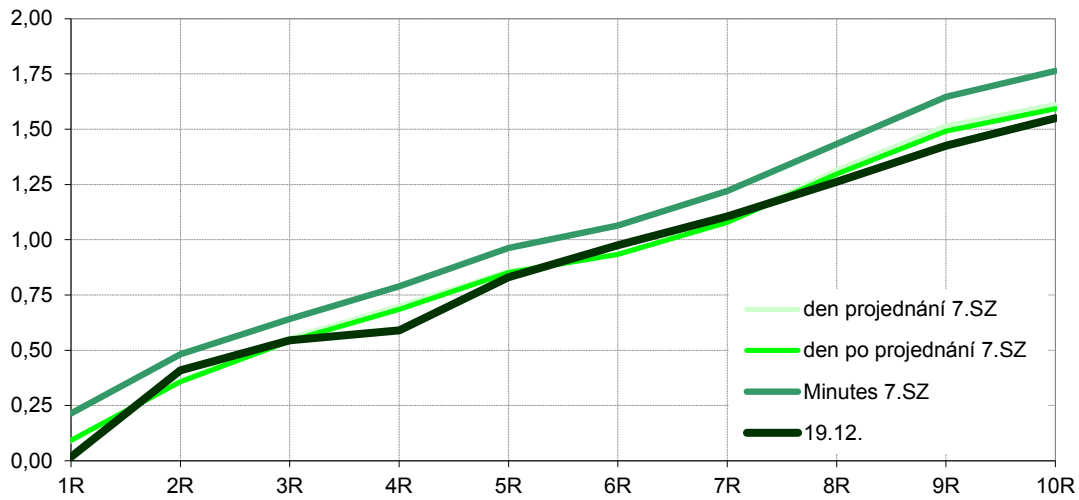
Graf 6: 3M EURIBOR, FRA



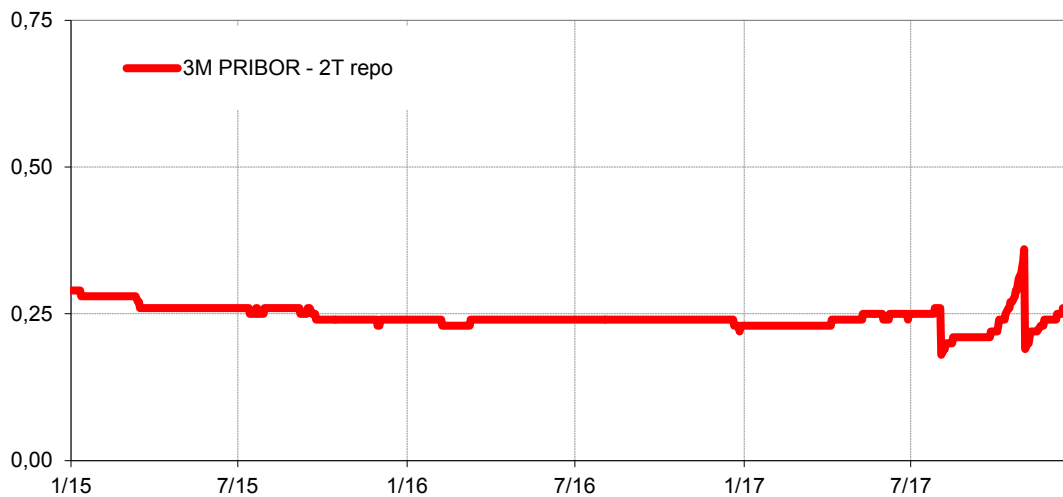
Graf 7: IRS CZK



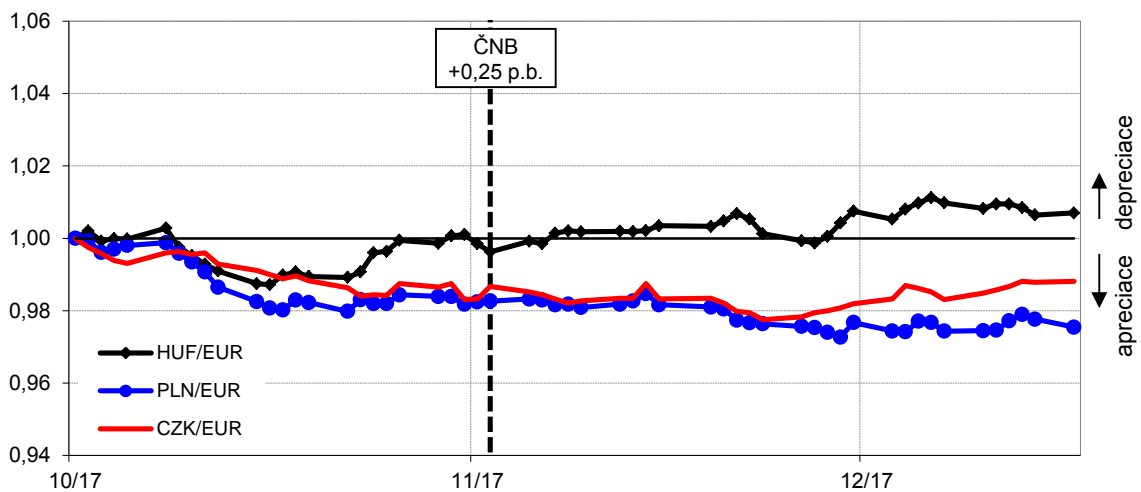
Graf 8: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



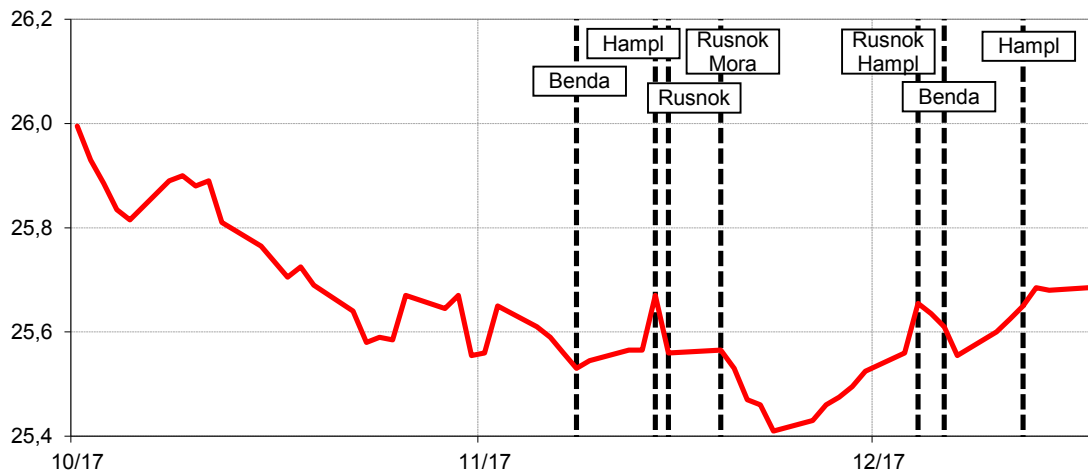
Graf 9: Úrokové rozpětí v ČR



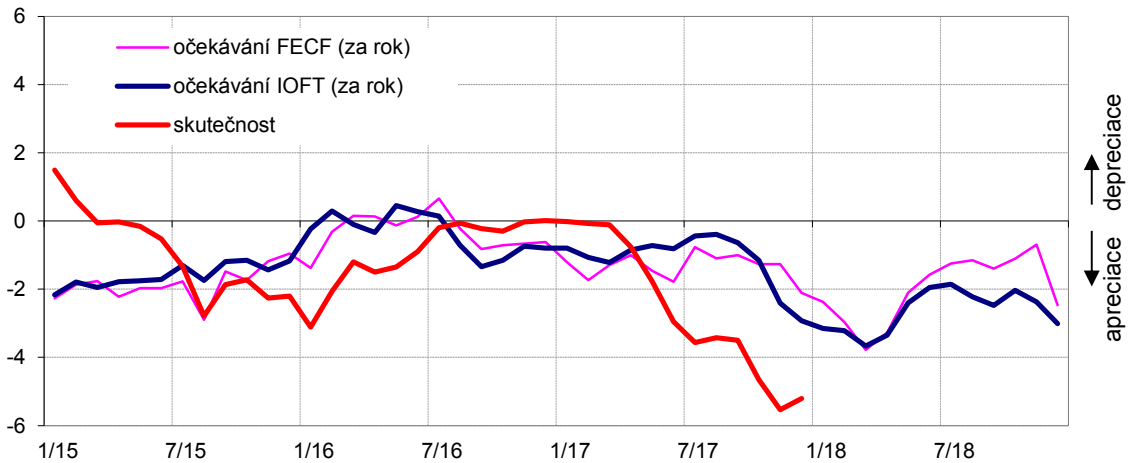
Graf 10: Kurzy středoevropských měn (1.10. = 1,00)



Graf 11: Kurz CZK/EUR

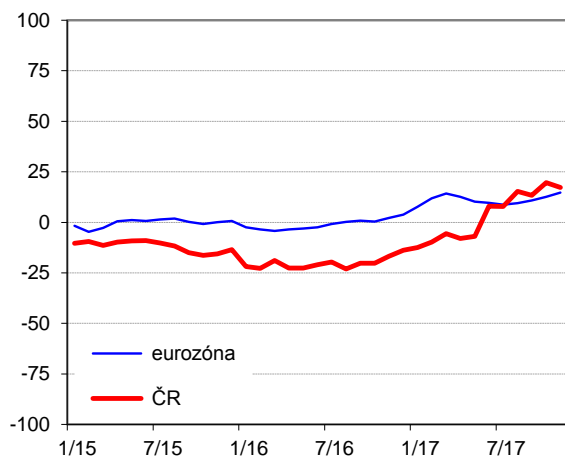


Graf 12: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

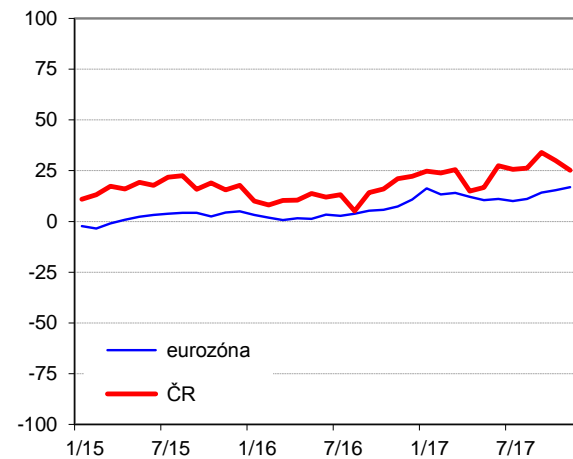


Graf 13: Inflační očekávání a vnímání inflace u domácností (mezinárodní srovnání, saldo odpovědi)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

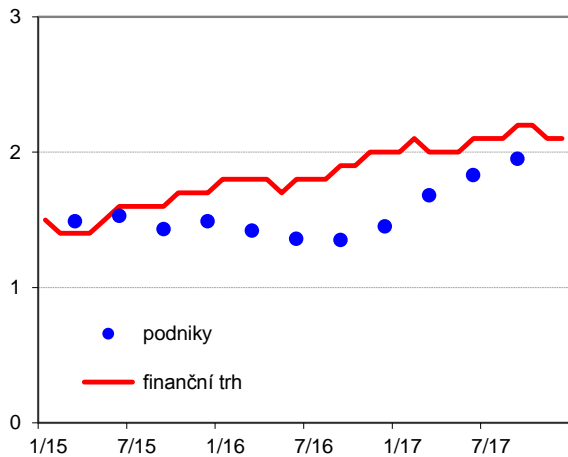


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

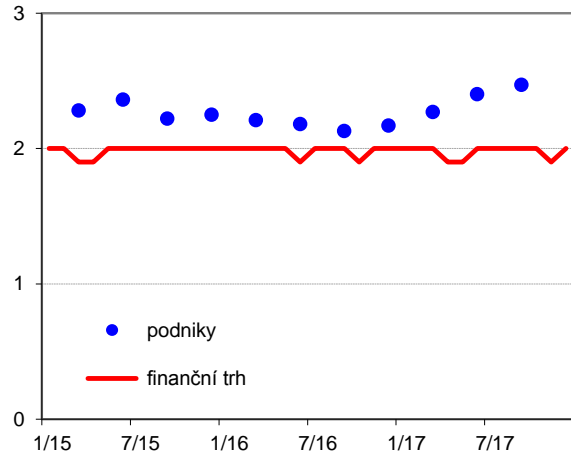


Graf 14: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

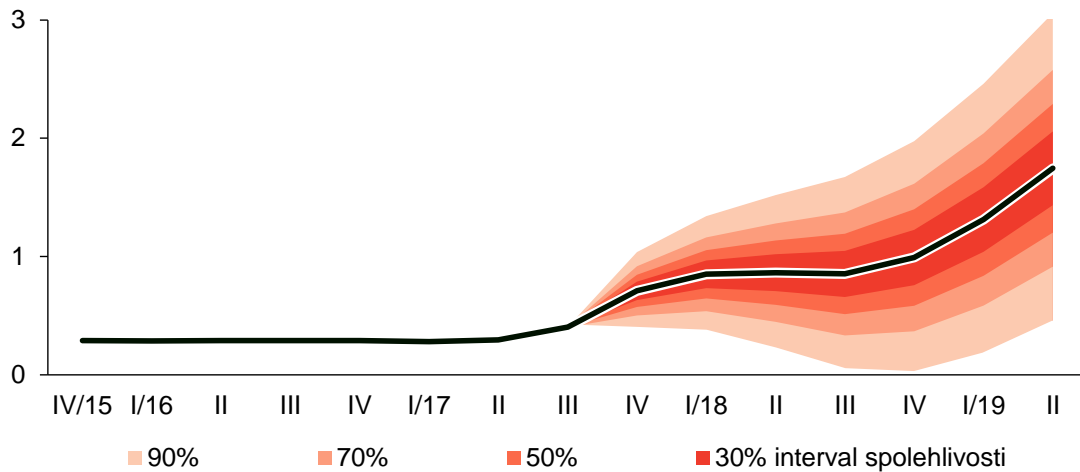
Inflační očekávání v horizontu 1R



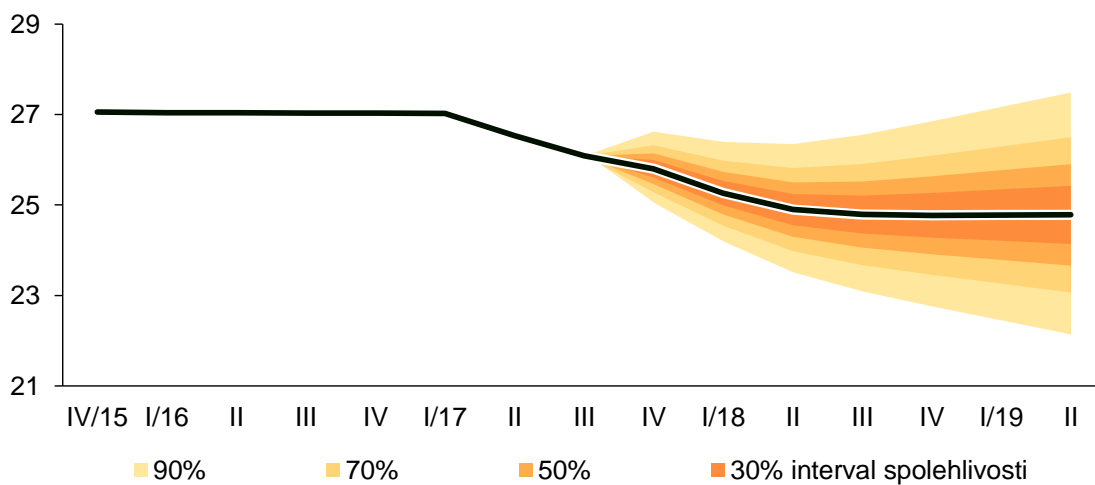
Inflační očekávání v horizontu 3R



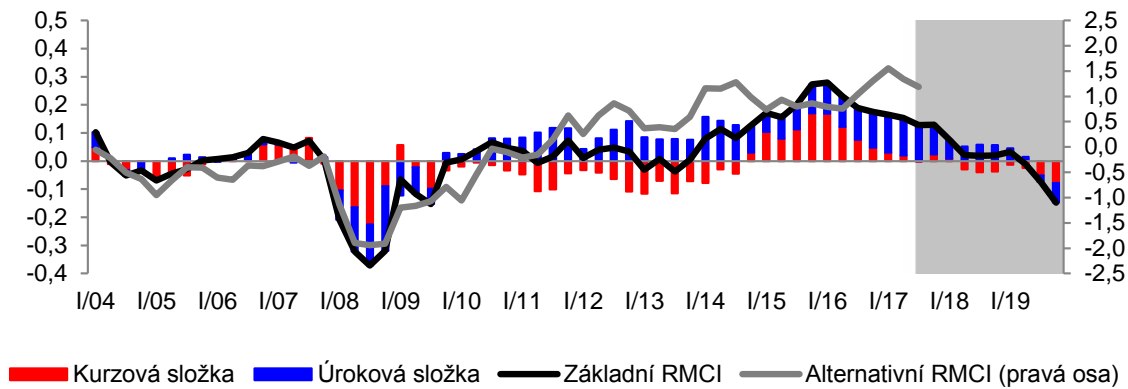
Graf 15: Vějířový graf úrokových sazeb v %



Graf 16: Vějířový graf měnového kurzu CZK/EUR



Graf 17: 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; alternativní index měnových podmínek přitom namísto jedné sazby (tříměsíční mezibankovní sazbu PRIBOR) obsahuje čtyři úrokové sazby odpovídající čtyřem sektorům ekonomiky. Konkrétně sazbu na nákup bytových nemovitostí, sazbu krátkodobých firemních úvěrů, tříměsíční mezibankovní sazbu PRIBOR a výnos pětiletého vládního dluhopisu. Oproti základní verzi indexu měnových podmínek je alternativní index vypočten pomocí standardizovaných proměnných, tj. hodnoty indexu jsou bezrozměrné, není zde znaménko, ani nula. Lze tak pouze říci, že pohyb oproti minulému období znamená zpřísnění či uvolnění měnových podmínek. Dále oproti základní verzi měnových podmínek není možné identifikovat zdroj pohybu indexu a váhy se mění v každém časovém období.