

Měnověpolitické doporučení pro 2. SZ 2018

Sekce měnová

1. Prognóza z 1. SZ 2018

Východiskem pro březnové měnověpolitické zasedání zůstává **makroekonomická prognóza z 1. SZ 2018**. Její předpoklady a vyznění ve stručnosti rekapitulují následující odstavce.

Podle vnějších předpokladů prognózy bude současný robustní hospodářský růst v efektivní eurozóně na horizontu prognózy zpomalovat. Růst zahraničních cen průmyslových výrobců po zvolnění na počátku letošního roku následně opět oživí, mimo jiné i s přispěním aktuálního nárůstu ceny ropy. Na přetrvávající utlumený cenový vývoj v eurozóně reaguje ECB nadále uvolněnou měnovou politikou. Úroková sazba 3M EURIBOR se tak posune do kladných hodnot až koncem příštího roku. Záporný úrokový diferenciál eura vůči dolaru se letos dále rozšíří a teprve v roce 2019 se začne snižovat. Kurz eura vůči dolaru by měl být i přesto zhruba stabilní.

Dle prognózy růst české ekonomiky z loňských vysokých temp sice zpomalí, nadále však bude v letech 2018–2019 přesahovat 3 %. Dynamika HDP bude tažena především robustním růstem spotřeby domácností. Ten odráží optimismus spotřebitelů v prostředí vysokého růstu jejich příjmů. Zvyšující se zahraniční poptávka spolu s rostoucím nedostatkem volné pracovní síly a dosud nízkými úrokovými sazbami motivují podniky k investicím do strojů a zařízení, které zvyšují produktivitu práce. Dle stávající prognózy oživí i růst investic ve vládním sektoru, a to v důsledku zvýšeného čerpání EU fondů. Fiskální politika bude k růstu domácí poptávky přispívat rovněž prostřednictvím výrazného zvýšení platů a sociálních výdajů. Ekonomika bude dále těžit ze stabilního růstu poptávky v eurozóně. Dosud kladný příspěvek čistého vývozu k růstu HDP však vlivem růstu dovozů a posílení koruny odezní. Měnová politika se bude zpřísňovat prostřednictvím kurzu i úrokových sazeb, a bude tak působit proti přehřívání ekonomiky. Prostor pro další snížení míry nezaměstnanosti je již malý. Dynamika mezd tak ve vazbě na rostoucí poptávku po práci ještě dále dočasně zrychlí.

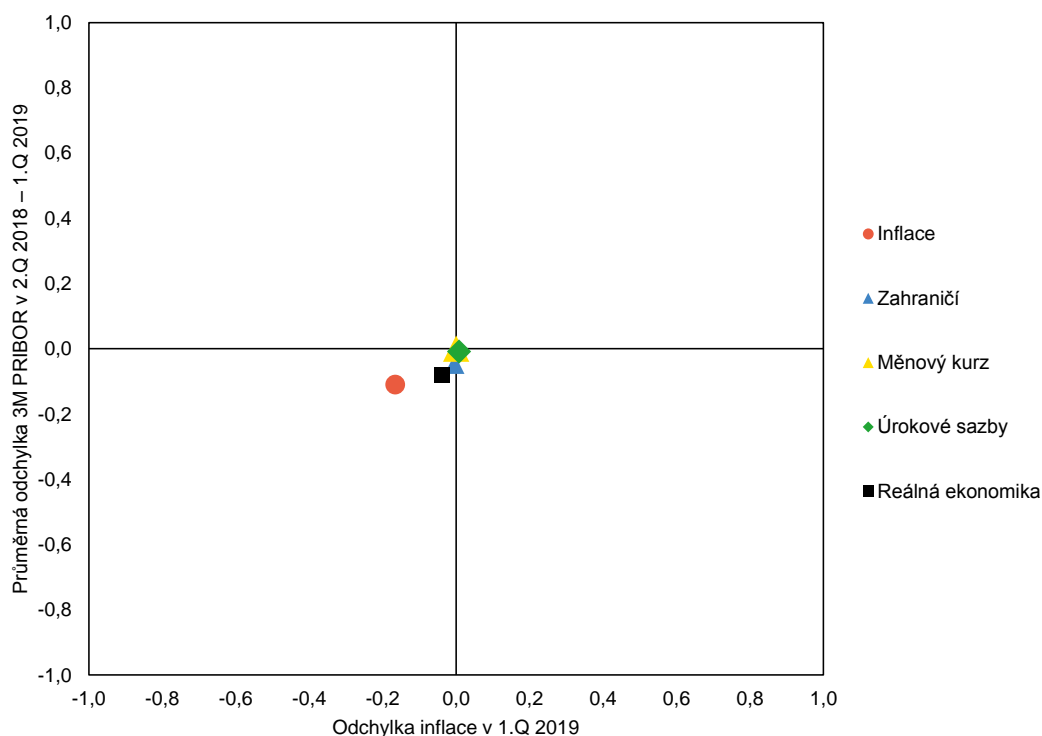
Podle prognózy se bude inflace v dalším průběhu letošního roku nacházet nad 2% cílem a vrátí se k němu na začátku horizontu měnové politiky. Celkové inflační tlaky zůstávají silné, přičemž odrážejí především zrychlující mzdovou dynamiku v podmínkách robustního růstu domácí ekonomiky. Dynamika domácích nákladů se krátkodobě dále zvýší v návaznosti na napjatou situaci na trhu práce. Následně se domácí nákladové tlaky s přispěním stabilizačního působení měnové politiky zmírní. Stále však budou převažovat nad protiinflačním působením dovozních cen, které bude v letošním roce odrážet zejména posilující kurz koruny. Zároveň již odezněly jednorázové vlivy zvyšující inflaci v minulém roce. Na horizontu měnové politiky, tedy v 1. polovině roku 2019, se inflace bude pohybovat těsně pod 2% cílem ČNB.

Kurz koruny dle prognózy dále posílí. Prognózované posilování kurzu v dalším průběhu letošního roku bude odrážet zejména zvyšování úrokového diferenciálu vůči eurozóně a vliv pokračujících nákupů aktiv ze strany ECB do září 2018. Ve stejném směru bude působit i pokračování reálné konvergence české ekonomiky k zemím eurozóny spojené s rostoucí produktivitou práce. V příštím roce bude kurz zpevňovat již jen mírně k hodnotám kolem 24,5 CZK/EUR, a to vlivem postupného posunu měnové politiky ECB k normálu.

Se stávající prognózou je po únorovém zvýšení úrokových sazeb konzistentní jejich další nárůst nejdříve v závěru letošního roku a zejména pak v roce příštím, což spolu s posílením kurzu přispěje k uvedenému návratu inflace na cíl. Letos totiž bude další zvyšování sazeb bržděno pokračováním velmi uvolněné měnové politiky ECB, která bude přispívat k tlaku na posilování kurzu koruny. Během roku 2019 se domácí úrokové sazby budou již plynule přibližovat k předpokládané dlouhodobě neutrální úrovni (tj. ke 3 % pro 3M PRIBOR), mimo jiné i v důsledku návratu zahraničních sazeb do kladných hodnot.

2. GRIP a další rizika prognózy

Graf 1: Graf rizik inflační prognózy (GRIP)



V GRIPu se projevuje zejména vliv vývoje inflace, která se počátkem letošního roku snížila rychleji oproti predikci. Ostatní veličiny působí na horizontu měnové politiky takřka neutrálně. Naplňuje se krátkodobá prognóza měnového kurzu koruny i tržních úrokových sazeb. Jen nepatrně pod prognózou bylo zrychlení růstů mezd a ekonomické aktivity. Počáteční podmínky prognózy tak působí jen slabě protiinflačně. Prakticky zanedbatelný vliv má nový výhled zahraničních veličin.

Nad rámec simulace GRIPu je dodatečným lehkým rizikem směrem dolů krátkodobý výhled inflace, zejména v návaznosti na pozvolnější růst cen potravinářských komodit. Všechna výše uvedená rizika by však mohla být zčásti kompenzována oproti prognóze pozvolnějším posilováním kurzu koruny v následujících čtvrtletích. Nejistotu prognózy stále představuje setrvačnost domácích fundamentálních inflačních tlaků spojených s přetrvávajícím napětím na trhu práce a se mzdovým růstem. Ten se sice vyvíjí v zásadě v souladu s prognózou, není však vyloučeno, že by se jeho vysoká dynamika mohla udržet delší dobu.

Celkově hodnotí sekce měnová bilanci rizik prognózy z 1. SZ jako mírně protiinflační, resp. jdoucí ve směru lehce nižší trajektorie úrokových sazeb.

3. Související měnověpolitické úvahy

Základní scénář stávající prognózy implikuje pro první čtvrtletí 2018 sazbu 3M PRIBOR ve výši 0,9 %. Po zvýšení základních sazeb ČNB na minulém měnověpolitickém zasedání na počátku února se úrokové sazby na peněžním trhu následně zvýšily. Průměrná výše sazby 3M PRIBOR v dosavadním průběhu prvního čtvrtletí 2018 (do 27.3.) tak téměř přesně odpovídá prognózované úrovni. Pro druhé čtvrtletí letošního roku byly se stávající prognózou konzistentní tržní sazby na hladině 1 %.

Jak vysvítá z textu 2. SZ i tohoto MPD, vnímá sekce měnová nejistotu ohledně možného pozvolnějšího posilování kurzu koruny v příštích čtvrtletích. Budoucí kurzový vývoj by tak mohl částečně kompenzovat aktuálně identifikovaná protiinflační rizika stávající prognózy. Uvedená kurzová nejistota pramení především z aktuálního tržního sentimentu. Analytici oslovení v rámci dostupných šetření očekávají pro nejbližších několik čtvrtletí pozvolnější posilování kurzu ve srovnání s prognózou ČNB¹ při o něco vyšší úrovni úrokových sazeb. Trh tak i nadále očekává v nejbližších čtvrtletích částečně odlišnou skladbu měnových podmínek, než jakou implikuje prognóza ČNB. To je do jisté míry již tradiční obrázek posledních měsíců. Mnoho na něm nezměnilo ani zveřejnění poměrně strmě posilující kurzové trajektorie v prognóze ČNB ani „zklamání“ trhu z jen umírněně rostoucí trajektorie úrokových sazeb s ní konzistentní a z komunikace ČNB po únorovém měnovém zasedání bankovní rady. Následně zveřejněná makroekonomická data pak nicméně trh interpretoval tak, že s dalším zvyšováním úrokových sazeb ČNB skutečně nemá důvod spěchat. Dle tržních účastníků se tak fundamentální tlaky vedoucí doposud k posilování kurzu mohou krátkodobě zmírnit.² To by bylo příznivé jak z hlediska plnění inflačního cíle na horizontu měnové politiky, tak z hlediska prostoru pro další zvyšování úrokových sazeb.

V návaznosti na výše uvedené doporučuje sekce měnová pokračovat v dosavadní komunikaci, která v souladu s prognózou hovoří o pravděpodobném dalším zvýšení úrokových sazeb nejdříve v závěru letošního roku.

4. Návrat ke zveřejňování GRIPu

V souvislosti s dokončováním návratu do standardního režimu měnové politiky po opuštění kurzového závazku **navrhuje sekce měnová počínaje 2. SZ 2018 obnovit zveřejňování Grafu rizik inflační prognózy (GRIPu).**

GRIP je určen k ilustraci rizik poslední prognózy prostřednictvím zobrazení výsledků simulací provedených jádrovým predikčním modelem v malých situačních zprávách. Výsledky těchto simulací zachycují vliv nově dostupných informací v podobě odchylek ve výhledu celkové inflace a úrokových sazeb (více ke konstrukci a interpretaci GRIPu viz Box ve Shrnutí 4. SZ 2017). Sestavování, využívání a tím i publikování GRIPu bylo pozastaveno v souvislosti se zavedením kurzového závazku na podzim 2013. Po opuštění závazku bylo používání GRIPu pro interní účely obnoveno počínaje 4. SZ 2017.

¹ Nicméně v ročním horizontu se jejich výhled kurzu k prognóze ČNB významně blíží, když jimi očekávaný kurz je oproti predikci centrální banky jen nepatrně slabší.

² Připomínáme v této souvislosti, že krátkodobou kurzovou nejistotu ošetřuje standardní citlivostní scénář (viz minulá SZ, resp. MPD). Slabší kurz v citlivostním scénáři působí přes stabilizační roli měnové politiky, která zvýšením úrokových sazeb reaguje na skutečnost, že slabší kurz urychluje růst dovozních cen a vyvolává vyšší inflační tlaky.

Zároveň s návrhem na obnovení interního využívání GRIPu vyslovila sekce měnová v MPD ke 4. SZ 2017 doporučení, aby k obnovení jeho publikování došlo až poté, co se ČNB vrátí ke zveřejňování číselné prognózy měnového kurzu.

To nastalo počínaje Zprávou o inflaci I/2018 (viz též Box ve Shrnutí ZoI I/2018). Vzhledem k tomu a v souladu se svým výše zmíněným doporučením proto sekce měnová navrhuje veřejnou publikaci GRIPu obnovit u příležitosti 2. SZ 2018, tedy v návaznosti na březnové měnověpolitické zasedání bankovní rady. Sekce měnová přitom nadále zastává názor, že publikace GRIPu zvyšuje srozumitelnost a předvídatelnost měnové politiky ČNB v mezidobí mezi zpracováním a zveřejněním plnohodnotných prognóz.

V případě posvěcení tohoto kroku ze strany bankovní rady bude podle dřívější praxe GRIP a komentář k němu zveřejňován na webu ČNB spolu s minutes z měnového zasedání bankovní rady, a to v pátek následujícího týdne po tomto zasedání. S obnoveným zveřejněním GRIPu současně sekce měnová doporučuje na hlavní webovou stránku dočasně umístit upoutávku na existující edukační text, který bude při té příležitosti příslušným způsobem zaktualizován. Tento text podrobně popisuje způsob konstrukce, význam a také omezení tohoto nástroje a je na webu k dispozici od roku 2004, kdy byl GRIP zaveden.³ Cílem tohoto textu, v jehož duchu doporučujeme komunikovat i bankovní radě, je sdělit, že se nejedná o vypracování plnohodnotné prognózy. Vysvětluje tedy, že jde o výsledek simulací jádrového predikčního modelu provedených za účelem prvního osahání si nových dat bez dalších úprav, odborných diskusí a expertních zásahů, které jsou nedílnou součástí procesu tvorby plnohodnotné čtvrtletní makroekonomické prognózy ČNB.

5. Vyjádření sekce bankovních obchodů

Koruna během února mírně oslabila a ustálila se v okolí hranice 25,40 CZK/EUR bez výraznějších výkyvů, čemuž odpovídala i klesající aktivita na trhu. Na trhy neměla vliv ani splátka 50 mld. CZK státního dluhopisu v polovině března.

Na trhu finančních derivátů také panuje setrvalý stav, implikované korunové výnosy se pohybují u většiny splatností mírně nad nulou, výjimkou jsou velmi krátké splatnosti, kde se projevuje pravidelná distorze spojená s koncem čtvrtletí.

6. Dosavadní komunikace ČNB

Na únorovém měnověpolitickém zasedání bankovní rada jednomyslně zvýšila 2T repo sazbu o 25 bazických bodů na 0,75 %. Současně rozhodla o zvýšení lombardní sazby o 50 bazických bodů na 1,50 % a o ponechání diskontní sazby na úrovni 0,05 %.

Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako vyrovnaná. Současně konstatovala, že existují dvě obousměrné nejistoty prognózy. První z nich se týká síly aktuálních i budoucích domácích inflačních tlaků v podmínkách napjaté situace na trhu práce. Druhá, obecná nejistota je spojena s vývojem měnového kurzu.

V dalších týdnech se několik členů BR vyjádřilo k měnové politice ČNB, resp. k jejímu budoucímu nastavení (Tabulka 1; data zvolených prohlášení v porovnání s vývojem kurzu CZK/EUR jsou promítnuta v Grafu 11 na konci tohoto MPD). Jejich prohlášení naznačovala,

³ Stávající edukační text vysvětlující účel, způsob konstrukce a limity Grafu rizik inflační prognózy je k dispozici na http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/co_je_grip.html.

že k dalšímu zvýšení základních sazeb ČNB dojde až s delším časovým odstupem, než původně očekával trh.

Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů bankovní rady v médiích

21.2.	M. Hampl (Seznam.cz)	<p>Když se podíváte na naši prognózu, kterou jsme zveřejnili teď na posledním měnovém zasedání, tak uvidíte, že bychom se měli postupně dostávat pod tu úroveň dvaceti pěti korun.</p> <p>V tomto slova smyslu (<u>Pozn.</u>: zda je ČNB připravena opět intervenovat) nic takového není na stole, není ani za rohem, ale dodávám, že vůbec nevylučuji, že někdy v budoucnu, když přijdou další špatné časy, tak že se oslabení kurzu ve špatných časech ukáže jako velice efektivní nástroj jak ekonomice pomoci.</p> <p>Takže nejde jenom o hypotéky. Jde o to, že to je to šlapání, mírné šlapání na brzdu, to je přesně to, co má centrální banka dělat v situaci, kdy hrozí přehřívání, má práve mírnit, brzdit, má prostě umožnit, aby ten vůz, možná malinko zpomalil, ne moc, musí to být hladký a není to samozřejmě žádné drama. My se pořád bavíme o tom, že jsme zvýšili úrokové sazby z nula celá nula pět na nula celá sedmdesát pět. To opravdu není drama. Pokud manévr návratu měnové politiky k normálu, jak my tomu říkáme, proběhne klidně a hladce, tak si myslím, že ho drtivá většina lidí ani silně nezaznamená.</p>
22.2.	J. Rusnok (ČT24)	<p>Kdybychom je (<u>Pozn.</u>: úrokové sazby) potřebovali zvýšit, tak to uděláme. Zatím to naše prognóza tak dramaticky nevidí. Spíš všechno nasvědčuje tomu, že toto rozhodování přijde později, někdy v dalších čtvrtletích. Samozřejmě, může se ukázat nějaký výkyv, ale zatím to tak nevypadá. Zdá se, že ta potřeba je uspokojena tím posledním, únorovým zvýšením.</p>
2.3.	V. Benda (Hospodářské noviny)	<p>Naše prognóza předpokládala víceméně dvojnásobné zvýšení sazeb v letošním roce. Jedno bankovní rada schválila začátkem února a druhé zvýšení prognóza předpokládá někdy na přelomu let 2018 a 2019. Neznamená to ale, že se bankovní rada rozjede na dlouhodobou dovolenou a vrátí se k zelenému stolu až na konci roku. Do prosince budeme mít sedm zasedání a přijdou tři nové prognózy. Ty nám buď budou potvrzovat, že náš pohled z února byl správný, nebo nás povedou ke změně měnové politiky.</p> <p>Z mého pohledu by pro nás bylo komfortnější, kdyby zpřísňování měnové politiky probíhalo spíše přes úrokové sazby než přes devizový kurz. Vytvořilo by to žádoucí polštář pro případ, že bychom v budoucnu potřebovali vyhlazovat cyklické zpomalení nebo pokles ekonomiky. Musíme ale respektovat realitu – devizový kurz centrální banka neřídí již od loňského dubna.</p>
2.3.	V. Benda (Patria.cz)	<p>Kdybychom viděli, že volatilita kurzu je jedním nebo druhým směrem výrazná a může poškodit ekonomiku, tak můžeme příležitostně zasáhnout. K tomu ale pravděpodobně nebude důvod.</p> <p>...pokud by přišel nějaký zahraniční šok – třeba recese v eurozóně nebo obecně propad globální poptávky – chceme mít prostor pro případné uvolňování měnové politiky pokud možno standardními nástroji. Proto je z mého pohledu určitě lepší, pokud bude zpřísňování probíhat více přes úrokové sazby a méně přes devizový kurz a jeho posilování.</p> <p>Pokud ECB nadále udržuje záporné úrokové sazby, rozhodla se prodloužit program kvantitativního uvolňování až do září, znamená to pro nás v podstatě delší období jejich záporných úrokových sazeb, které musíme brát v potaz, a tím máme menší prostor k růstu vlastních úrokových sazeb.</p>
16.3.	O. Dědek (Roklen24)	<p>Ať vystoupáte se sazbami kamkoliv, jakmile přichází velká recese, stejně se sazbami vždy co nejrychleji sestoupíte na nulové hodnoty. A když se ukáže, že to nezabírá, musíte nasadit nekonvenční nástroje.</p> <p>Jako bývalý „pan Euro“ bych asi argumentoval (<u>Pozn.</u> proti opětovnému využívání kurzového závazku) v tom smyslu, že jsme přeci jenom členové vnitřního trhu EU, kde Římská smlouva zavázala členy, že kurzové otázky jsou věcí společného zájmu. Je proto potřeba zvažovat dopady jednostranného kurzového závazku, který pomáhá České republice za situace, kdy ostatní země ho zavést nemohou. Itálie nemůže devalvovat, Francie nemůže devalvovat, Řecko nemůže devalvovat. My můžeme. V tom je pro mě delikátnost této situace. Musí to být skutečně hluboký problém. Myslím si, že za mého mandátu k tomu nedojde. Kdyby ano, musel by to být tak závažný problém, že by převážil veškeré obavy. Do budoucna, pokud budeme členy eurozóny, již ČNB tento nástroj mít nebude.</p>

18.3.	J. Rusnok (ČT1)	<p>Byť máme samozřejmě svoji měnovou suverenitu, tak přece jenom naše ekonomika je tak propojená s eurozónou, že to prostě nemůžeme ignorovat...kdybychom se razantněji posunuli (Pozn.: s úrokovými sazbami nahoru), budeme zbytečně riskovat nějaké neodůvodněné nebo spíše spekulativní, příliš rychlé posílení koruny. Což taky nechceme.</p> <p>Pokud by to situace vyžadovala, objevila by se nám nějaká zase svižnější inflace, prohlubovalo by se to obecně přehřátí, tak pro to (Pozn.: zvýšení úrokových sazeb) určitě ten prostor do jisté míry bude. Ale jinak ten prostor vidíme spíš až na konci roku. A v roce 2019, kdy se snad tímto směrem pohne taky Evropská centrální banka.</p>
21.3.	V. Tomšík (Bloomberg)	<p>We have already done a lot of work on the path to normalize monetary conditions. I personally believe we can afford a bit of a timeout now. This would allow us to wait for better harmonization with the monetary policy of our main trading partner.</p> <p>As a small and open economy, we can't ignore the fact that if you start raising interest rates, it will clearly affect the exchange rate. It's clear that the ECB will continue with its loose monetary policy for some time. This is creating appreciation pressure on the koruna, and that's effectively slowing the pace of our interest-rate increases.</p> <p>If our forecast continues to materialize as is happening now, then it might be possible that I will not vote on another rate increase by the end of my mandate.</p>

7. Reakce a očekávání finančních trhů

Únorové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno výraznou většinou analytiků.

Sazby PRIBOR se po únorovém zasedání posunuly výše. Výhled sazeb FRA naznačuje očekávání pozvolného nárůstu sazby 3M PRIBOR z její stávající úrovně a v ročním horizontu se nachází nepatrně nad úrovní úrokových sazeb ze stávající prognózy ČNB.

Sazby IRS se od posledního zasedání BR lehce snížily. Výnosová křivka sazeb IRS zůstává rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,7 p.b., spread 10R-1R činí 0,8 p.b. Výnosy státních dluhopisů se téměř nezměnily.

Současná očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb jsou následující. Pro březnové měnové zasedání bankovní rady všech 17 respondentů oslovených v rámci šetření IOFT (16.3.) nepředpokládalo změnu nastavení úrokových sazeb. V ročním horizontu jsou jejich očekávání ohledně 2T repo sazby nastavena takto: 11 analytiků 1,25 %, 5 analytiků 1,50 %, 1 analytik 1,75 %.⁴ V průzkumu agentury Bloomberg (26.3.) také všichni analytici předpokládali ponechání úrokových sazeb beze změny.

Analytici v rámci šetření IOFT a FEFCF očekávají, že kurz v ročním horizontu posílí na 24,7, resp. 24,8 CZK/EUR, zatímco prognóza ČNB předpokládá pro 1Q19 hodnotu 24,6 CZK/EUR.

8. Měnověpolitické doporučení sekce měnové

Sekce měnová doporučuje na březnovém měnovém zasedání bankovní rady:

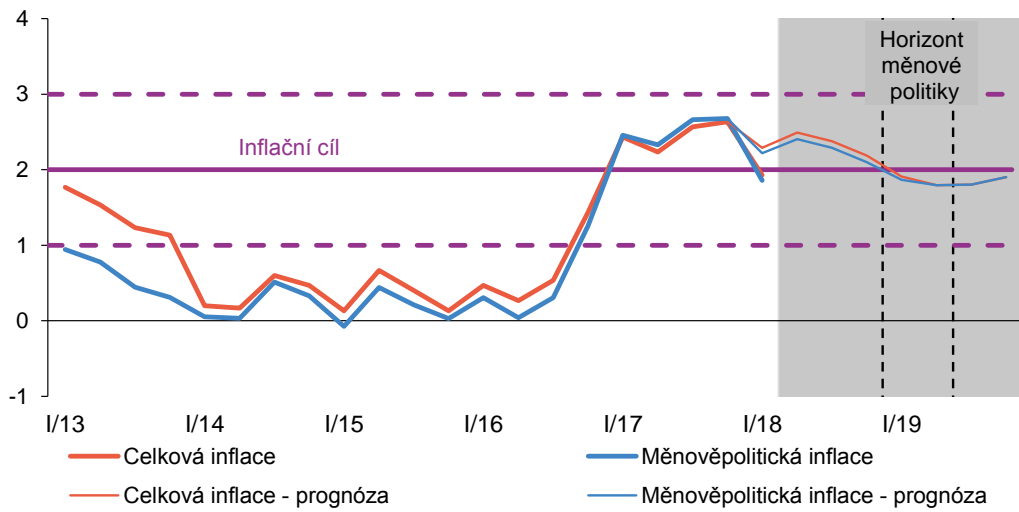
- ponechat úrokové sazby na stávající úrovni;

⁴ Očekávání všech respondentů tak leží výše než hodnota ze stávající prognózy ČNB – ta pro 1Q19 předpokládá hodnotu 0,9 %.

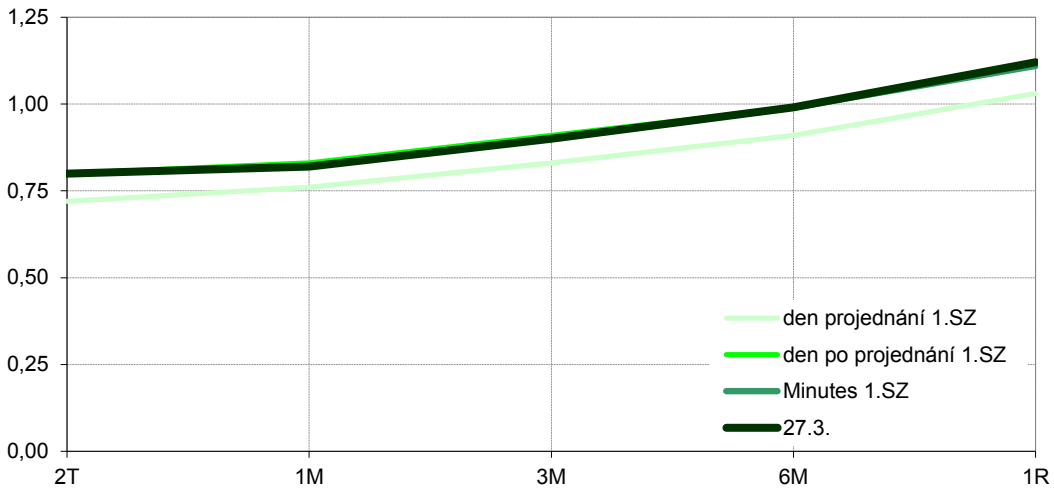
Omezený přístup po dobu 6 let

- zopakovat, že se stávající prognózou je po únorovém zvýšení úrokových sazeb konzistentní jejich další nárůst nejdříve v závěru letošního roku a zejména pak v roce příštím, což spolu s posílením kurzu přispěje k uvedenému návratu inflace na cíl;
- vyhodnotit rizika stávající prognózy inflace jako mírně protiinflační, resp. jdoucí ve směru lehce nižší trajektorie úrokových sazeb, přičemž tato rizika pramení zejména z vývoje inflace, která se počátkem letošního roku snížila rychleji oproti predikci;
- obnovit zveřejňování Grafu rizik inflační prognózy (GRIPu), což bude poslední krok při návratu k plné transparentnosti prognózy (s tradičním upozorněním, že simulace stojící v pozadí tohoto grafu je pouze mechanická).

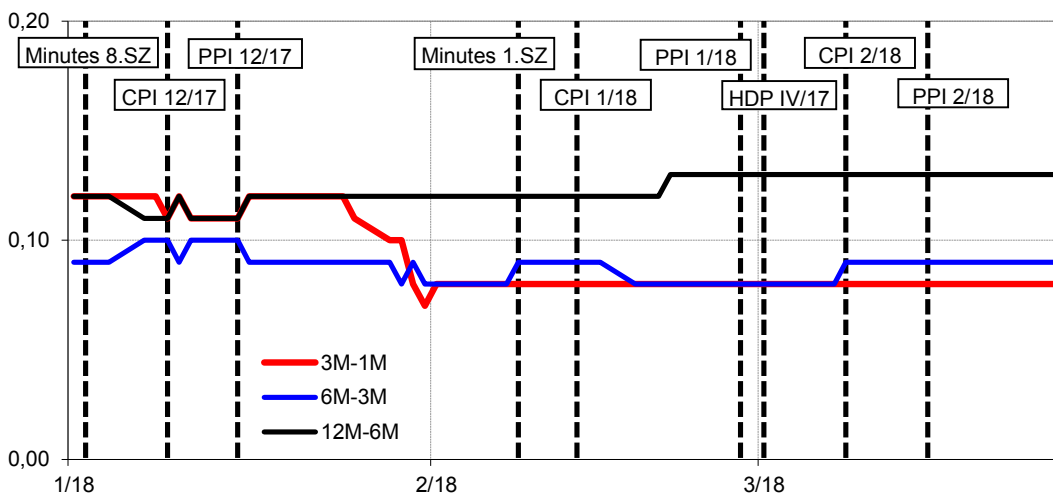
Graf 2: Prognóza inflace z 1. SZ 2018



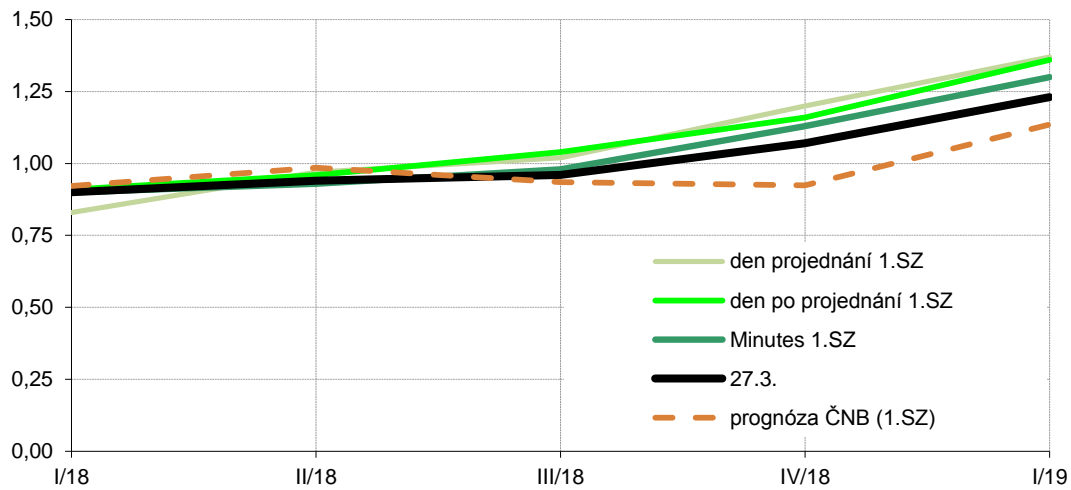
Graf 3: Výnosové křivky PRIBOR



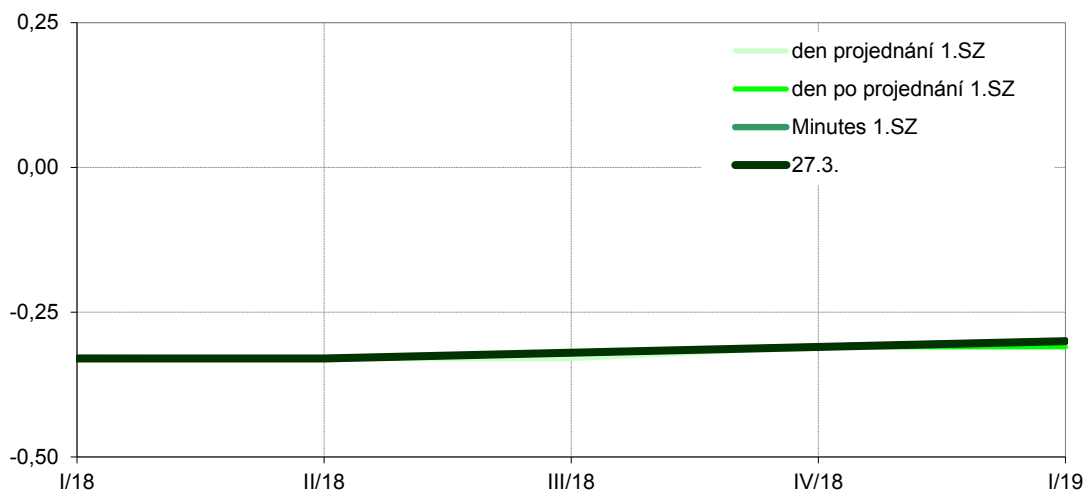
Graf 4: Úroková rozpětí – PRIBOR



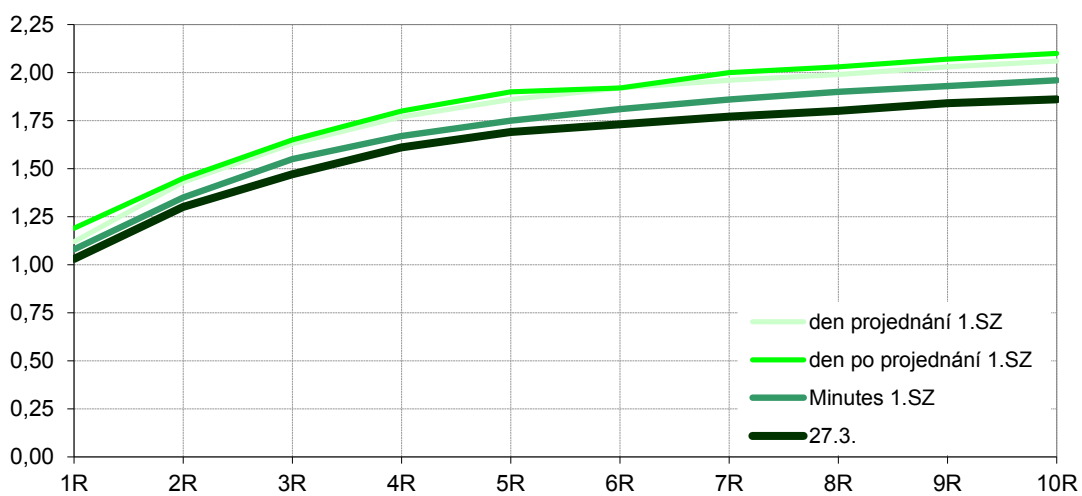
Graf 5: 3M PRIBOR, FRA



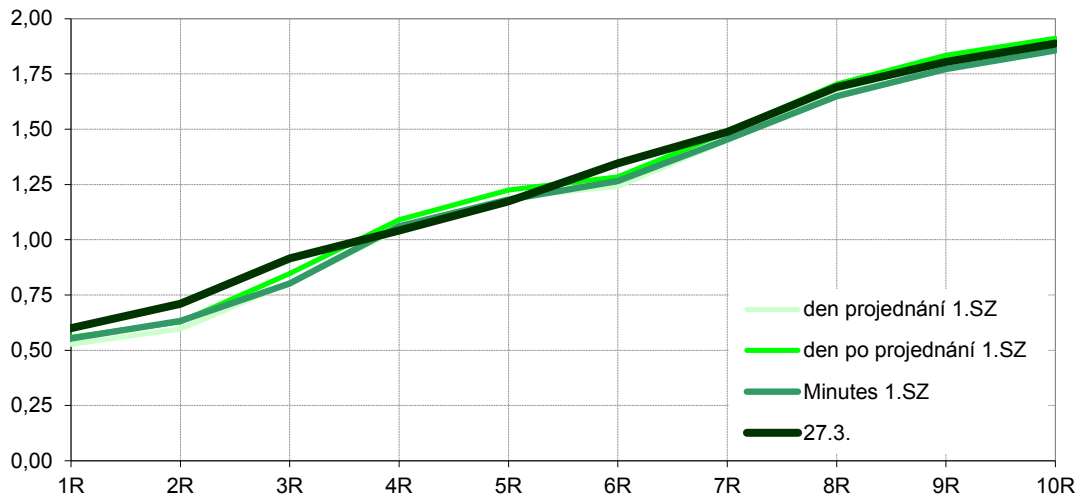
Graf 6: 3M EURIBOR, FRA



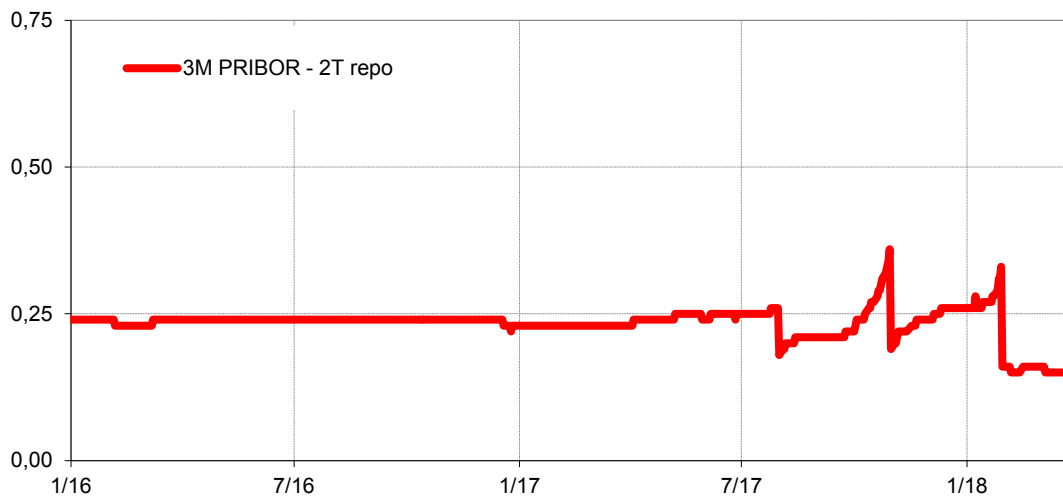
Graf 7: IRS CZK



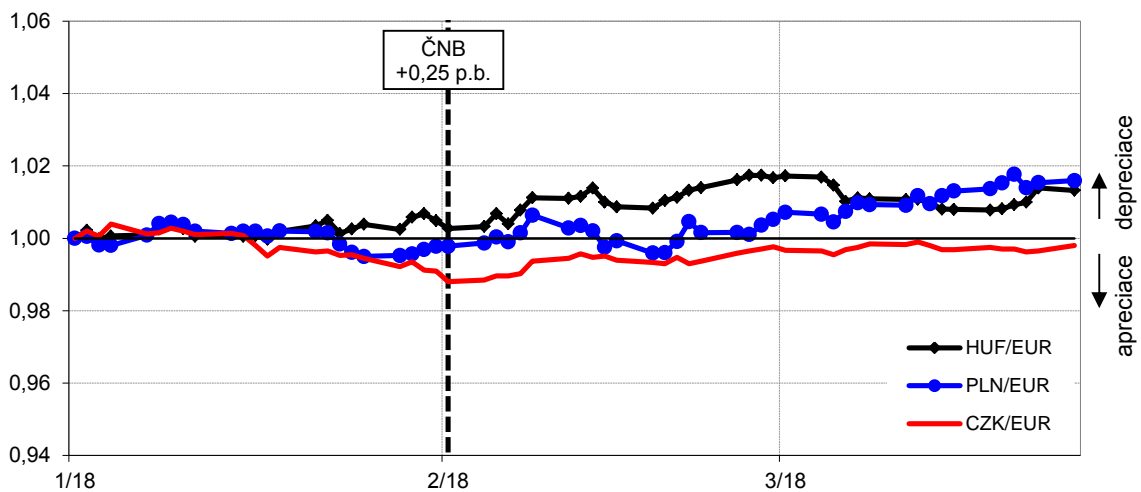
Graf 8: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



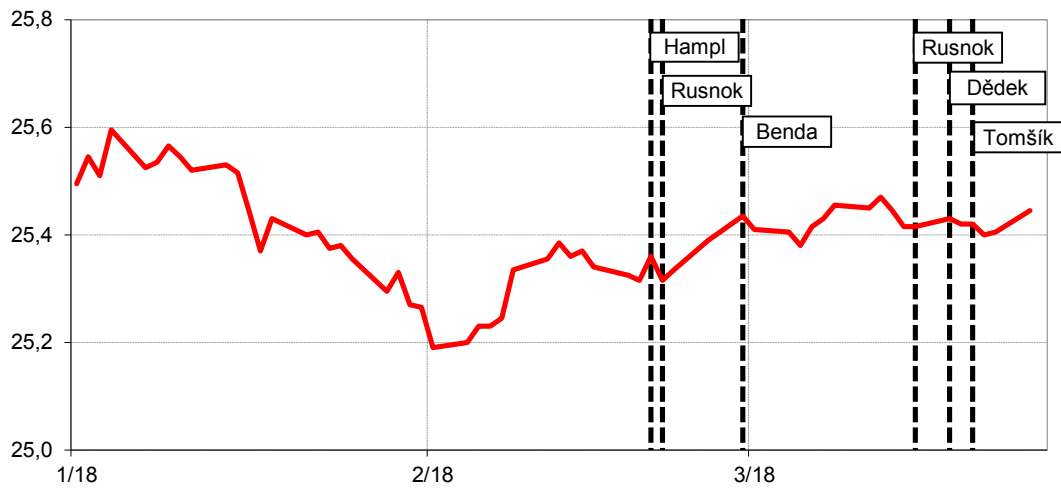
Graf 9: Úrokové rozpětí v ČR



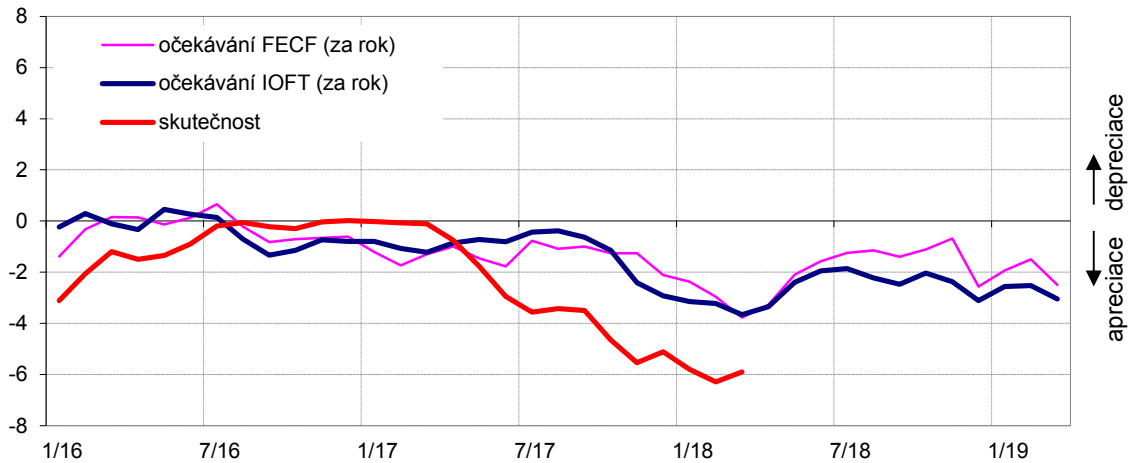
Graf 10: Kurzy středoevropských měn (1.1. = 1,00)



Graf 11: Kurz CZK/EUR

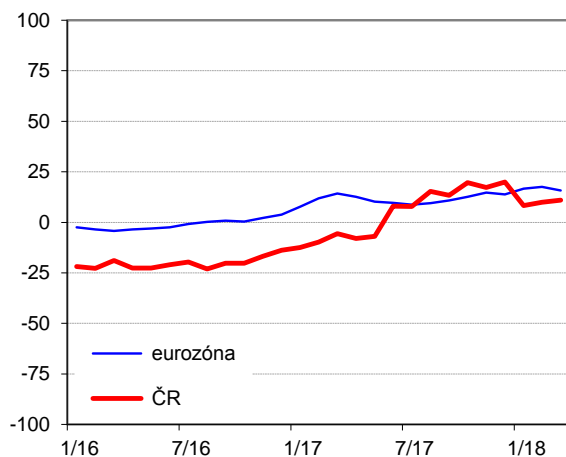


Graf 12: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

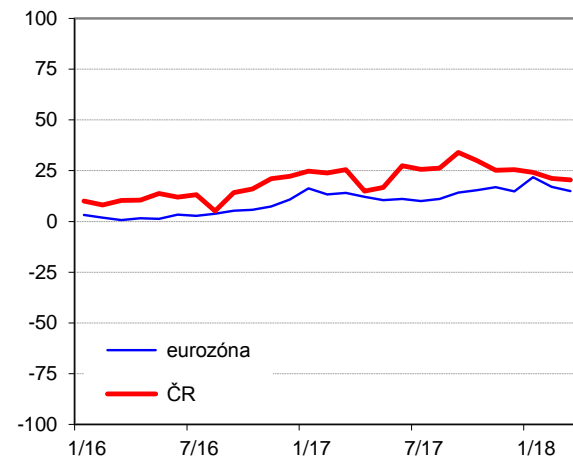


Graf 13: Inflační očekávání a vnímání inflace u domácností (mezinárodní srovnání, saldo odpovědi)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

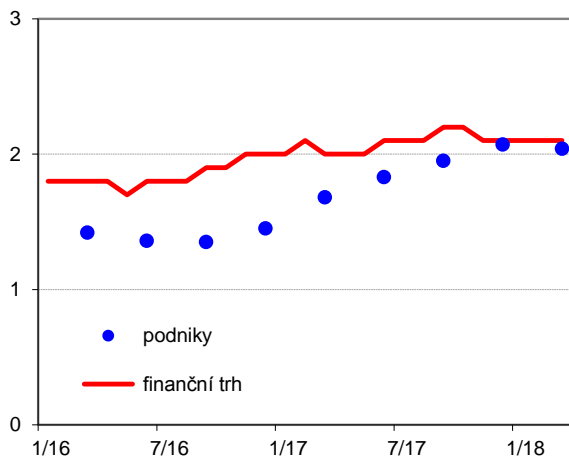


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

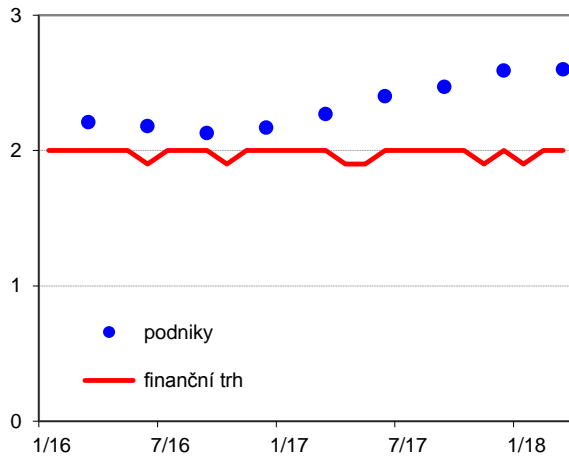


Graf 14: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

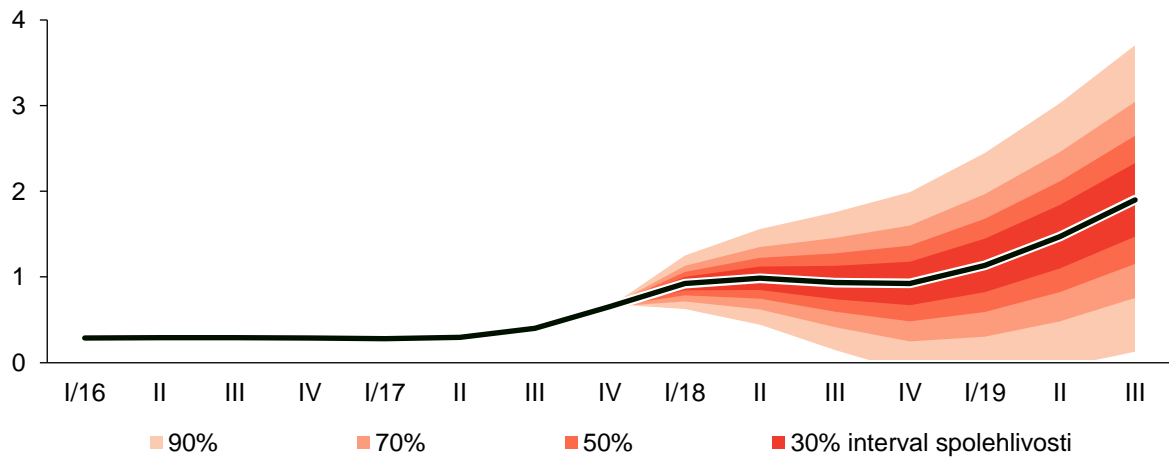
Inflační očekávání v horizontu 1R



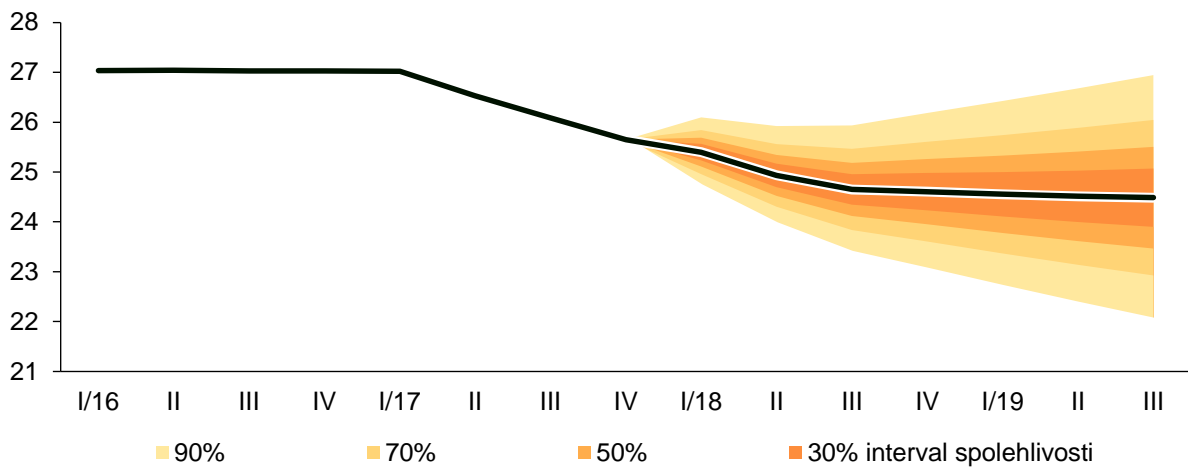
Inflační očekávání v horizontu 3R



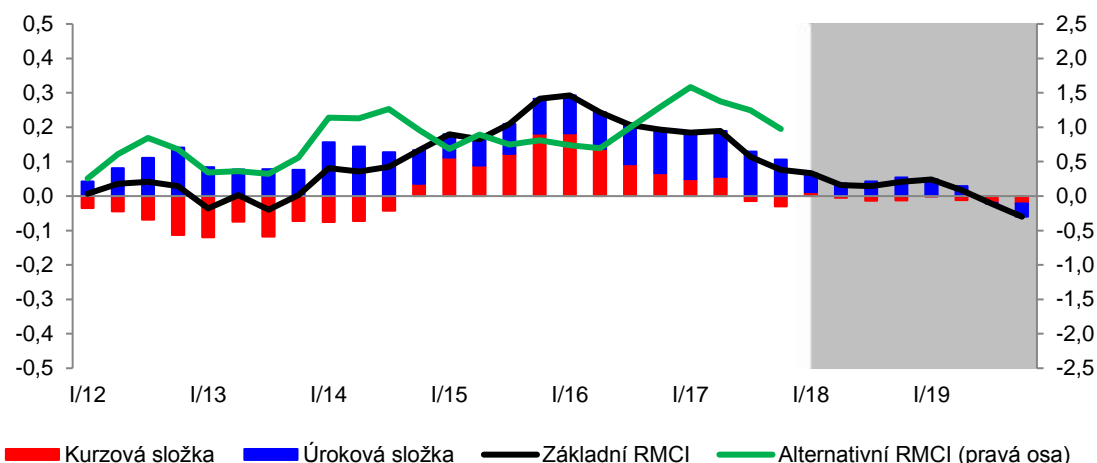
Graf 15: Vějířový graf úrokových sazeb v %



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.