

# Měnověpolitické doporučení pro 6. SZ 2018

Sekce měnová

## 1. Prognóza z 5. SZ 2018

Východiskem pro zářijové měnověpolitické zasedání zůstává **makroekonomická prognóza z 5. SZ 2018**. Její předpoklady a vyznění ve stručnosti rekapitulují následující odstavce.

Podle vnějších předpokladů stávající prognózy se v eurozóně letos očekává ochlazení ekonomického růstu, a to i přes nedávné oslabení eura. Toto oslabení kurzu se spolu se zřetelně vyššími cenami energií promítá do růstu výrobních i spotřebitelských cen. V následujících dvou letech se bude inflace pohybovat těsně pod 2 %, což umožní ECB na konci letošního roku ukončit program nákupu aktiv. Zvyšovat úrokové sazby však začne ECB až s poměrně značným odstupem. Sazba 3M EURIBOR by tak měla dle předpokladů 5.SZ zůstat záporná až do začátku roku 2020. V důsledku rychlejšího zpřísňování měnové politiky v USA se záporný úrokový diferenciál eurových sazeb vůči dolarovým dále prohloubí. Kurz eura vůči dolaru by nicméně měl z výchozí oslabené hodnoty lehce posilovat na celém horizontu prognózy.

Podle stávající prognózy růst české ekonomiky z loňských vysokých hodnot letos zpomalí, i v dalších letech se však udrží nad 3 %. Domácí ekonomická aktivita bude nadále tažena robustní spotřebou domácností a investicemi. Vývoj těchto složek domácí poptávky bude odrážet přetrvávající optimismus spotřebitelů a firem v prostředí vysokého růstu objemu mezd a platů, trvalého růstu zahraniční poptávky a s tím spojených pozitivních očekávání ohledně budoucího ekonomického vývoje. Čistý vývoz bude letos naopak růst HDP dočasně tlumit, což souvisí zejména se zpomalením vývozu v první polovině letošního roku. Silný ekonomický růst se nadále projevuje výrazně napjatou situací na trhu práce. Míra nezaměstnanosti je rekordně nízká a prostor pro její další snížení je již malý. Důsledkem toho bude zpomalení růstu zaměstnanosti a nadále vysoká – i když v dalších letech zvlňující – dynamika mezd.

Inflace se do poloviny roku 2019 bude nacházet nad 2% cílem, na horizontu měnové politiky se k němu vrátí a zůstane tam i v roce 2020. Setrvání celkové inflace v horní polovině tolerančního pásma cíle do poloviny příštího roku bude odrážet jak fundamentální faktory, tak i vývoj tradičně kolísavých skupin cen. Silné inflační tlaky bude nadále vytvářet napjatá situace na trhu práce doprovázená pokračujícím rychlým růstem mezd v prostředí rekordně nízké nezaměstnanosti. Předchozí oslabení kurzu koruny v důsledku negativního sentimentu na světových trzích vedlo k zastavení protiinflačního působení dovozních cen. S postupným odezněním uvedeného globálního faktoru se však mírně protiinflační působení dovozních cen záhy obnoví a potrvá až do závěru příštího roku.

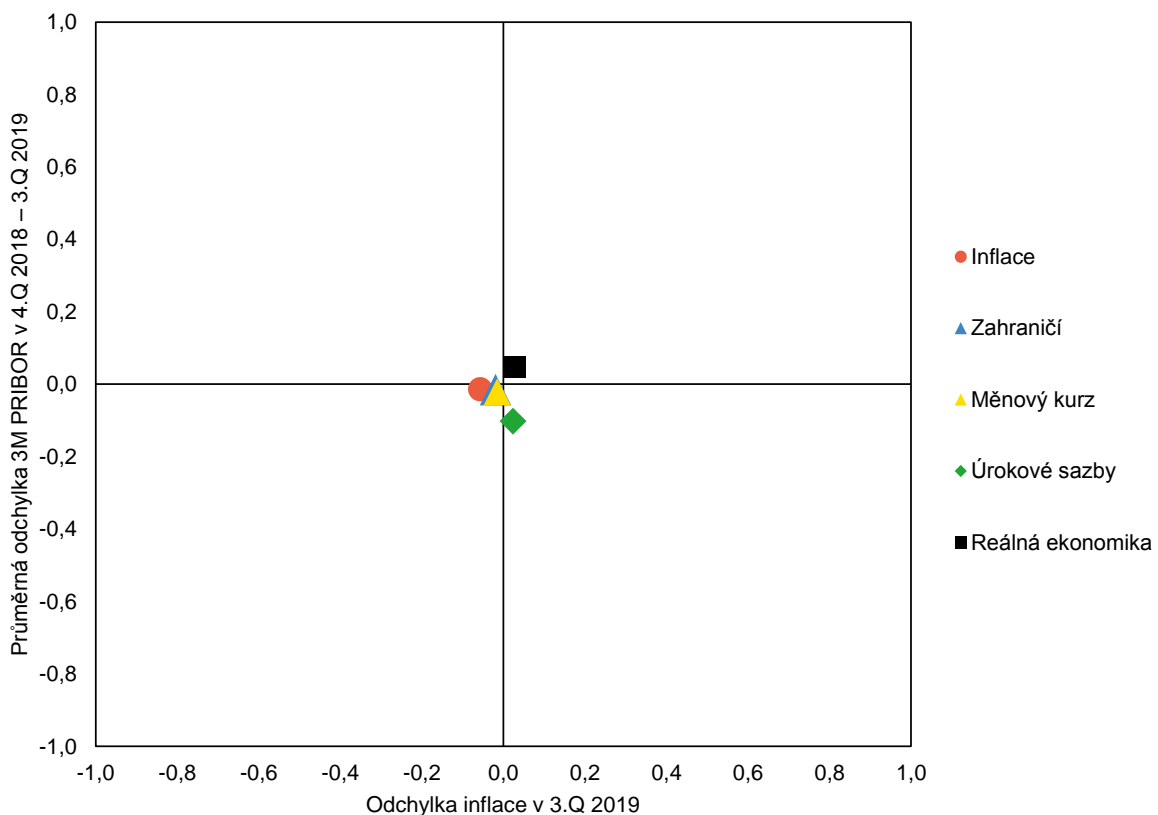
Kurz koruny se po dočasném oslabení vrací k posilování. Prognóza kurzu pro třetí čtvrtletí 2018 na hodnotě 25,8 CZK/EUR zohlednila nedávné zhoršení sentimentu na devizových trzích. Podle prognózy bude uvedený globální vliv postupně vyprchávat. Obnovené posilování koruny bude taženo kladným úrokovým diferenciálem vůči eurozóně, doznívajícími vlivy nákupu aktiv ze strany ECB a reálnou konvergencí české ekonomiky. Kurz tak podle stávající prognózy v posledním letošním čtvrtletí posílí na 25,3 CZK/EUR a

začátkem roku 2019 se dostane pod úroveň 25 CZK/EUR. V dalším období posilování kurzu zvolní v návaznosti na zahájení normalizace měnové politiky ECB.

Se stávající prognózou je konzistentní pokračující zvyšování úrokových sazeb směrem k jejich dlouhodobě neutrální úrovni. Zvyšování úrokových sazeb ve druhé polovině letošního roku reaguje jak na výrazné inflační tlaky z domácí ekonomiky, tak na předchozí oslabení koruny, které vedlo k nežádoucímu autonomnímu uvolnění celkových měnových podmínek. Následná přibližná stabilita sazeb v roce 2019 je ve stávající prognóze důsledkem obnoveného posilování kurzu při přetrvávající velmi uvolněné měnové politice ECB.

## 2. GRIP a další rizika prognózy

Graf 1: Graf rizik inflační prognózy (GRIP) pro prognózu z 5. SZ



V simulaci působí téměř neutrálně jak lehce přehodnocený výhled zahraničních veličin, tak i nová data z domácí ekonomiky. Zde došlo podle očekávání ke zmírnění dynamiky ekonomické aktivity při pokračujícím vysokém růstu mezd a zvyšování zaměstnanosti. Pozorovaná inflace byla oproti predikci lehce nižší z důvodu výrazného snížení dynamiky cen potravin (v duchu citlivostního scénáře ze Zprávy o inflaci III/2018), které bylo ovšem ve velké míře vyváženo zřetelnějším zrychlením jádrové inflace. Navíc se zvyšuje výhled budoucího růstu regulovaných cen. Měnový kurz v průměru za třetí čtvrtletí posílil nepatrně více, než bylo předpokládáno. Prozatím se tak nenaplnují rizika odlišného kurzového vývoje, zachycená ve druhém citlivostním scénáři v poslední Zprávě o inflaci.

Nad rámec simulace GRIPu přetrvávají nejistoty plynoucí z nárůstu protekcionistických opatření ve světovém obchodě a z dění kolem brexitu.

**Celkově sekce měnová hodnotí bilanci rizik stávající prognózy jako vyrovnanou a jednotlivá rizika jako nevýrazná, a to jak z pohledu budoucí inflace, tak i úrokových sazeb.**

### 3. Související měnověpolitické úvahy

Úrokové sazby na peněžním trhu se po posledním zvýšení základních sazeb ČNB na počátku srpna zvýšily. Průměrná výše sazby 3M PRIBOR v dosavadním průběhu 3Q18 (do 24.9.) činí 1,4 %, <sup>1</sup> což je mírně pod prognózovanou úrovní (1,6 %). Pro 4Q18 je se stávající prognózou konzistentní tržní sazba 3M PRIBOR na úrovni 1,8 %, s aktualizovaným scénářem prognózy (viz Graf 19 na konci MPD) pak sazba jen o desetinu procentního bodu nižší. Pro vývoj sazeb ve 4Q18 bude přitom do velké míry určující již zářijové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady ČNB. Pro něj tedy stávající prognóza i její aktualizovaný scénář implikují zvýšení 2T repo sazby na 1,5 %.

V průběhu zpracování prognózy v 5. SZ byly identifikovány tři nejistoty, resp. rizika. Za hlavní nejistotu byla označena **délka trvání globálních faktorů, které způsobily oslabení kurzu koruny**. Přibližně od dubna letošního roku došlo na světových finančních trzích ke změně sentimentu, což vedlo k tomu, že koruna oslabila vůči euru i dolaru. Při zpracování prognózy panovala přitom nejistota, jak dlouho bude pozorovaný kurzový šok trvat. Uvedená nejistota byla popsána symetrickým kurzovým citlivostním scénářem se dvěma variantami možného viditelného odchýlení vývoje kurzu od prognózy (na slabší i silnější stranu). Tento scénář se přitom zatím nenaplnuje ani v jedné své variantě. Průměrná hodnota kurzu v dosavadním průběhu 3Q18 (25,7 CZK/EUR) je velmi blízko prognóze (25,8 CZK/EUR). Vzhledem k úrovni kurzu v posledních dnech okolo 25,5 CZK/EUR přitom z tržního vývoje zatím neplyne významné riziko ani pro hodnotu kurzu implikovanou stávající prognózou pro 4Q18 (25,3 CZK/EUR).

**Krátkodobé riziko nižší inflace** popisoval citlivostní scénář, v němž nedávný růst kolísavých cen odezníval rychleji než v prognóze. Toto parciální riziko, které však bylo – jak ukázal zpracovaný citlivostní scénář – měnověpoliticky málo relevantní<sup>2</sup>, se naplnilo; ceny potravin oproti predikci zpomalily, a to dokonce více než v citlivostním scénáři z 5. SZ. To však bylo ve velké míře kompenzováno skokovým zrychlením cen neobchodovatelných statků v rámci jádrové inflace, především cen zahraničních rekreací. Ostatní složky inflace zhruba odpovídaly predikci, a celkově je tak inflace jen lehce pod prognózou.

Za zdroj vnější nejistoty je možno i nadále považovat případný další **nárůst protekcionistických opatření ve světovém obchodě**, resp. možnou eskalaci obchodních sporů USA nejen s eurozónou, ale i s Čínou a dalšími obchodními partnery. Toto riziko bylo v 5. SZ popsáno interním citlivostním scénářem tzv. omezené obchodní války.<sup>3</sup> Identifikovaná nejistota ohledně protekcionistických opatření nadále přetrvává; ve světle

<sup>1</sup> Aktuální hodnota k uvedenému dni dosahuje 1,56 %.

<sup>2</sup> Inflace ležela v tomto citlivostním scénáři v nejbližších čtvrtletích blíže k cíli, když rozdíl ve výhledu inflace oproti prognóze vznikl pouze v důsledku záporného jednorázového šoku do tradičně kolísavých složek inflace. Fundamentální inflační tlaky se na celém horizontu prognózy výrazněji nepřehodnocovaly. Vpředhledící měnová politika prováděná v rámci flexibilního cílování inflace proto na tento typ šoků neměla důvod výrazněji reagovat.

<sup>3</sup> Ten ukazoval negativní dopad především do reálné části české ekonomiky a do slabšího nominálního kurzu koruny, což by vedlo k pomalejšímu růstu nejen exportu, ale i spotřeby domácností, investic a mezd. Vyšší proinflační tlaky z dovozních cen by se přitom téměř kompenzovaly s nižšími tlaky z domácí ekonomiky a měnová politika proto v tomto scénáři reagovala jenom mírně vyššími sazbami oproti prognóze. Odchylna inflace od prognózy byla v tomto scénáři celkově zanedbatelná.

posledních událostí ji lze doplnit o stále nevyjasněnou podobu brexitu a také zhoršující se ekonomický vývoj v rozvíjejících se zemích. Platí, že se jedná zejména o riziko ve směru nižšího budoucího ekonomického růstu tuzemské ekonomiky.

V souhrnu lze konstatovat, že příběh prognózy z 5. SZ se dobře naplňuje, a je tedy žádoucí pokračovat ve zvyšování úrokových sazeb směrem k politicky neutrální hodnotě. Sekce měnová nadále preferuje postupné zvyšování úrokových sazeb ve standardních menších krocích, což je vhodné také z pohledu finanční stability, resp. makrobezpečnostní politiky.

Po srpnovém zasedání se rozpětí diskontní i lombardní sazby vůči 2T repo sazbě vrátilo na předkrizové hodnoty  $\pm 1$  p.b. Sekce měnová doporučuje tento koridor na zářijovém měnovém zasedání zachovat a zvýšit všechny sazby ve stejném rozsahu.

#### 4. Vyjádření sekce bankovních obchodů

Koruna se po většinu srpna pohybovala v úzkém pásmu při velmi nízkém zájmu investorů. Po hawkish komentářích z ČNB na počátku září začala posilovat s tím, že k jejím ziskům přispělo také dočasné uklidnění u měn rozvíjejících se trhů. Na měnovém zasedání v září se obecně očekává další zvýšení sazeb. Jde tak o velmi podobnou situaci jako před srpnovým měnovým zasedáním, a proto očekáváme také podobnou (tedy velmi mírnou) reakci kurzu, pokud ke zvýšení dojde. Ponechání sazeb beze změny by bylo pro trh překvapením, což by mohlo vést k oslabení koruny. Záležet pak bude zejména na následné komunikaci.

#### **Box Vývoj kurzu koruny v kontextu nedávné krize na rozvíjejících se trzích v období duben – červenec 2018**

V průběhu vrcholící krize koruna stejně jako ostatní měny těchto trhů oslabovala, i když podstatně méně. U měn středoevropského regionu krize vrcholila v období duben-červenec, kdy koruna vůči euru oslabila o 3,8 %, zatímco zlotý a forint o 6,4 % respektive 6,7 %. Měny CEE3 tak oslabily podstatně méně ve srovnání s nejméně zasaženými měnami, jako například s tureckou lirou, která ve stejném období propadla o 8,6 % a její ztráta vrcholila kolem poloviny srpna na 61,3 %. Často se psalo o odlivu investorů z těchto trhů, nicméně koruna během této krize zaznamenávala na měsíční bázi naopak přílivy investic do domácích státních dluhopisů ze zahraničí. Statistika ministerstva financí podle držitelů státních dluhopisů ukazuje, že nerezidenti navýšili svou držbu domácích dluhopisů za uvedené období o 66 mld. CZK, navíc během června došlo ke splacení zhruba 50 mld. CZK (2 mld. EUR) eurobondu, a ani to nevedlo k nominálnímu poklesu objemu dluhopisů v držení nerezidentů.

O koruně se často mluví jako o bezpečném přístavu v souvislosti s obecným nárůstem averze k riziku, a koruna se tak zjevně chovala i během této krize. Koruna sice oslabila, ale relativně méně, než jiné měny ze stejné skupiny měn. Nemělo by nás tedy překvapit, že v průběhu krize, kdy se investoři obecně stahují z rozvíjejících se trhů, alokují tyto prostředky do bezpečnějších aktiv a tyto prostředky investovali i do českých státních dluhopisů. V souvislosti s dlouhodobým tématem překoupenosti koruny pak lze konstatovat, že ačkoli nejsme schopni kvantifikovat velikost před-exitových a po-exitových dlouhých korunových pozic, tak zřejmě v průběhu krize došlo k další likvidaci dlouhých korunových pozic krátkodobějších investorů, kteří byli nahrazeni dlouhodobými investory do státních dluhopisů. Část těchto investorů může mít své pozice zajištěné, takže neprošly devizovým trhem, ale nedá se očekávat, že to byla většina z nově došlých investic.

## 5. Dosavadní komunikace ČNB

Na srpnovém měnověpolitickém zasedání bankovní rada jednomyslně zvýšila 2T repo sazbu o 25 bazických bodů na 1,25 %. Současně zvýšila lombardní sazbu o 25 bazických bodů na 2,25 % a diskontní sazbu o 20 bazických bodů na 0,25 %.

Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako vyrovnaná. Hlavní nejistotou je délka trvání globálních faktorů, které způsobily nedávné oslabení kurzu koruny. Dalším zdrojem vnější nejistoty je nárůst protekcionistických opatření ve světovém obchodu a případné vyhocení obchodních sporů Spojených států s eurozónou a dalšími obchodními partnery. Krátkodobé riziko směrem dolů představuje výhled inflace na nejbližší měsíce v oblasti cen potravin a pohonných hmot.

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 během srpna a září přitom naznačovala, že k dalšímu zvýšení základních sazeb ČNB by mohlo dojít již na zářijovém zasedání.

**Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů bankovní rady v médiích**

16.8.	M. Hampl (ČIA News)	<p>Zbývají mi už jen dvě měnová zasedání, a to 26. září a 1. listopadu. Debata o zvyšování sazeb bude relevantní na každém z těch zasedání, dokonce i na některých dalších, kterých se už účastnit nebudu. Za sebe to řeknu opačně – nevím, co by mne mohlo přesvědčit, abych v září nehlasoval pro vyšší sazby. To by muselo být něco opravdu mimořádného, nějaký jednorázový šok. Něco á la krach Lehman Brothers, co úplně mění pohled na fungování finančního světa.</p> <p>Už teď v realitě zaostáváme za tím, co v sobě obsahuje prognóza sazeb. Úroková trajektorie už dnes počítá s tím, že na třetí kvartál by průměrná sazba tříměsíčního PRIBORu měla být výš, než do konce čtvrtletí nejspíš bude.</p> <p>Pokud však bude vývoj hladký jako doposud, pak cesta ze základního tábora na vrchol, který se jmenuje neutrální úrokové sazby, musí pokračovat. Podle mne není jediný důvod, proč v ní nepokračovat. A není to jen kvůli kurzu koruny, ale hlavně díky obecnému nastavení parametrů této ekonomiky. Víte, že já osobně jsem zastáncem rychlejšího návratu do normálu.</p>
1.9.	J. Rusnok (Právo)	<p>Domníváme se ale, že je to (Pozn.: zastavení posilování koruny) přechodný stav. Nálady na trhu by mohly odeznít v průběhu několika měsíců a koruna by podle očekávání mohla opět začít mírně posilovat. Do budoucna ale posilování nebude radikální, nejsou pro to důvody.</p>
Září 2018	V. Benda (Bankovníctví)	<p>Naše současná prognóza předpokládá, že do konce roku bude možné zvýšit sazby ještě dvakrát. To však není závazek bankovní rady – všechny relevantní okolnosti se hodnotí na každém zasedání vždy znovu a zvlášť. Ale z pohledu dlouhodobějšího horizontu dvou až tří let bych si uměl představit, že by se sazby měly postupně posouvat ke své neutrální úrovni.</p> <p>Bavíme se o dvou a půl až třech procentech (Pozn.: jde o neutrální úrokové sazby), jelikož naše reálné sazby, tedy sazby po odečtení cenového vlivu, jsou pořád záporné. Ale zda se tam dostaneme a jak rychle, bude záviset na vývoji světové ekonomiky, politiky zahraničních centrálních bank, vývoji eurozóny a také našeho devizového kurzu, který se momentálně vyvíjí proinflačním směrem. Nicméně situace se může velmi rychle změnit a během několika měsíců se může otočit o 180 stupňů, na což musíme být připraveni reagovat okamžitě. Měnová politika by měla být flexibilní, fungovat podle aktuálních dat, a ne jako Titanic s velmi dlouhým poloměrem otáčení. Proto si myslím, že je správné, že právě tyto otázky řešíme osmkrát do roka.</p> <p>... očekávám, že se vrátíme k průběžnému mírnému posilování kurzu. Kdy se tak stane, bude ale do značné míry záviset na sentimentu globálního trhu.</p>
11.9.	O. Dědek (Bloomberg)	<p>On balance, I think there is probably some room for monetary-policy tightening in the short term, but it should be done with a lot of caution. It shouldn't be a race to get to some kind of a neutral level as fast as possible.</p>

		<p>The notion of normalizing rates is valid, but the question I'm asking is how to proceed with normalization in a situation when there are more and more risks appearing in the external environment.</p> <p>I'm personally not a big fan of what I call a roller-coaster approach. The monetary-policy path should be smooth.</p>
12.9.	J. Rusnok (Reuters)	<p>Za sebe říkám, že je mi to (Pozn.: zvýšení úrokových sazeb) v tuto chvíli dost blízké, protože se mi jeví, že tím nemůžeme nic pokazit, že riziko nějakého unáhleného nebo neuváženého chování je minimální.</p> <p>Nebráním se samozřejmě argumentům, které mohou zaznít a mohou říkat 'Nespěchejme, nic se neděje, počkejme, uvidíme'. Ale já tam těch protiargumentů vidím málo nebo je vidím jako dosti slabé.</p> <p>Může to (Pozn.: zvýšení úrokových sazeb) ještě do konce roku být dvakrát, nebo relativně brzy v následujícím období.</p>

## 6. Reakce a očekávání finančních trhů

Srpnové měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady bylo částečně očekáváno.

Sazby PRIBOR se po srpnovém zasedání posunuly výše. Výhled sazeb FRA naznačuje nárůst sazby 3M PRIBOR nad úroveň ze stávající prognózy ČNB.

Sazby IRS se od srpnového zasedání mírně zvýšily. Výnosová křivka sazeb IRS zůstává rostoucí do splatnosti 5R, poté je křivka plochá. Rovněž výnosy státních dluhopisů se posunuly výše.

Současná očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb jsou následující. Pro zářijové měnové zasedání bankovní rady třináct respondentů oslovených v rámci šetření IOFT předpokládalo zvýšení 2T repo sazby o 0,25 p.b., tři očekávali stabilitu základních úrokových sazeb ČNB. V ročním horizontu jsou jejich očekávání ohledně 2T repo sazby nastavena takto: 3 analytici 1,75 %, 3 analytici 2,00 %, 7 analytiků 2,25 %, 3 analytici 2,50 %.<sup>4</sup>

Analytici v rámci šetření IOFT a FECF očekávají, že kurz v ročním horizontu posílí na 24,8, resp. 25,1 CZK/EUR, zatímco prognóza ČNB předpokládá pro 3Q19 hodnotu 24,5 CZK/EUR.

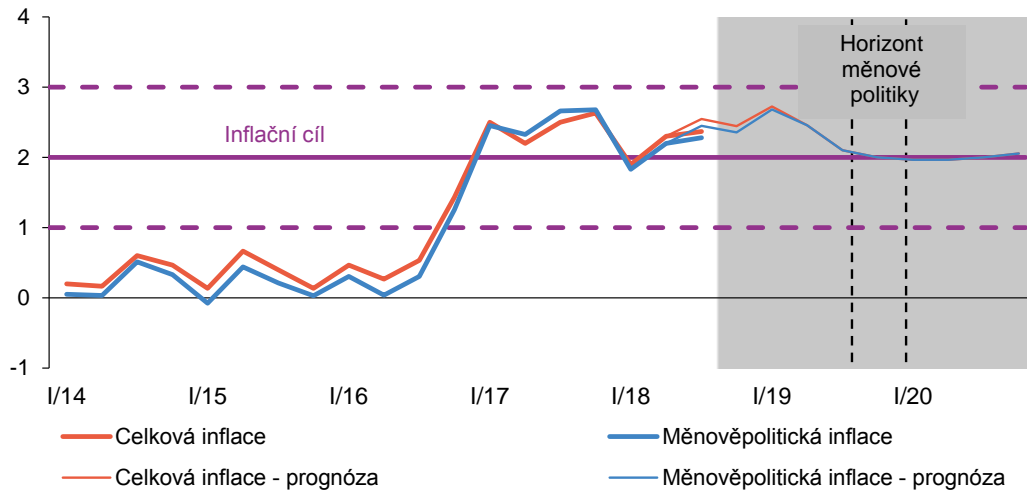
## 7. Měnověpolitické doporučení sekce měnové

**Sekce měnová doporučuje** na zářijovém měnovém zasedání bankovní rady:

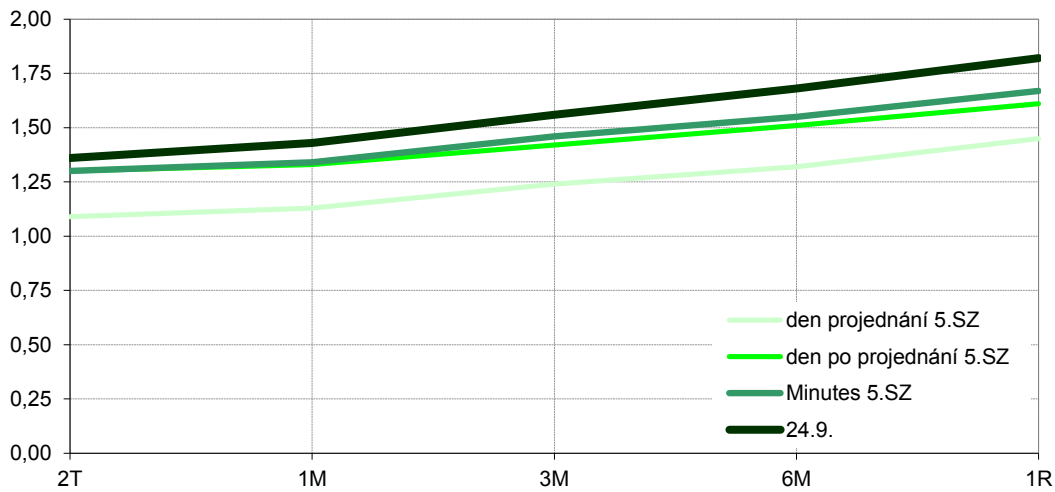
- zvýšit 2T repo sazbu na 1,50 %, lombardní sazbu na 2,50 % a diskontní sazbu na 0,50 %;
- připomenout, že se stávající prognózou je konzistentní pokračující zvyšování úrokových sazeb směrem k jejich dlouhodobě neutrální úrovni;
- zopakovat, že podle stávající prognózy se inflace do poloviny roku 2019 bude nacházet nad 2% cílem (v rámci jeho tolerančního pásma), na horizontu měnové politiky se k němu vrátí a setrvá u něj i v roce 2020;
- označit bilanci rizik stávající prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako vyrovnanou a jednotlivá rizika jako nevýrazná.

<sup>4</sup> Hodnota ze stávající prognózy ČNB pro 3Q19 předpokládá hodnotu 1,5 %.

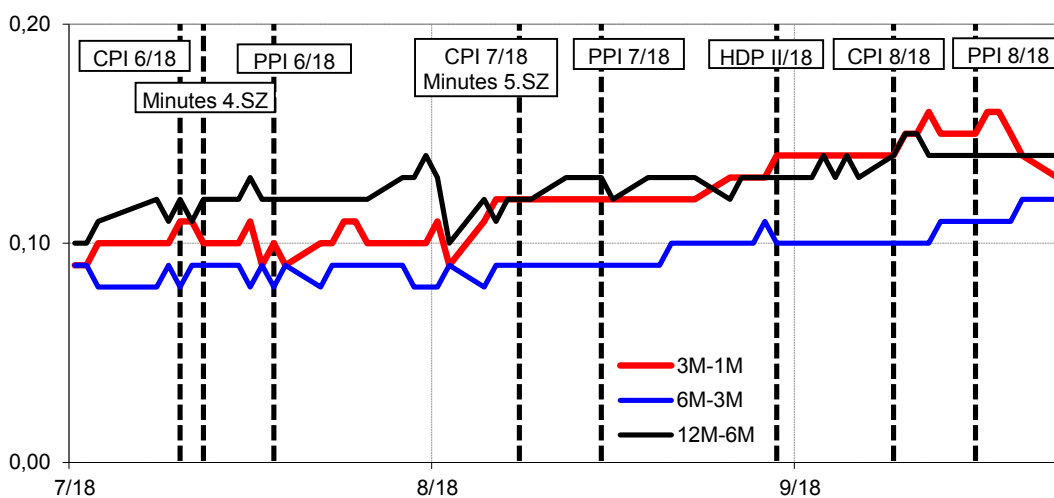
Graf 2: Prognóza inflace z 5. SZ 2018



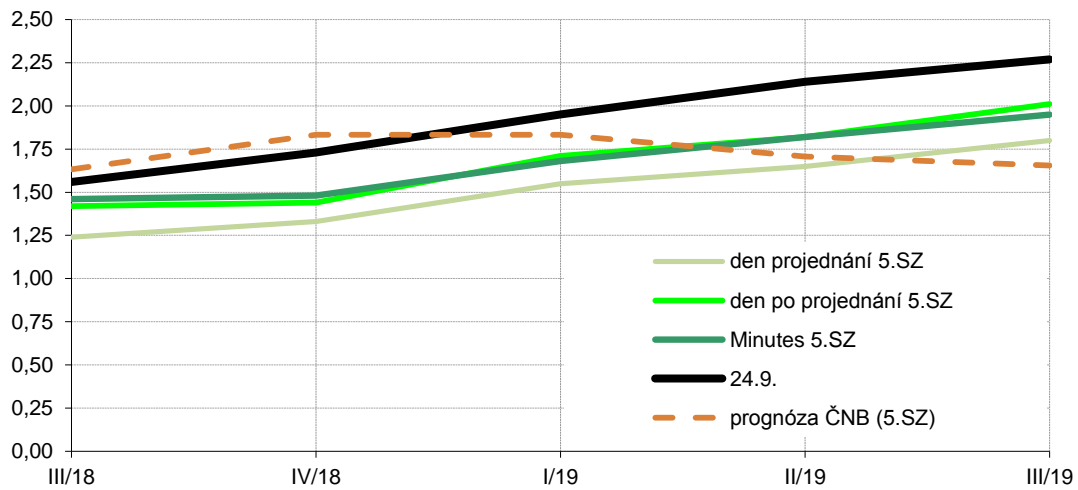
Graf 3: Výnosové křivky PRIBOR



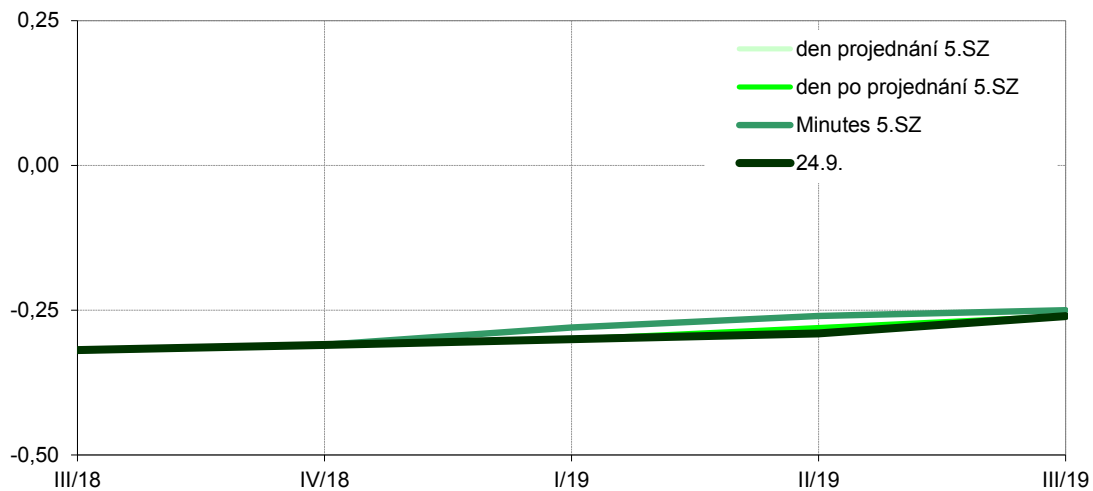
Graf 4: Úroková rozpětí – PRIBOR



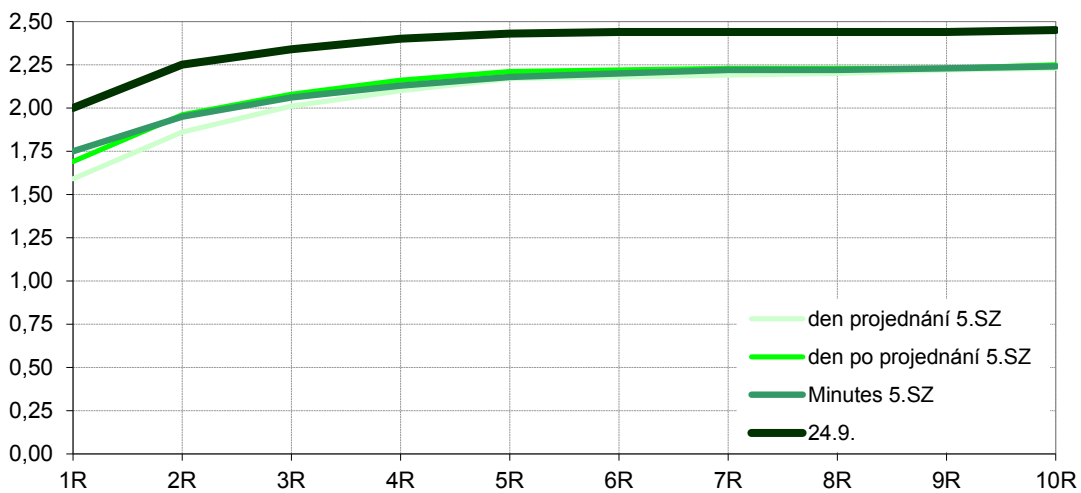
Graf 5: 3M PRIBOR, FRA



Graf 6: 3M EURIBOR, FRA

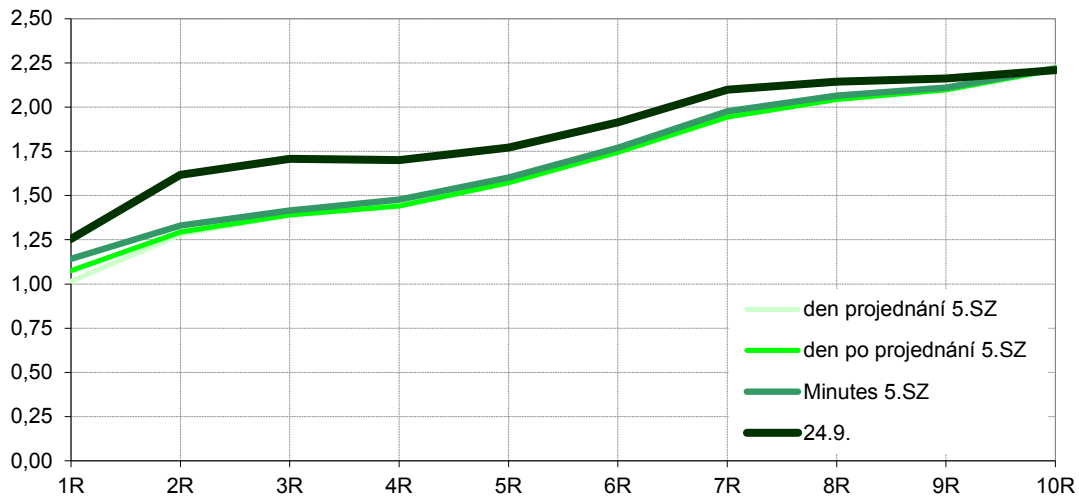


Graf 7: IRS CZK

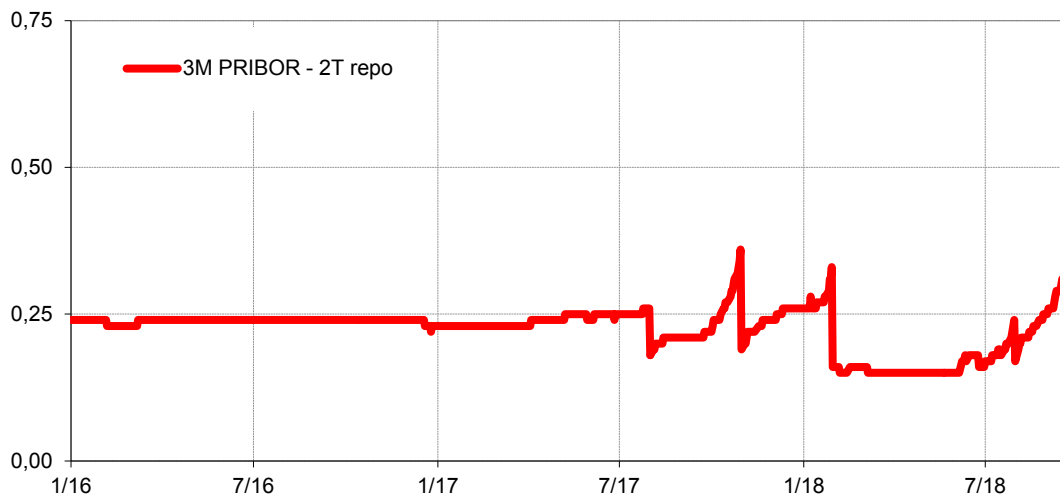




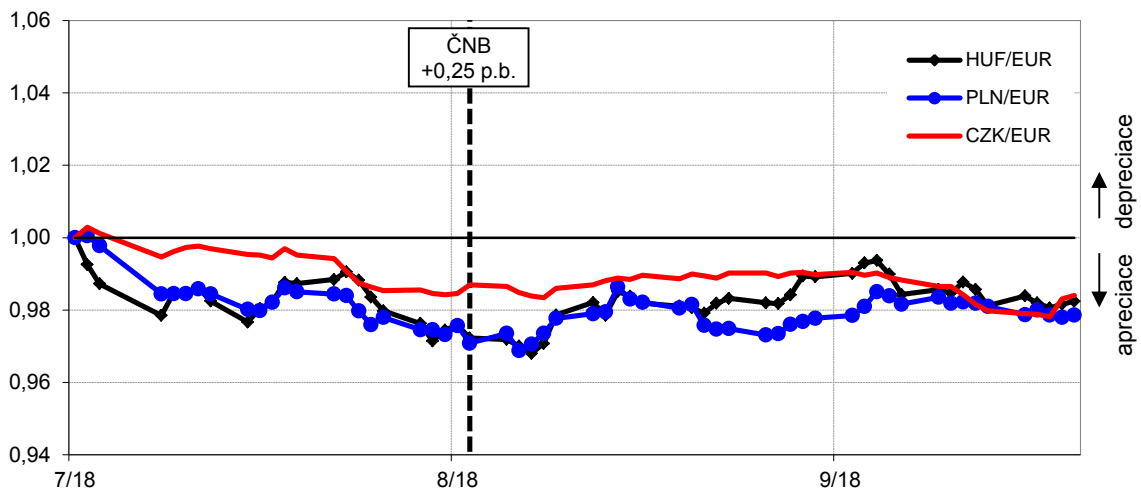
Graf 8: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



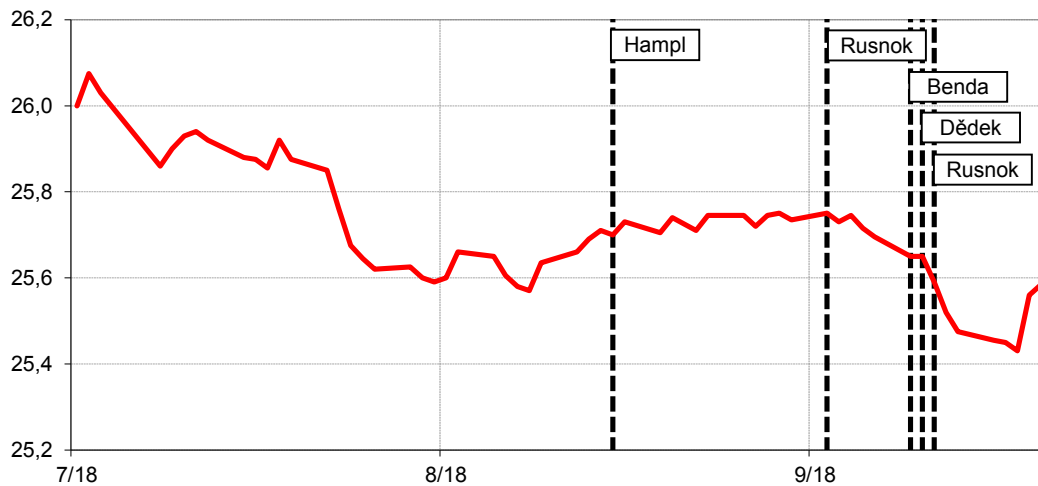
Graf 9: Úrokové rozpětí v ČR



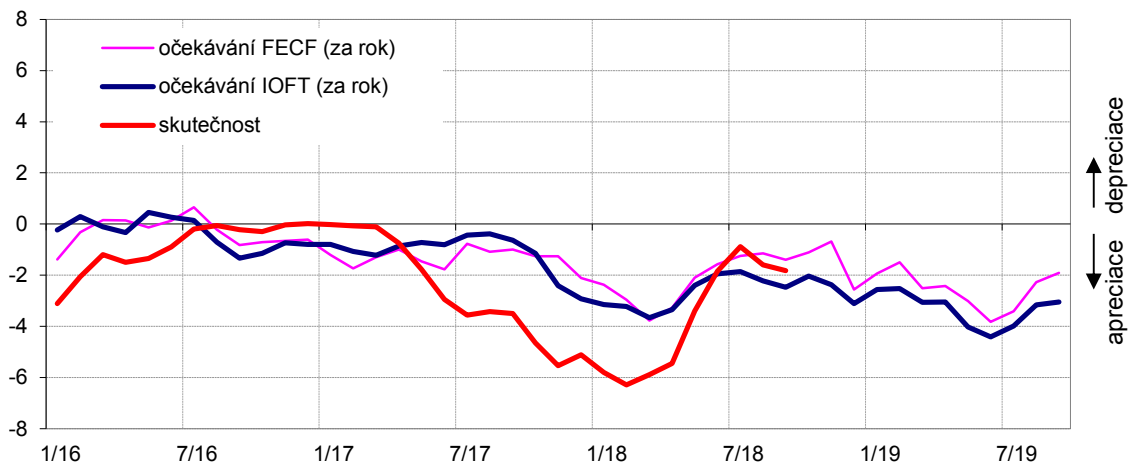
Graf 10: Kurzy středoevropských měn (1.7. = 1,00)



Graf 11: Kurz CZK/EUR

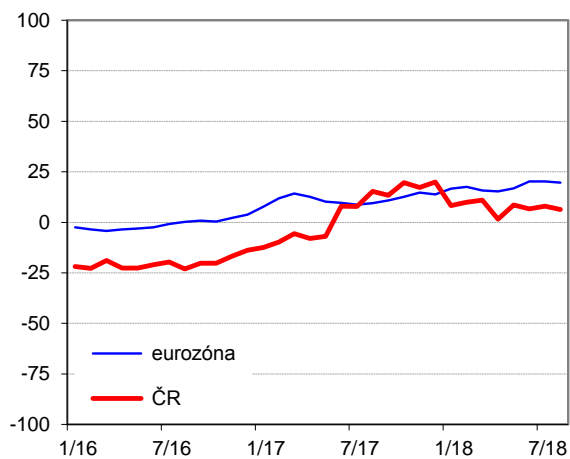


Graf 12: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

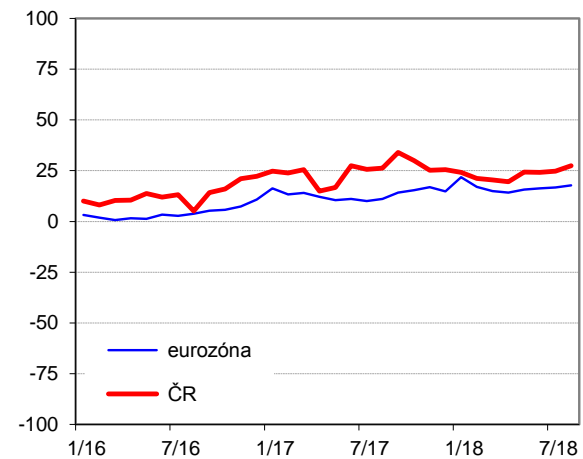


Graf 13: Inflační očekávání a vnímání inflace u domácností (mezinárodní srovnání, saldo odpovědi)

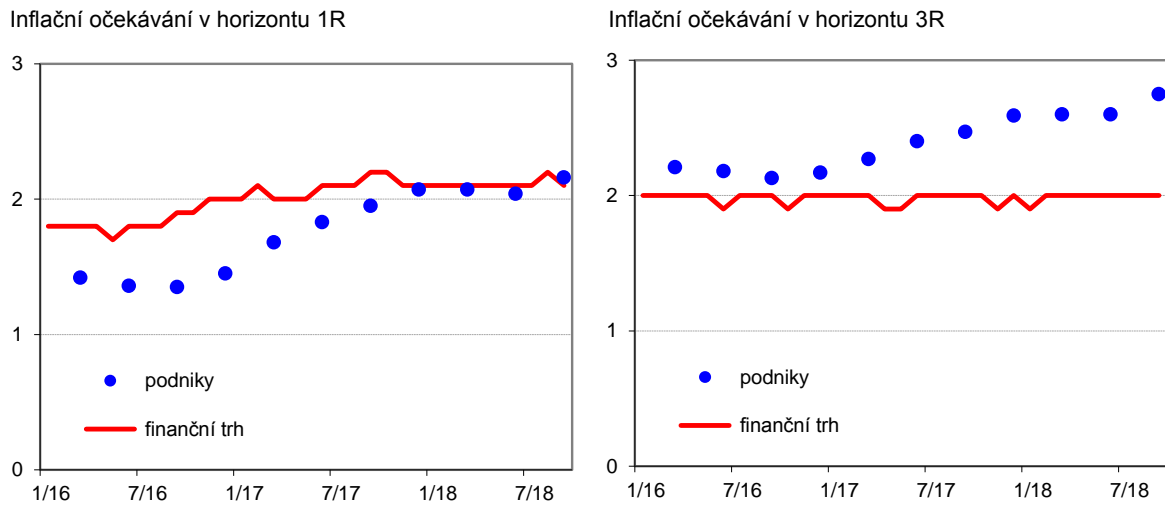
Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců



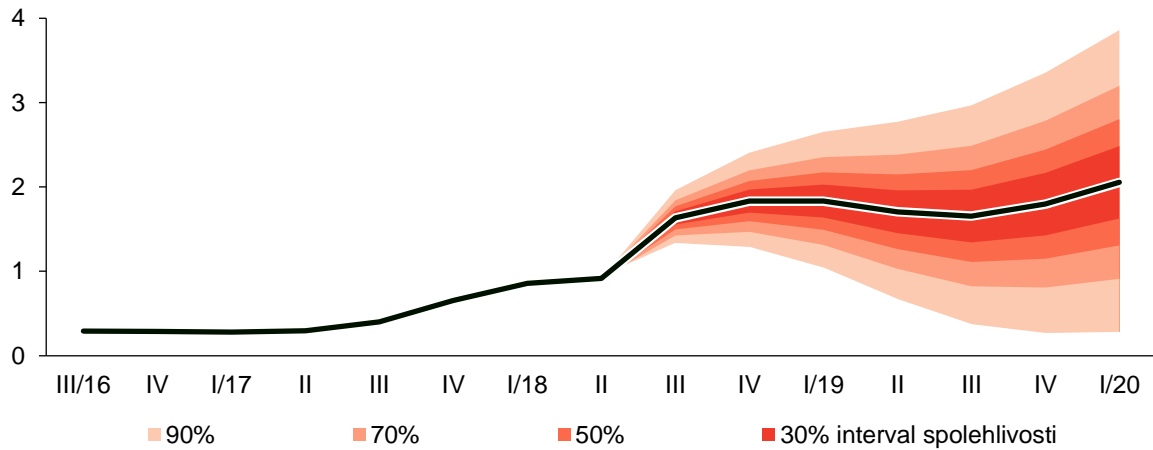
Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících



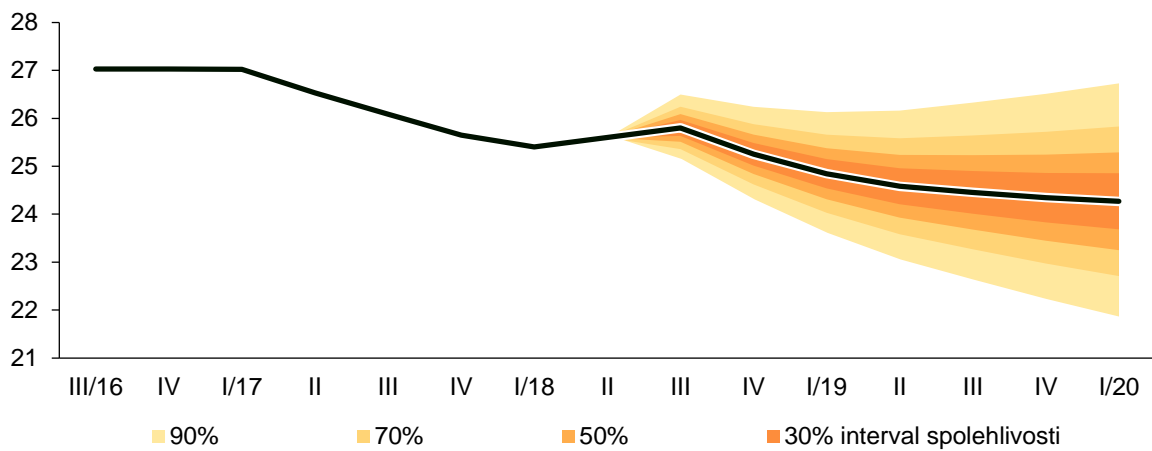
**Graf 14: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %**



**Graf 15: Vějířový graf úrokových sazeb v %**



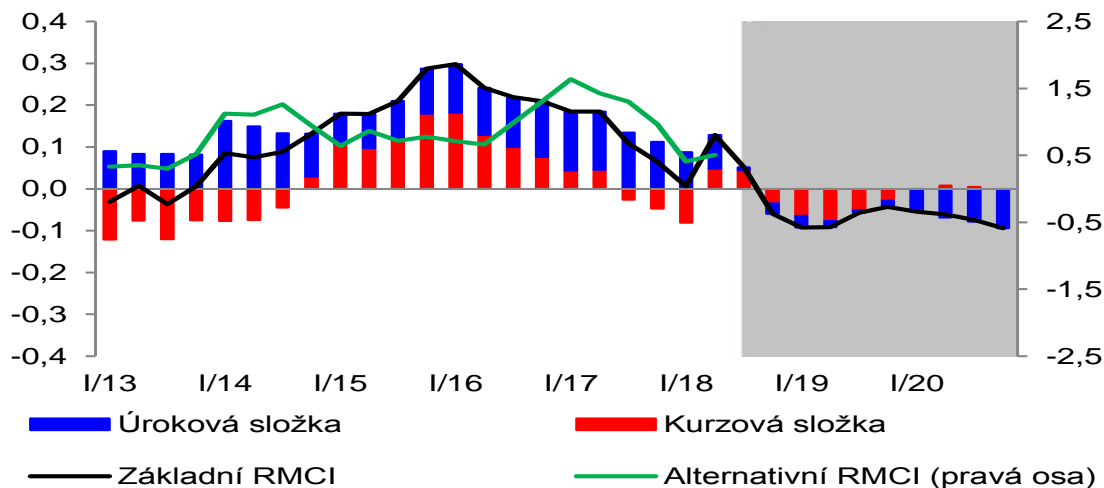
**Graf 16: Vějířový graf měnového kurzu CZK/EUR**



Graf 17: Objem korunových aktiv nerezidentů v mld. Kč



Graf 18: 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. Oproti základní verzi měnových podmínek také není možné identifikovat zdroj pohybu indexu a váhy se mění v každém časovém období.

Graf 19: Aktualizovaný scénář prognózy

