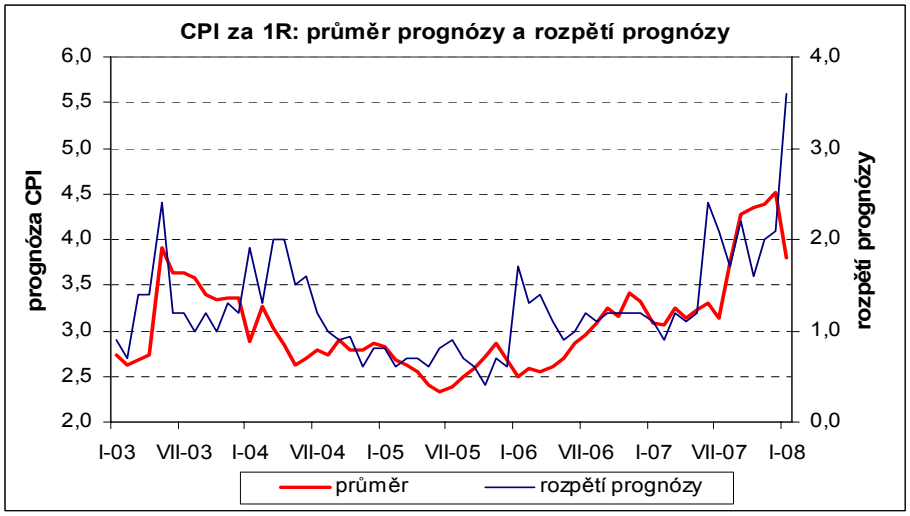
ČESKÁ ČNB NÁRODNÍ BANKA

Měření inflačních očekávání finančního trhu – výsledky 105. měření (leden 2008)

Do lednového průzkumu IOFT zaslalo svoje predikce budoucího vývoje inflace a dalších ukazatelů deset domácích a jeden zahraniční analytik. Analytici v horizontu 1R očekávají vlivem odeznění skokového nárůstu cen z ledna 2008 nižší inflaci, naopak prognóza inflace v horizontu 3R pokračuje v mírném růstu. Předpokládá se, že ČNB bude na tento přechodný cenový nárůst reagovat ještě minimálně jedním zvýšením svých úrokových sazeb, později ji v protiinflační snaze pomůže i očekávaný silnější kurz koruny. Prognóza růstu HDP pro rok 2008 zůstala stabilní ve výši 4,7 %, v roce 2009 analytici očekávají mírné zrychlení na 4,8 %. Oproti minulým šetřením však dochází k výraznému nárůstu nejistoty u prognózy inflace. Očekávané nominální měnové podmínky se hlavně vlivem očekávané rychlejší apreciace koruny mírně zpřísnily.

1. Inflace

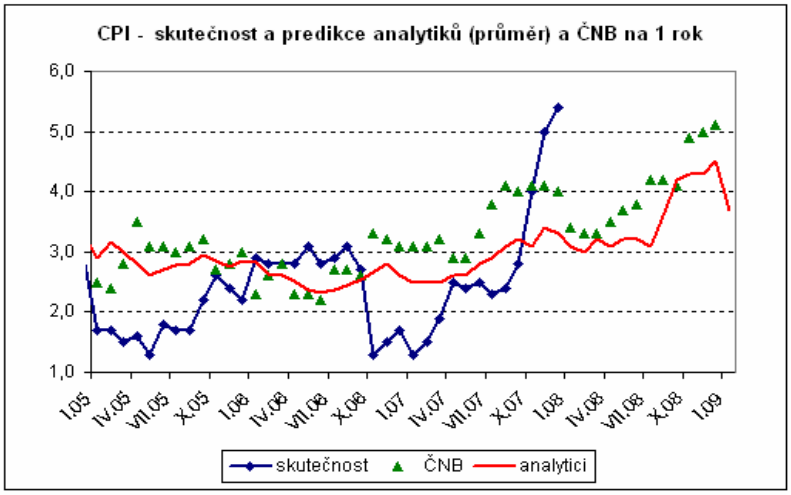
I-08	mzr. CPI v% 1 rok	3 roky
min	2,6	2,0
průměr	3,7	2,8
max	6,2	4,5



Prognóza inflace v horizontu 1R v lednu klesla z prosincových 4,5 % na 3,7 % mzr. Snížení prognózy inflace na leden 2009 je způsobeno vyšší srovnávací základnou a očekáváním postupného odeznění inflačních šoků v podobě vysokých cen potravin a energií z konce roku 2007. V kratším horizontu by proti inflačním tlakům mohla stát i apreciující koruna. Zatímco prognóza inflace v horizontu 1R klesla, v horizontu 3R mírně narostla na 2,8 % mzr. Pohybuje se tak o 0,8 pb nad, v té době platným inflačním cílem ČNB. Vyšší inflačních očekávání v delším horizontu jsou podle analytiků způsobena očekávanou změnou inflačního prostředí nejen u nás, ale zejména ve světě (přetrvávající vyšší ceny ropy než ještě před několika lety, pokračující růst poptávky po potravinách v Číně, biopaliva).

Prognóza inflace v horizontu 1R je však zatížena značnou nejistotou. Oproti prosinci došlo k rozšíření rozpětí prognózy z 2,1 na 3,6 pb (viz graf)[1]. Důvodem je snížení minimálního i zvýšení maximálního odhadu (z 5,3 % na 6,2 % mzr.). Nejistota panuje především v rychlosti odeznění jednorázových faktorů inflace.

Horizont predikce	mzr. CPI 1 R	3 R	ČNB 1 R
Predikce za měsíc	%		%
leden 2007	3,1	2,6	3,4
duben 2007	3,1	2,5	3,5
červenec 2007	3,1	2,5	4,2
září 2007	4,2	2,5	4,1
říjen 2007	4,3	2,5	4,9
listopad 2007	4,3	2,6	5,0
prosinec 2007	4,5	2,7	5,1
leden 2008	3,7	2,8	3,8

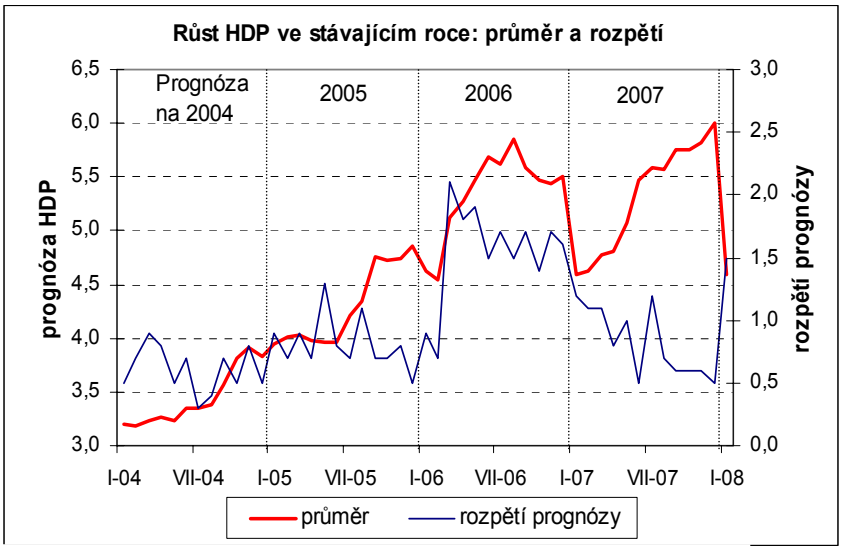


[1]) Rozdíl mezi maximálním a minimálním odhadem u domácích analytiků oslovených v rámci šetření IOFT, kvůli stabilnější datové základně.

2. Hrubý domácí produkt

I-08	růst HDP v roce stávajícím	příštím
min	3,7	3,2
průměr	4,7	4,8
max	5,3	5,5

Horizont predikce Predikce za měsíc	růst HDP v roce stávajícím %	příštím
leden 2007	4,6	4,6
duben 2007	4,8	4,7
červenec 2007	5,6	4,9
září 2007	5,8	4,7
říjen 2007	5,8	4,7
listopad 2007	5,8	4,7
prosinec 2007	6,0	4,7
leden 2008	4,7	4,8



Analytici v lednu ponechali prognózu růstu HDP v roce 2008 na 4,7 % mzr., v roce 2009 nově očekávají růst o 4,8 % mzr. Hlavními tahouny růstu zůstávají letos investice a i přes mírné ochlazení spotřeba domácností. Důvodem ochlazení spotřeby budou nižší růst reálných mezd, nižší expanze úvěrů a reformy, které sníží sociální dávky a zvednou nižší sazbu DPH. Snížení daně z příjmu tento pokles nestačí vykompenzovat. Investice by naopak v roce 2008 měly zrychlit svůj růst vlivem sílícího přílivu prostředků z fondů EU a přílivu PZI (Hyundai). Ve směru nižšího růstu bude působit i očekávané ochlazení ekonomiky eurozóny.

Rozpětí odhadů růstu HDP v roce 2008 mírně kleslo vlivem vyššího minimálního odhadu. Nicméně hlavní nejistotou mezi analytiky je rozsah zpomalení US ekonomiky a vliv na ekonomiku eurozóny. Z grafu pozorovaný strmý nárůst rozpětí odhadů, podobný jako na začátku roku 2007, je způsoben skutečností, kdy v grafu je srovnáván vývoj rozpětí pro loňský a letošní růst HDP.

3. Úrokové sazby

I-08	2T repo sazba v %		12M PRIBOR v %		5R IRS v %		10R IRS v %	
	1 měsíc	1 rok	1 měsíc	1 rok	1 měsíc	1 rok	1 měsíc	1 rok
min	3,75	3,50	4,10	3,80	4,20	4,10	4,39	4,30
průměr	3,75	3,89	4,19	4,10	4,31	4,37	4,55	4,62
max	3,75	4,25	4,30	4,50	4,50	4,70	4,75	5,10

Krátkodobé očekávané úrokové sazby v horizontu 1R oproti prosinci nepatrně vzrostly. Větší růst se odehrál v horizontu 1M, kdy analytici očekávají přinejmenším jedno zvýšení úrokových sazeb ČNB. Všech 11 analytiků očekává zvýšení o 25 bp na 3,75 % již na únorovém MP zasedání. Hlavním důvodem je riziko přenosu vyšší inflace do inflačních očekávání. Další vývoj sazeb po zbytek letošního roku bude záviset na rozsahu ochlazení ekonomiky v USA a potažmo i eurozóny. Pokud dojde v USA k recesi, vliv to bude mít i na eurozónu, což by mohlo vést minimálně ke zpomalení růstu sazeb v ČR. I vzhledem ke komunikaci ČNB většina analytiků očekává v horizontu 1R 2T repo sazbu ve výši 3,75 %.

Rozpětí prognózy 2T repo sazby v horizontu 1R zůstalo stabilní, jeden analytik očekává růst až na 4,25 %. Rozpětí prognózy 12M PRIBORu se mírně rozšířilo vlivem růstu maximálního odhadu. Rizikem ve směru vyšších sazeb zůstává inflace, ve směru nižších sazeb posílení CZK a nižší sazby v eurozóně.

Očekávaný sklon křivky peněžního trhu v horizontu 1R, měřený 12M PRIBOR – 2T repo, oproti prosinci klesl o 5 bp na 21 bp.

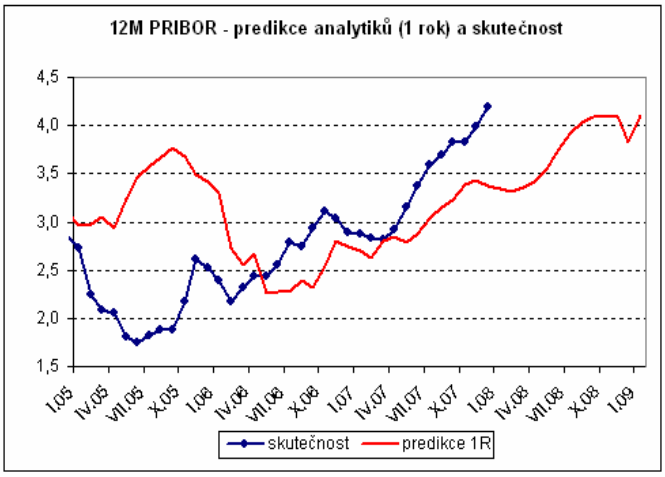
Nepatrně nižší prognóza dlouhodobých domácích výnosů v horizontu 1R je způsobena očekávaným ochlazením ekonomik USA a EMU. Dalším důvodem nižších výnosů může být nízká čistá emise domácích dluhopisů v letošním roce (MF teoreticky zvažuje i emise eurobondů, která by dále výrazně snížila nabídku SD) a nižší rozpočtový deficit v roce 2008 než původně plánovaných cca 70 mld. Kč.

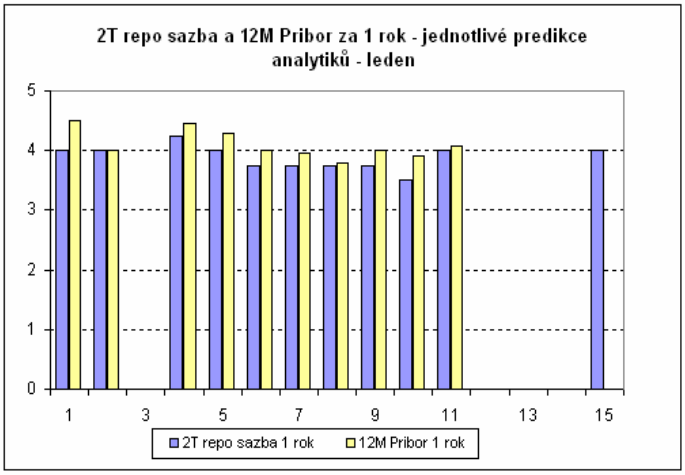
Rozpětí prognózy u 5Y i 10Y výnosů v horizontu 1R se oproti prosinci mírně zúžilo vlivem rychlejšího poklesu maximálních odhadů. Rizikem nižších sazeb je prohloubení subprime krize a její výraznější přenos do reálné ekonomiky.

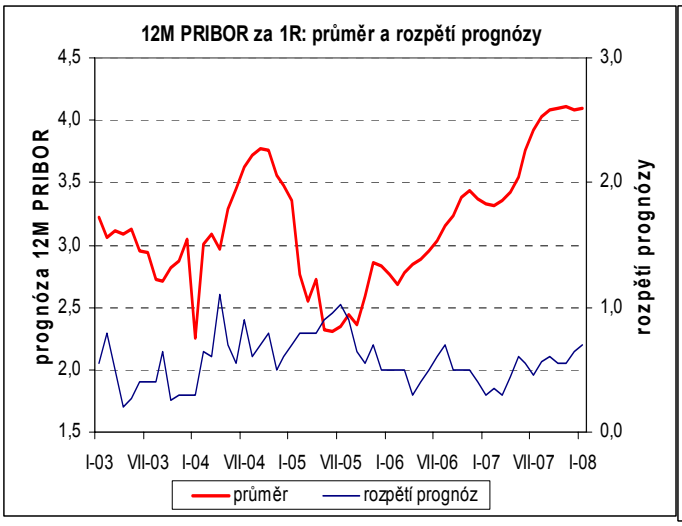
Horizont predikce	2T repo sazba		12M PRIBOR		5R IRS		10R IRS	
	1 M	1 R	1 M	1 R	1 M	1 R	1 M	1 R
Predikce za měsíc	%		%		%		%	
leden 2007	2,50	3,02	2,82	3,34	3,43	3,82	3,79	4,15
duben 2007	2,50	3,10	2,87	3,42	3,56	3,94	3,95	4,25
červenec 2007	3,00	3,56	3,53	3,92	4,32	4,51	4,60	4,74
září 2007	3,28	3,83	3,83	4,09	4,21	4,53	4,47	4,75
říjen 2007	3,33	3,83	3,85	4,09	4,21	4,42	4,51	4,64
listopad 2007	3,42	3,85	3,94	4,11	4,25	4,48	4,49	4,74
prosinec 2007	3,54	3,83	4,09	4,09	4,27	4,38	4,52	4,66
leden 2008	3,75	3,89	4,19	4,10	4,31	4,37	4,55	4,62

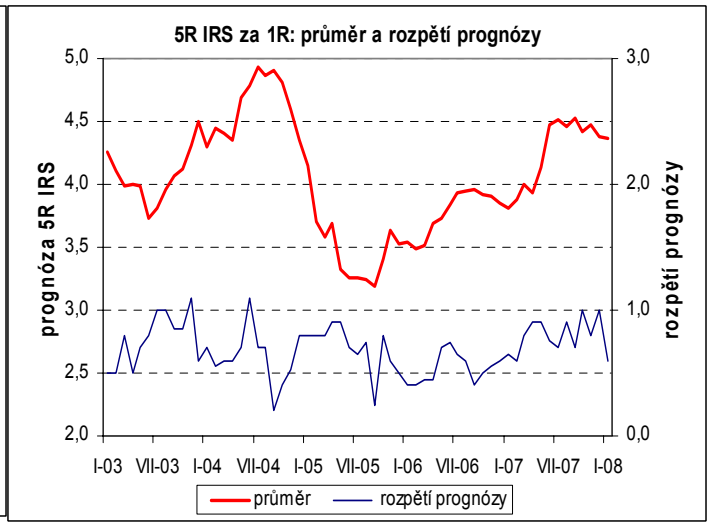
Aktuální hodnoty indikátorů k termínu pro odeslání dotazníků

	2T repo sazba	12M PRIBOR	5R IRS	10R IRS
11.1.	3,50%	4,19%	4,30%	4,54%





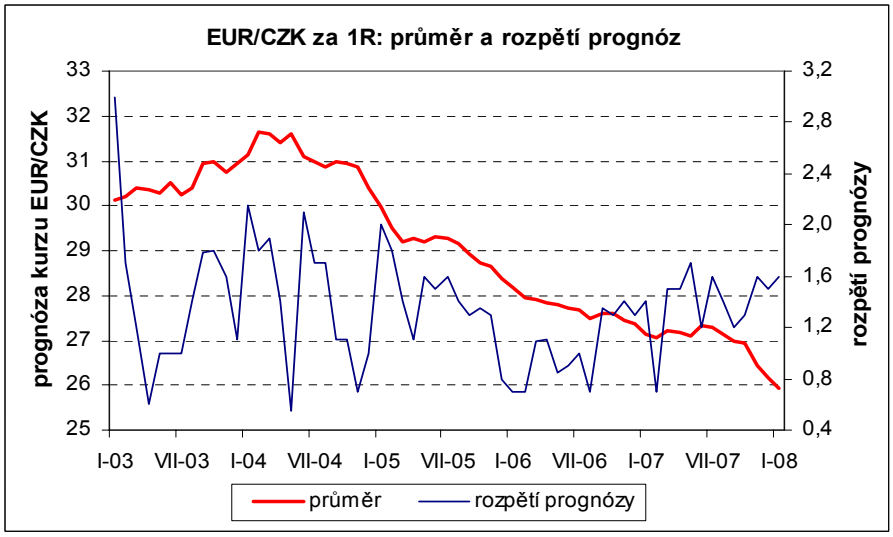




4. Devizový kurz

I-08	kurz EUR/CZK 1 měsíc	1 rok
min	25,50	25,00
průměr	26,05	25,84
max	26,80	26,80

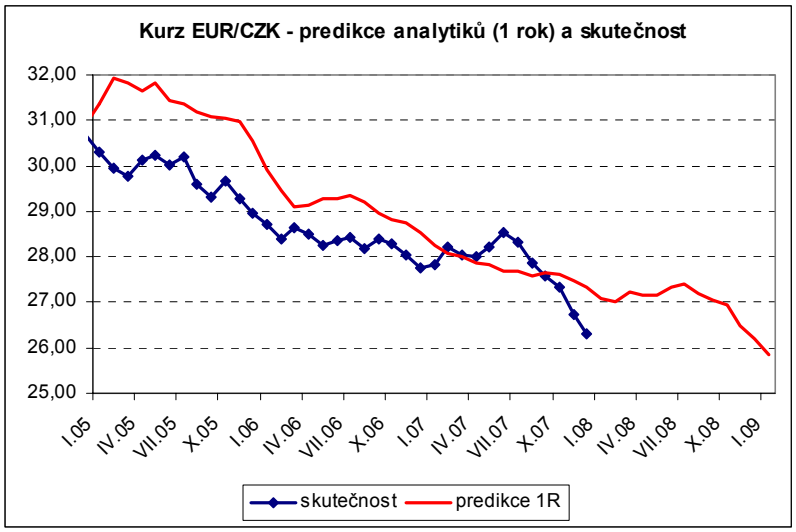
EUR/CZK k termínu odeslání dotazníků	
11.1.	25,910



Analytici v lednu očekávali v horizontu 1R kurz koruny 25,84 za euro, což je o 0,35 CZK silnější než v prosinci. V horizontu 1M analytici očekávají oslabení koruny k 26,05 za euro. Vzhledem k aktuální výši kurzu analytici očekávají v horizontu 1R apreciaci o 0,3 %. Současná úroveň kurzu, daná zájmem o korunu jako bezpečného přístavu, podle analytiků neodráží fundamenty domácí ekonomiky a vychyluje se od rovnovážného apreciačního trendu. Jakmile se obnoví důvěra v US ekonomiku, koruna podle analytiků oslabí.

Po očekávaném krátkodobém oslabení koruny by pak opět měly dlouhodobému apreciačním trendu dominovat reálná a nominální konvergence. Střednědobými faktory pro posílení jsou přetrvávající přebytek obchodní bilance, příliv PZI a prostředků z EU fondů, naopak ve směru oslabení koruny bude působit odliv dividend a i přes jeho uzavírání stále záporný úrokový diferenciál CZK-EUR.

Horizont predikce Predikce za měsíc	kurz EUR/CZK 1 měsíc	1 rok
leden 2007	27,69	27,10
duben 2007	27,99	27,16
červenec 2007	28,41	27,39
září 2007	27,57	27,05
říjen 2007	27,49	26,93
listopad 2007	26,84	26,47
prosinec 2007	26,39	26,19
leden 2008	26,05	25,84



Rozpětí odhadů domácích analytiků se oproti prosincovému šetření mírně rozšířilo (viz graf). Nicméně vzhledem k očekávané apreciaci, která se odchyluje od rovnovážného trendu, je rozpětí odhadů stále na nízké úrovni. Rizikem silnější koruny je recese americké ekonomiky, která zvyšuje její atraktivitu jako bezpečného přístavu, rychlejší domácí inflace, která by vedla k dalšímu zvýšení úrokových sazeb ČNB a tím k zúžení úrokového diferenciálu vůči eurovým aktivům. Naopak ve směru slabší koruny by působilo pouze mírné ochlazení US ekonomiky a obnovení zájmu o dolar.

5. Mzdy

I-08	růst mezd v roce stávajícím	příštím
min	7,3	6,3
průměr	8,1	7,6
max	9,7	9,0

Horizont predikce Predikce za měsíc	růst mezd v roce stávajícím %	příštím
leden 2007	6,3	6,1
duben 2007	6,7	6,5
červenec 2007	7,5	7,1
září 2007	7,5	7,2
říjen 2007	7,5	7,5
listopad 2007	7,6	7,8
prosinec 2007	7,6	7,9
leden 2008	8,1	7,6

Analytici v lednu dále zvýšili prognózu růstu nominálních mezd v roce 2008 z 7,9 % na 8,1 % mzr. Oproti roku 2007 tak analytici očekávají vyšší růst mezd, který by se však měl v roce 2009 vrátit k 7,6 % mzr. Za poslední rok tak došlo ke zvýšení prognózy růstu mezd v roce 2008 o 2,0 pb. Za očekávaným růstem mezd stojí příznivé výsledky domácích podniků, udržení silného růstu domácí ekonomiky a pokles nezaměstnanosti, který svědčí o stále těsnějších podmínkách na trhu práce.

Oproti prosinci došlo k zúžení rozpětí prognózy domácích analytiků pro rok 2008 vlivem růstu minimálního odhadu.

Za příspěvky do tohoto průzkumu inflačních očekávání finančního trhu děkujeme:

Davidu Navrátilovi z České spořitelny
Davidu Markovi z Patria Finance
Janu Vejmělkovi z Komerční banky
Pavlu Sobíškovi z Unicredit Global Research
Heleně Horské z Raiffeisenbank
Petru Dufkovi z ČSOB
Petru Sklenářovi z Atlantik FT
Radomíru Jáčovi z PPF Asset Management
Vladimíru Pikorovi z Next Finance
Vojtěchu Bendovi z ING Wholesale Banking a
Miroslavu Plojharovi z JP Morgan.

Dále bychom chtěli zvlášť poděkovat analytickým týmům České spořitelny, ČSOB a Raiffeisenbank za komentáře k prognózám.

V Praze, dne 17. 1. 08