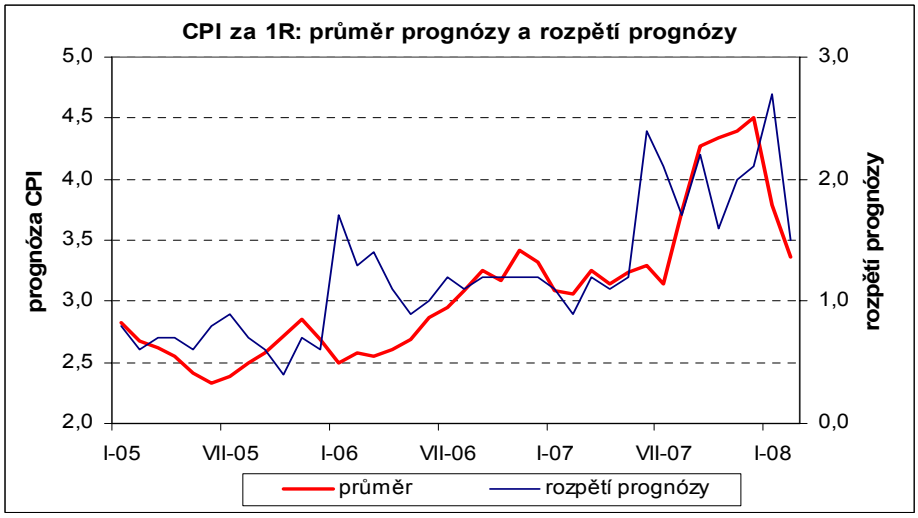
ČESKÁ ČNB NÁRODNÍ BANKA

Měření inflačních očekávání finančního trhu – výsledky 106. měření (únor 2008)

Do únorového průzkumu IOFT zaslalo svoje predikce budoucího vývoje inflace a dalších ukazatelů devět domácích a dva zahraniční analytici. Analytici dále snižují prognózu inflace, a to v ročním i tříletém horizontu. Důvody jsou jak fundamentální, tak i technické dané úpravou prognostických aparátů. Nižší růst spotřeby domácností zaviněný vyšší inflací a reformou veřejných financí a očekávané ochlazení v eurozóně snižuje prognózu růstu HDP pro rok 2008. Vlivem očekávaného odeznění inflace a nadhodnocené koruny spolu s prognózou nižšího růstu v eurozóně došlo k poklesu celé trajektorie očekávaných úrokových sazeb. Zatímco u prognózy kurzu koruny dochází k pokračujícímu nárůstu nejistoty, nejistoty u prognózy inflace v ročním horizontu naopak odeznívají.

1. Inflace

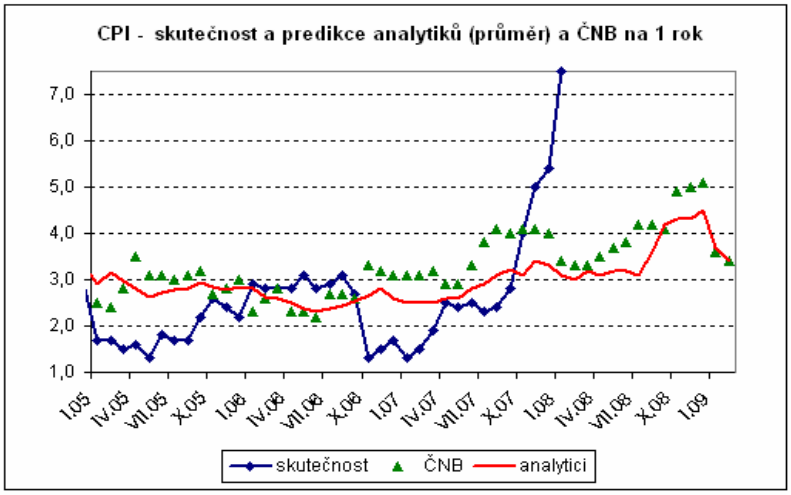
II-08	mzr. CPI v% 1 rok	3 roky
min	2,6	2,0
průměr	3,4	2,6
max	4,6	4,0



Prognóza inflace v horizontu 1R v únoru dále klesla z lednových 3,7 % na 3,4 % mzr., po tříměsíčním růstu došlo i k poklesu inflačních očekávání v horizontu 3R z 2,8 % na 2,6 % mzr. Zdá se tedy, že analytici se domnívají, že současný vysoký nárůst cen z důvodu kombinace různých faktorů je jednorázový a v horizontu 1R by měl pomalu odeznít. Důvodem meziměsíčního snížení prognózy inflace jsou podle analytiků očekávané ochlazení růstu v eurozóně a ČR, silnější koruna či odeznění vysokých cen potravin. Jeden z analytiků rovněž upravil promítání daňových změn do indexu CPI a trajektorii úrokových sazeb danou změněnou reakční funkcí ČNB. Nicméně hlavními faktory inflace i nadále zůstanou administrativní změny (nájmy, energie).

Oproti lednu došlo k poklesu nejistoty prognózy. Očekávaný pokles inflace je tak více konsensuální. Rozpětí prognózy inflace u domácích analytiků v ročním horizontu kleslo z 2,7 na 1,5 pb (viz graf)[1]. Důvodem je snížení maximálního odhadu.

Horizont predikce	mzr. CPI 1 R	3 R	ČNB 1 R
Predikce za měsíc	%		%
únor 2007	3,0	2,6	3,3
duben 2007	3,1	2,5	3,5
červenec 2007	3,1	2,5	4,2
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	3,6
únor 2008	3,4	2,6	3,4

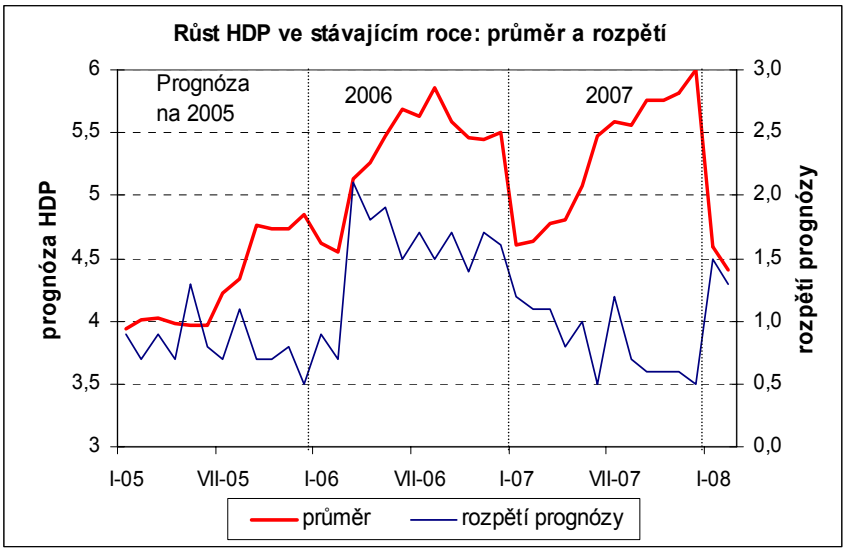


[1]) Rozdíl mezi maximálním a minimálním odhadem u domácích analytiků oslovených v rámci šetření IOFT, kvůli stabilnější datové základně.

2. Hrubý domácí produkt

II-08	růst HDP v roce stávajícím	příštím
min	3,7	3,4
průměr	4,5	4,9
max	5,0	5,5

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



Analytici v únoru snížili prognózu růstu HDP v roce 2008 z 4,7 % na 4,5 % mzr., v roce 2009 naopak očekávají mírné zrychlení na 4,9 % mzr. Hlavními důvody snížení prognózy jsou obavy z ochlazení ekonomiky eurozóny a domácí spotřebitelské poptávky kvůli nižšímu růstu reálných mezd, nižší expanzi úvěrů a vládní fiskální reformy. Naopak investice by mohly letos mírně zrychlit svůj růst vlivem sílícího přílivu prostředků z fondů EU a přílivu PZI hlavně do automobilového sektoru. Zrychlení růstu HDP v roce 2009 by mělo být způsobeno pokračujícím zvyšováním přebytku obchodní bilance zejména náběhem výroby v automobilce Hyundai.

Rozpětí odhadů růstu HDP v roce 2008 mírně kleslo vlivem nižšího maximálního odhadu. Nicméně hlavní nejistotou mezi analytiky je rozsah zpomalení US ekonomiky a vliv na ekonomiku eurozóny.

3. Úrokové sazby

II-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	3,78	3,40	3,90	3,95	4,20	4,20
průměr	3,75	3,75	3,98	3,91	4,09	4,26	4,43	4,48
max	3,75	4,00	4,10	4,30	4,24	4,50	4,60	4,70

Krátkodobé očekávané úrokové sazby v horizontu 1R oproti lednu klesly. Důvodem poklesu bylo očekávané odeznění inflačních tlaků, silnější kurz koruny a obava z ochlazení ekonomiky eurozóny. Souhrn těchto faktorů pak vedl k poklesu celé trajektorie úrokových sazeb, nejvíce však ročních splatností. Zatímco před únorovým měnověpolitickým zasedáním BR část analytiků očekávala v horizontu 1R minimálně dvojí zvýšení sazeb na 4,00 %, nyní se průměrné odhady pohybují ve výši 3,75 % (shodně dva analytici očekávají růst na 4,00 % a pokles na 3,50 %).

Rozpětí prognózy 2T repo sazby v horizontu 1R se snížilo vlivem poklesu maximálního odhadu (již žádný analytik neočekává nárůst na 4,25 %). Rozpětí prognózy 12M PRIBORu se naopak rozšířilo vlivem rychlejšího poklesu minimálního odhadu. Někteří analytici si nejsou jistí, zda ČNB nastíněný pokles sazeb v ročním horizontu je reálný. Rizikem ve směru nižších domácích sazeb zůstává posílení koruny a nižší sazby v eurozóně, ve směru vyšších sazeb pak přetrvávající vysoká inflace, možné oslabení koruny a snížený inflační cíl ČNB.

Očekávaný sklon křivky peněžního trhu v horizontu 1R, měřený 12M PRIBOR – 2T repo, oproti lednu vlivem rychlejšího poklesu ročních sazeb klesl o dalších 5 bp na 16 bp.

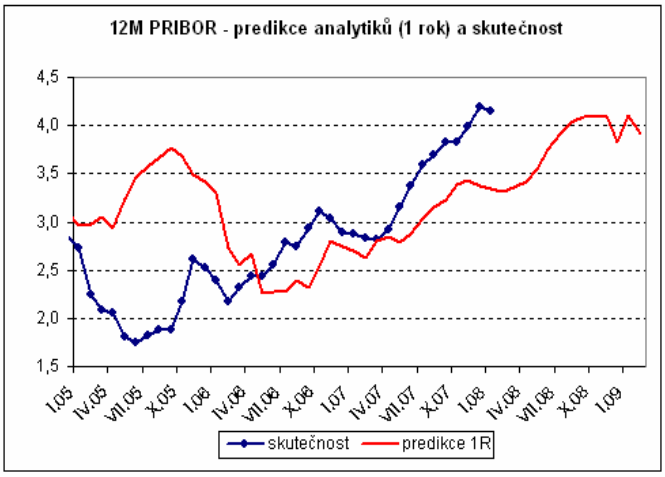
Pokračující pokles prognóz dlouhodobých domácích výnosů v horizontu 1R je způsoben očekávaným ochlazením ekonomik USA a EMU. Dalším důvodem nižších výnosů může být nízká čistá emise domácích dluhopisů v letošním roce (MF teoreticky zvažuje i emise eurobondů, která by dále výrazně snížila nabídku SD)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

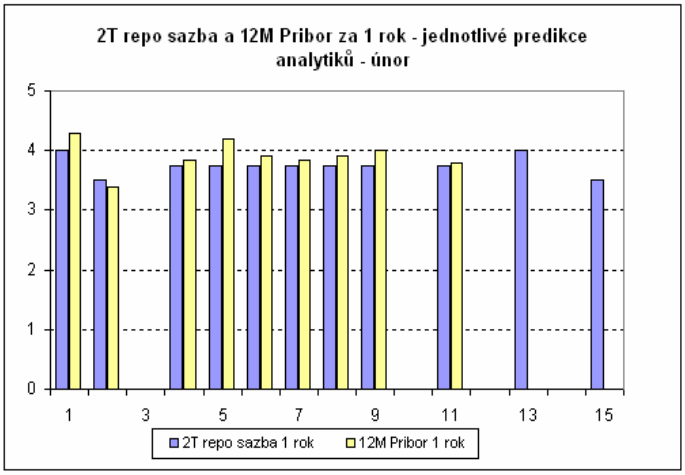
Rozpětí prognózy u 5Y i 10Y výnosů v horizontu 1R se oproti lednu mírně zúžilo vlivem rychlejšího poklesu maximálních odhadů. Rizikem nižších sazeb je prohloubení subprime krize a její výraznější přenos do reálné ekonomiky.

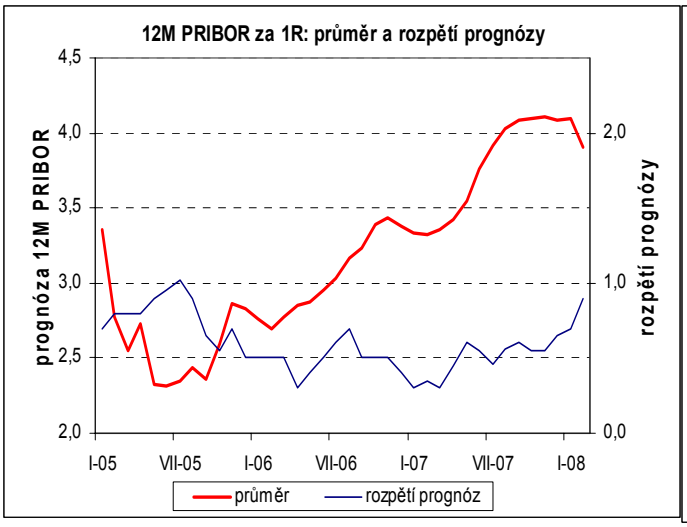
Horizont predikce	2T repo sazba		12M PRIBOR		5R IRS		10R IRS	
	1 M	1 R	1 M	1 R	1 M	1 R	1 M	1 R
Predikce za měsíc	%		%		%		%	
únor 2007	2,50	3,05	2,78	3,32	3,38	3,88	3,79	4,16
duben 2007	2,50	3,10	2,87	3,42	3,56	3,94	3,95	4,25
červenec 2007	3,00	3,56	3,53	3,92	4,32	4,51	4,60	4,74
říjen 2007	3,33	3,83	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
únor 2008	3,75	3,75	3,98	3,91	4,09	4,26	4,43	4,48

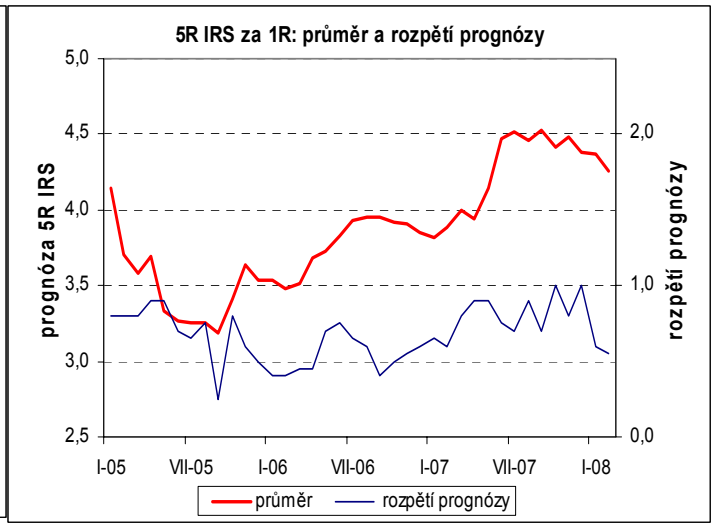
Aktuální hodnoty indikátorů k termínu pro odeslání dotazníků

	2T repo sazba	12M PRIBOR	5R IRS	10R IRS
14.2.	3,75%	4,08%	4,06%	4,48%





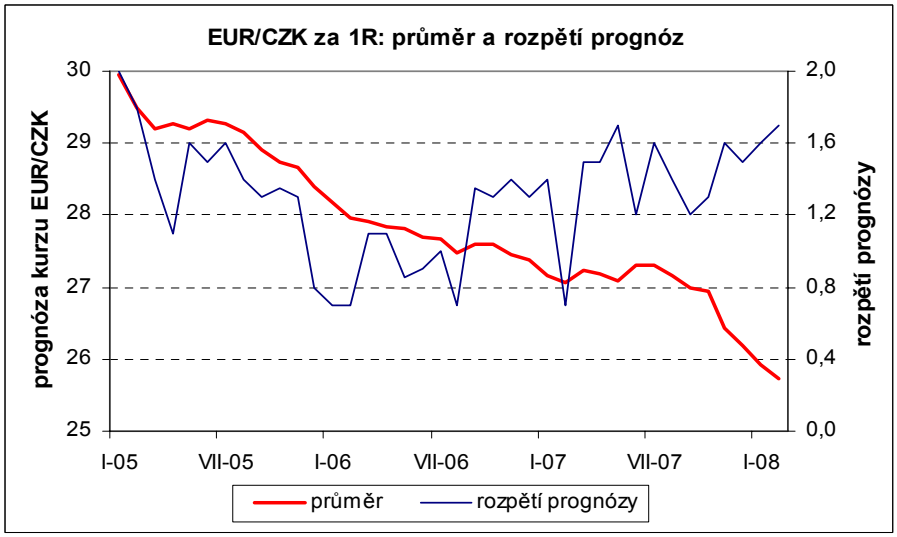




4. Devizový kurz

II-08	kurz EUR/CZK 1 měsíc	1 rok
min	25,30	25,00
průměr	25,98	26,01
max	26,80	28,00

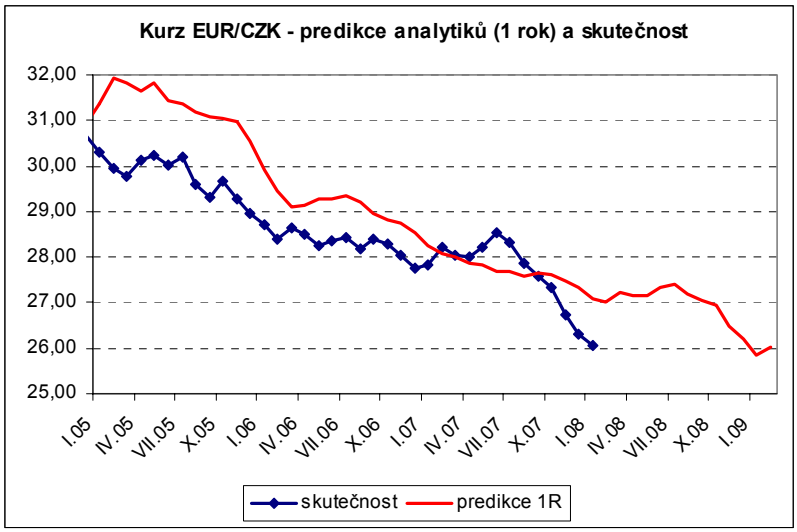
EUR/CZK k termínu odeslání dotazníků	
14.2.	25,340



Koruna by měla podle analytiků oslabit v průběhu měsíce na 26,00 za euro a na těchto úrovních se držet i v dalších 11 měsících. Oproti lednu tak analytici v horizontu 1R očekávají slabší kurz koruny o 0,15 CZK. Současná úroveň kurzu, způsobená zájmem o korunu jako bezpečného přístavu a celkově příznivou náladou v regionu CEE, podle analytiků neodráží fundamenty domácí ekonomiky a vychyluje se od rovnovážného apreciačního trendu. Jakmile se obnoví důvěra v US ekonomiku a investoři začnou poptávat dolar, koruna podle analytiků oslabí. Pokud by však došlo k dalšímu výraznějšímu snížení sazeb Fedem a rozšíření úrokového diferenciálu ve prospěch koruny, návrat k rovnovážné úrovni by se mohl zpomalit.

Nicméně v delším horizontu analytici stále očekávají dlouhodobý apreciační trend vlivem reálné a nominální konvergence a rostoucího přebytku obchodní bilance (zahájení výroby v továrně Hyundai).

Horizont predikce Predikce za měsíc	kurz EUR/CZK 1 měsíc	1 rok
únor 2007	28,09	27,03
duben 2007	27,99	27,16
červenec 2007	28,41	27,39
říjen 2007	27,49	26,93
listopad 2007	26,84	26,47
prosinec 2007	26,39	26,19
leden 2008	26,05	25,84
únor 2008	25,98	26,01



Rozpětí odhadů domácích analytiků se oproti lednovému šetření dále mírně rozšířilo *(viz graf)* směrem k depreciovanější koruně. Jeden ze zahraničních analytiků očekává v horizontu 1R oslabení až na 28,00 EUR/CZK. Rizikem výraznější depreciace je sezónní odliv dividend, zhoršené makroekonomické prostředí dané nižším růstem HDP a klesajícími investičními příležitostmi v ČR. Naopak rizikem silnější koruny je recese americké ekonomiky, která zvyšuje její atraktivitu jako bezpečného přístavu a rychlejší domácí inflace zvyšující pravděpodobnost dalšího růstu úrokových sazeb ČNB, což by vedlo k zúžení úrokového diferenciálu vůči eurovým aktivům.

5. Mzdy

II-08	růst mezd v roce stávajícím	příštím
min	7,3	6,5
průměr	8,0	7,4
max	9,3	8,7

Horizont predikce Predikce za měsíc	růst mezd v roce stávajícím %	příštím
únor 2007	6,3	6,1
duben 2007	6,7	6,5
červenec 2007	7,5	7,1
říjen 2007	7,5	7,5
listopad 2007	7,6	7,8
prosinec 2007	7,6	7,9
leden 2008	8,1	7,6
únor 2008	8,0	7,4

Analytici v únoru po téměř ročním zvyšování snížili prognózu růstu nominálních mezd v roce 2008 z 8,1 % na 8,0 % mzr. Došlo i k poklesu prognózy růstu mezd na rok 2009 ze 7,6 % na 7,4 % mzr. Za očekávaným mírným poklesem mezd stojí očekávané ochlazení růstu HDP v letošním roce a mírný nárůst nezaměstnanosti, který odlehčí argumentům pro další zvyšování mezd.

Oproti lednu došlo k mírnému zúžení rozpětí prognózy domácích analytiků pro rok 2008 vlivem poklesu maximálního odhadu.

Za příspěvky do tohoto průzkumu inflačních očekávání finančního trhu děkujeme:

Martinu Lobotkovi 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
Vojtěchu Bendovi z ING Wholesale Banking
Leile Butt z The Economist Intelligence Unit a
Miroslavu Plojharovi z JP Morgan.

Dále bychom chtěli zvlášť poděkovat analytickým týmům České spořitelny, Raiffeisenbank, Atlantik FT a The Economist Intelligence Unit za komentáře k prognózám.

V Praze, dne 20. 2. 08