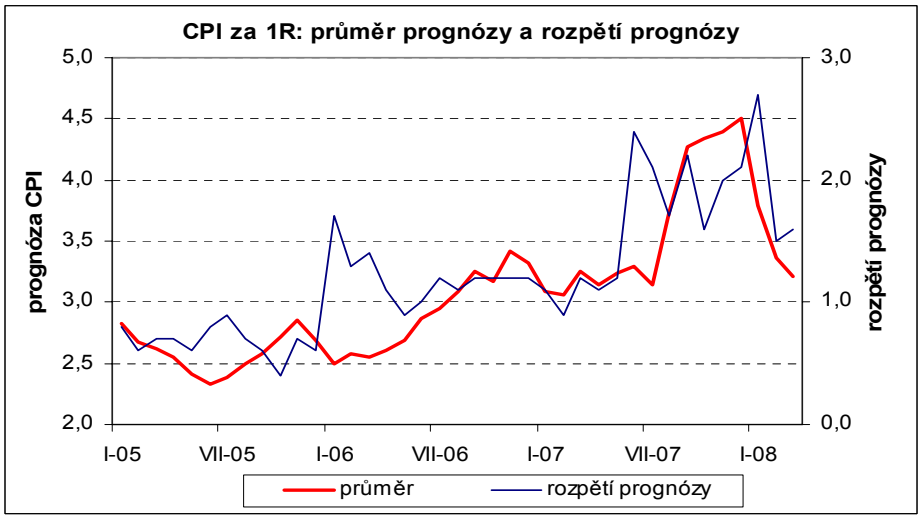
ČESKÁ ČNB NÁRODNÍ BANKA

## Měření inflačních očekávání finančního trhu – výsledky 107. měření (březen 2008)

Do březnového průzkumu IOFT zaslalo svoje predikce budoucího vývoje inflace a dalších ukazatelů devět domácích a dva zahraniční analytici. Analytici oproti únorovému šetření dále snížili prognózu inflace v ročním horizontu vlivem očekávaného odeznění jednorázových faktorů růstu cen a očekávaného nižšího oslabení koruny. Odhad růstu HDP v letošním roce zůstal prakticky nezměněn. Oproti roku 2007 však dojde k výraznému oslabení kvůli nižší spotřebě domácností zaviněné vyšší inflací a reformou veřejných financí a očekávanému ochlazení v eurozóně. Krátkodobé úrokové sazby mírně rostly, analytici v ročním horizontu odhadují stabilitu MP sazeb i pohyb oběma směry. Pokračující vzdalování se koruny od trendu rovnovážné apreciace vede k dalšímu nárůstu nejistoty budoucího vývoje.

### 1. Inflace

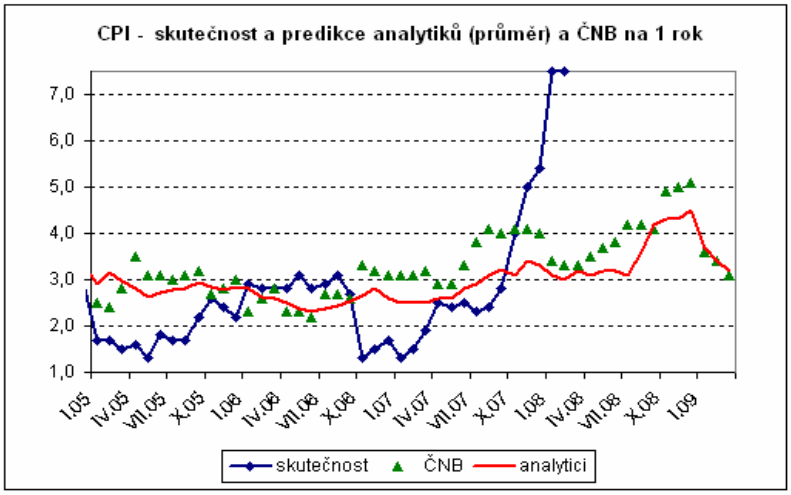
| III-08 | mzr. CPI v% 1 rok | 3 roky |
|---|---|---|
| min | 2,5 | 2,0 |
| průměr | 3,2 | 2,6 |
| max | 4,1 | 4,5 |




Prognóza inflace v ročním horizontu v březnu dále klesla z únorových 3,4 % na 3,2 % mzr., prognóza v tříletém horizontu zůstala 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 nebo silnější kurz koruny. Hlavními faktory inflace budou i nadále administrativní změny cen (nájmy, energie).

Oproti únoru došlo mezi domácími analytiky k mírnému nárůstu nejistoty prognózy. Rozpětí prognózy inflace v ročním horizontu vlivem snížení minimálního odhadu vzrostlo z 1,5 na 1,6 pb (viz graf)[1]. Nicméně jeden z analytiků akcentuje spíše proinflační rizika z titulu přenosu vysoké inflace do inflačních očekávání a možného oslabení koruny v prvním pololetí 2008.

| Horizont predikce | mzr. CPI 1 R | 3 R | ČNB 1 R |
|---|---|---|---|
| Predikce za měsíc | % | | % |
| březen 2007 | 3,2 | 2,5 | 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 |
| prosinec 2007 | 4,5 | 2,7 | 5,1 |
| leden 2008 | 3,7 | 2,8 | 3,6 |
| únor 2008 | 3,4 | 2,6 | 3,4 |
| březen 2008 | 3,2 | 2,6 | 3,1 |

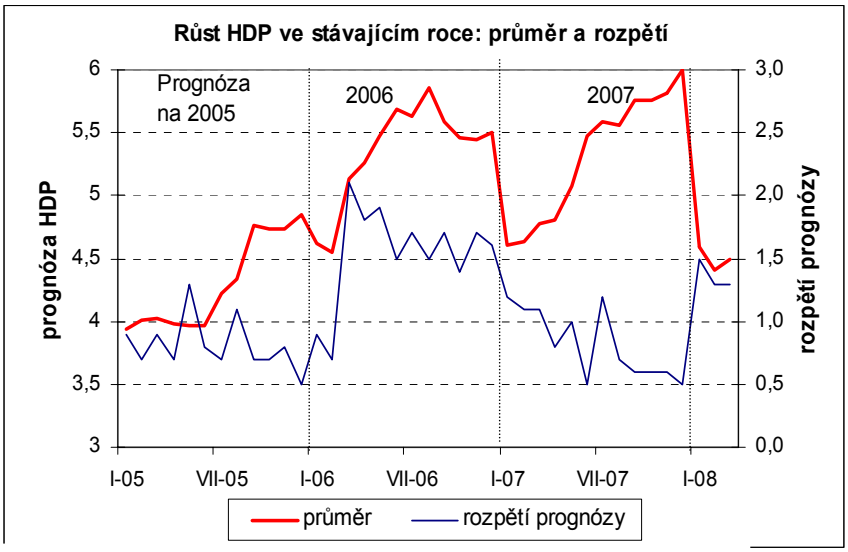



[1]) Rozdíl mezi maximálním a minimálním odhadem u domácích analytiků oslovených v rámci šetření IOFT, kvůli stabilnější datové základně.

## 2. Hrubý domácí produkt

| III-08 | růst HDP v roce stávajícím | příštím |
|---|---|---|
| min | 3,7 | 3,6 |
| průměr | 4,6 | 4,7 |
| max | 5,0 | 5,5 |

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




Analytici v březnu mírně zvýšili prognózu růstu HDP v roce 2008 z 4,5 % na 4,6 % mzr. Podobný růst očekávají i v příštím roce. Oproti roku 2007 však došlo k výraznému snížení růstu HDP kvůli obavám z ochlazení ekonomiky eurozóny (= nižší domácí exporty) a domácí spotřebitelské poptávky kvůli nižšímu růstu reálných mezd, nižší expanzi úvěrů a vládní fiskální reformě. Naopak investice by mohly letos mírně zrychlit svůj růst vlivem sílícího přílivu prostředků z fondů EU a přílivu PZI hlavně do automobilového sektoru. Mírné zrychlení růstu HDP v roce 2009 by mělo být způsobeno (po letošním očekávaném poklesu) opětovným růstem přebytku obchodní bilance zejména náběhem výroby v automobilce Hyundai.

Rozpětí odhadů růstu HDP v roce 2008 stagnovalo. Hlavní nejistotou zůstává rozsah zpomalení US ekonomiky a vliv na ekonomiku eurozóny.

## 3. Úrokové sazby

| III-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 | 4,00 | 3,40 | 4,10 | 4,00 | 4,30 | 4,20 |
| průměr | 3,82 | 3,75 | 4,09 | 3,98 | 4,15 | 4,26 | 4,44 | 4,50 |
| max | 4,00 | 4,25 | 4,30 | 4,40 | 4,30 | 4,50 | 4,60 | 4,70 |

Očekávané krátkodobé úrokové sazby mírně narostly vlivem přetrvávající vysoké inflace. Tři z 11 dotázaných analytiků očekávají, že ČNB na svém březnovém měnověpolitickém jednání zvýší svoji 2T repo sazbu o dalších 25 bp na 4,00 %. I když analytici očekávají v ročním horizontu pokles inflace, její aktuální výše s rizikem oslabení kurzu koruny by mohla vést k ještě jednomu zvýšení sazeb. V delším horizontu se však analytici ve svých odhadech rozchází. Zatímco čtyři analytici v horizontu 1R očekávají jejich stabilitu, dalších pět jich očekává pokles až na 3,50 % a zbylí dva pak jejich růst (jeden z nich přitom až na 4,25 %).

Rozpětí prognózy repo sazby v horizontu 1R se zvýšilo vlivem růstu maximálního odhadu (nárůst až na 4,25 %). Rozšíření zaznamenalo i rozpětí prognózy 12M PRIBORu. Rizikem ve směru vyšších sazeb zůstává přelití vysokých cen do inflačních očekávání, možné oslabení koruny a snížený inflační cíl ČNB. Rizikem ve směru nižších sazeb pak apreciace koruny a výrazné ochlazení ekonomického růstu v eurozóně.

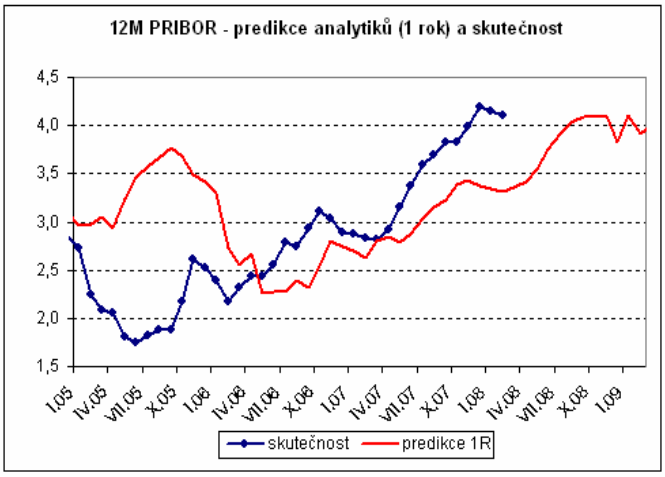
Očekávaný sklon křivky peněžního trhu v horizontu 1R, měřený 12M PRIBOR – 2T repo, oproti únoru vlivem rychlejšího růstu ročních sazeb vzrostl o 7 bp na 23 bp.

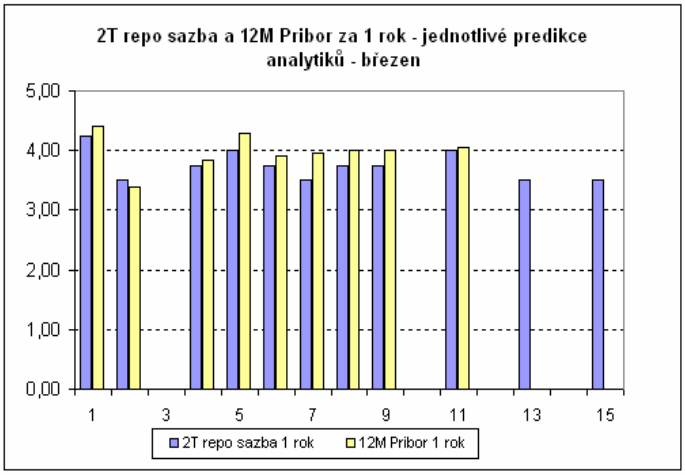
Prognóza dlouhodobých výnosů v horizontu 1R prakticky zůstala zachována. Vývoj bude ovlivněn situací na zahraničních trzích. Pokud dojde k dalšímu prohloubení krize na finančních trzích a recese v USA, výnosy zamíří dále níže. Dalším důvodem nižších výnosů může být nízká čistá emise domácích dluhopisů 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. Naopak pouze mírné ochlazení v USA by vedlo k růstu výnosů. Rozpětí prognózy u 5Y i 10Y výnosů v horizontu 1R oproti únoru zůstalo stabilní.

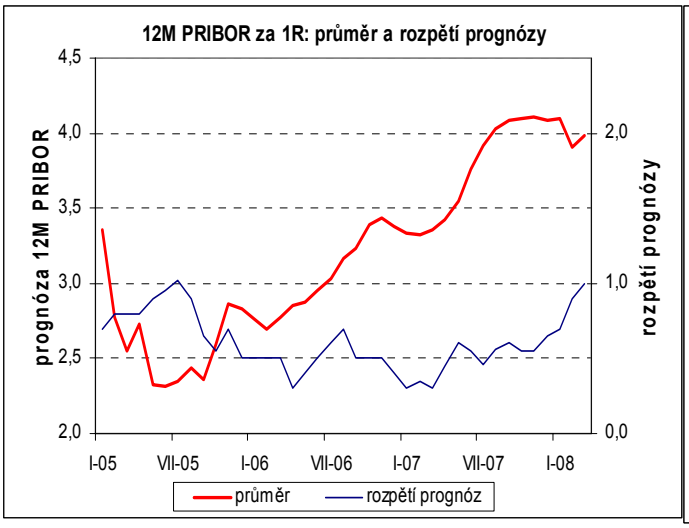
| Horizont predikce | 2T repo sazba | | 12M PRIBOR | | 5R IRS | | 10R IRS | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1 M | 1 R | 1 M | 1 R | 1 M | 1 R | 1 M | 1 R |
| Predikce za měsíc | % | | % | | % | | % | |
| březen 2007 | 2,50 | 3,06 | 2,81 | 3,36 | 3,45 | 3,99 | 3,83 | 4,19 |
| duben 2007 | 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 |
| 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 |
| březen 2008 | 3,82 | 3,75 | 4,09 | 3,98 | 4,15 | 4,26 | 4,44 | 4,50 |

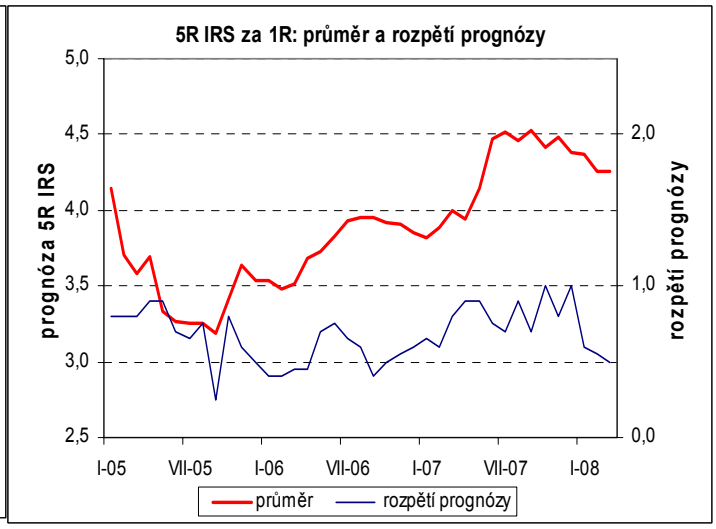
**Aktuální hodnoty indikátorů k termínu pro odeslání dotazníků**

| | 2T repo sazba | 12M PRIBOR | 5R IRS | 10R IRS |
|---|---|---|---|---|
| 12.3. | 3,75% | 4,21% | 4,24% | 4,49% |



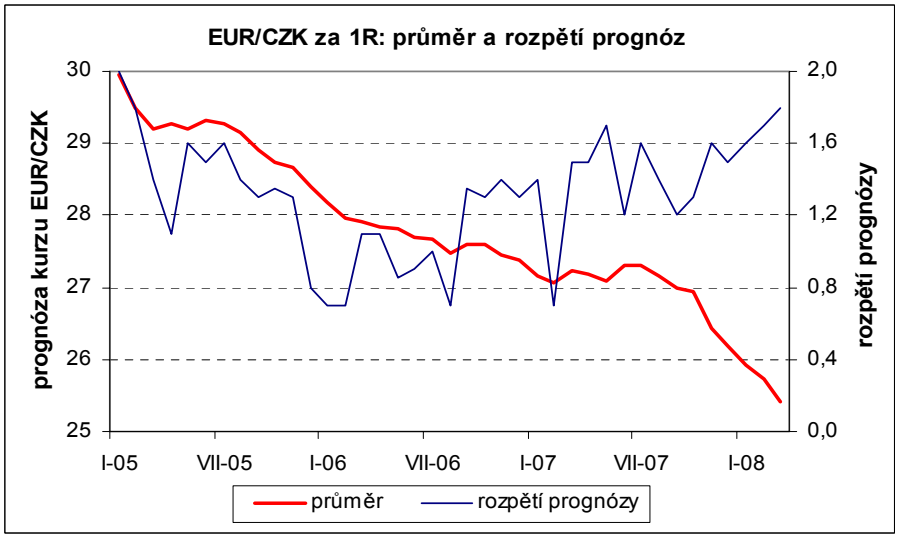



## 4. Devizový kurz

| III-08 | kurz EUR/CZK 1 měsíc | 1 rok |
|---|---|---|
| min | 24,90 | 24,50 |
| průměr | 25,34 | 25,48 |
| max | 25,60 | 26,30 |

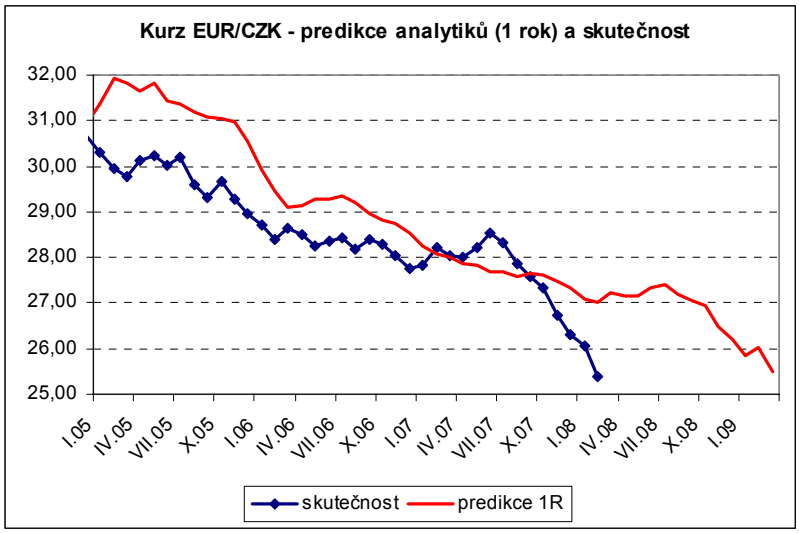
| EUR/CZK k termínu odeslání dotazníků | |
|---|---|
| 12.3. | 25,065 |




Analytici očekávají oslabení koruny, které by však nemělo být tak výrazné, jako očekávali v únoru. Koruna by v ročním horizontu měla oslabit na 25,50 za euro, což je o 0,50 CZK méně než před měsícem. Relativně nižší očekávané oslabení koruny je podle analytiků pravděpodobně způsobeno zhoršujícími se vyhlídkami US ekonomiky a tedy i očekávaným déletrvajícím zájmem o korunu jako bezpečného přístavu. Nicméně současné posilování koruny podle analytiků neodráží fundamenty domácí ekonomiky a vychyluje ji od rovnovážného apreciačního trendu. Se známkami stabilizace a náznaky opětovného oživení americké ekonomiky a návratem investorů k dolaru by koruna podle analytiků měla oslabit. Pokud by však došlo k hluboké a déletrvající recesi v USA, k dalšímu výraznému snížení sazeb Fedem a rozšíření úrokového diferenciálu ve prospěch koruny, návrat k rovnovážné úrovni by se mohl zpomalit.

Proti koruně v krátkodobém horizontu bude působit i odliv dividend.

| Horizont predikce<br>Predikce za měsíc | kurz EUR/CZK 1 měsíc | 1 rok |
|---|---|---|
| březen 2007 | 28,12 | 27,24 |
| duben 2007 | 27,99 | 27,16 |
| červenec 2007 | 28,41 | 27,39 |
| říjen 2007 | 27,49 | 26,93 |
| prosinec 2007 | 26,39 | 26,19 |
| leden 2008 | 26,05 | 25,84 |
| únor 2008 | 25,98 | 26,01 |
| březen 2008 | 25,34 | 25,48 |




Rozpětí odhadů domácích analytiků se oproti únorovému šetření dále mírně rozšířilo *(viz graf)* vlivem rychlejšího posunu k apreciovanější koruně. S nárůstem odchylky aktuálního kurzu od jeho dlouhodobého rovnovážného trendu narůstá i nejistota budoucího vývoje. Zahraniční analytik, který v únorovém šetření očekával v ročním horizontu oslabení koruny až k hranici 28 za euro, prognózu kurzu koruny v březnu nedodal. Rizika slabší/silnější koruny vůči průměrné prognóze se odvíjejí od hloubky a délky recese ve Spojených státech a zájmu o dolarová aktiva.

## 5. Mzdy

| III-08 | růst mezd v roce stávajícím | příštím |
|---|---|---|
| **min** | 7,5 | 7,0 |
| **průměr** | 8,3 | 7,8 |
| **max** | 9,3 | 8,7 |

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

Analytici v březnu po měsíční pauze opět zvýšili prognózu růstu nominálních mezd v roce 2008 z 8,0 % na 8,3 % mzr. Ještě k výraznějšímu růstu odhadu růstu mezd došlo na rok 2009 ze 7,4 % na 7,8 % mzr. Za očekávaným mírným růstem mezd stojí stále silný růst HDP, přetrvávající nízká nezaměstnanost a obava, že odbory otevřou otázku navyšování platů ještě v tomto roce. Jeden z analytiků poskytl rozdělení odhadu růstu mezd na podnikatelský (2008 i 2009: +9,0 % mzr.) a nepodnikatelský sektor (2008: +4,2 %; 2009: +7,5 % mzr.)

Oproti únoru došlo k mírnému zúžení rozpětí prognózy domácích analytiků pro rok 2008 vlivem růstu minimálního 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 a The Economist Intelligence Unit za komentáře k prognózám.

V Praze, dne 18. 3. 08