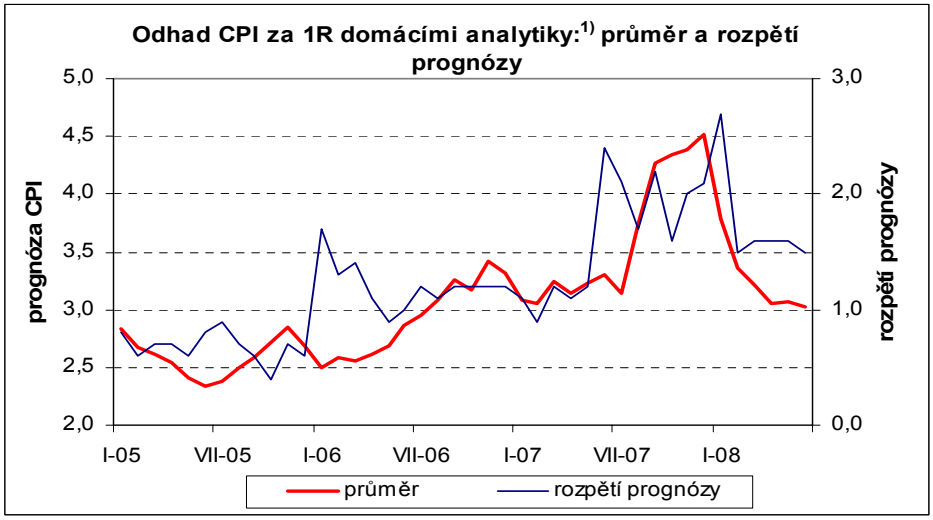
ČESKÁ ČNB NÁRODNÍ BANKA

Měření inflačních očekávání finančního trhu – výsledky 110. měření (červen 2008)

Do červnového průzkumu IOFT zaslalo svoje predikce budoucího vývoje inflace a dalších ukazatelů deset domácích a dva zahraniční analytici. V červnu došlo především zásluhou zahraničních analytiků, kteří jsou pravděpodobně více citliví na rekordně rostoucí ceny ropy, k mírnému růstu prognózy inflace v ročním i tříletém horizontu. I přes očekávaný silnější kurz koruny v horizontu 1R došlo k posunu očekávané výnosové křivky kvůli celosvětovým obavám z inflace na vyšší úroveň. Čtyři analytici z 12 dotázaných očekávají v červnu zvýšení 2T repo sazby na 4,00 %, v horizontu 1R převažuje odhad 2T repo na 3,75 %. Zatímco u sazeb kratších splatností došlo k poklesu nejistoty z jejich dalšího vývoje, budoucí vývoj dlouhodobých výnosů je zatížen značnou nejistotou. Zpřísněné měnové podmínky by měly působit proti větší akceleraci inflace a analytiky očekávanému rychlejšímu růstu nominálních mezd.

1. Inflace

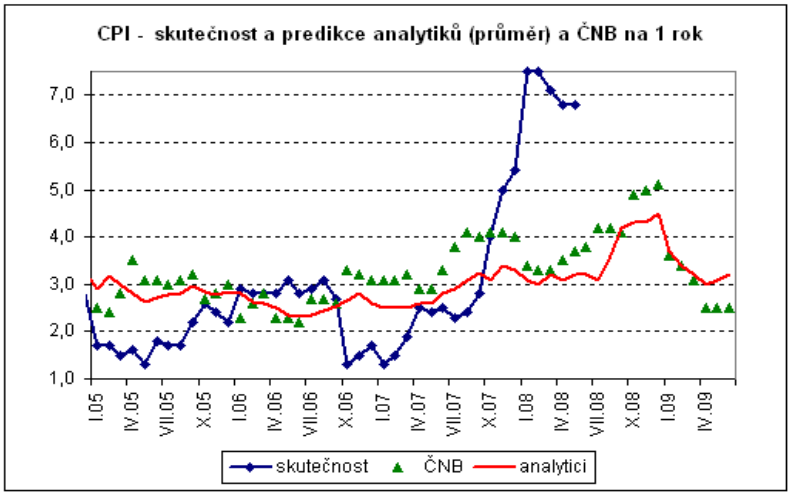
VI-08	mzr. CPI v% 1 rok	3 roky
min	2,3	2,0
průměr	3,2	2,7
max	4,5	4,0



V červnu došlo k mírnému nárůstu prognózy inflace *(viz graf níže)*. Analytici v horizontu 1R očekávají inflaci ve výši 3,2 % mzr., oproti květnovým 3,1 % a v horizontu 3R na 2,7 % mzr., oproti květnovým 2,6 %. Růst prognózy byl způsoben růstem inflačních očekávání zahraničních analytiků, kteří jsou pravděpodobně více citliví na rekordně rostoucí ceny ropy a ropných derivátů. Dalším proinflačním faktorem, tentokrát i u vzorku domácích analytiků, je akcelerace očekávaného růstu nominálních mezd. Domácí analytici se však v průměru domnívají, že současný vysoký nárůst cen z důvodu kombinace různých faktorů je jednorázový a v horizontu 1R by měl pomalu odeznít, razantnější pokles by měl být patrný ve 4Q/08.

Rozpětí prognózy inflace u domácích analytiků v ročním horizontu mírně kleslo na 1,5 pb. Nicméně přetrvávají rizika dalšího vývoje cen potravin (v závislosti na letošní úrodě) a ropy.

Horizont predikce	mzr. CPI 1 R	3 R	ČNB 1 R
Predikce za měsíc	%		%
červen 2007	3,2	2,5	3,8
červenec 2007	3,1	2,5	4,2
říjen 2007	4,3	2,5	4,9
leden 2008	3,7	2,8	3,6
březen 2008	3,2	2,6	3,1
duben 2008	3,0	2,6	
květen 2008	3,1	2,6	2Q: 2,5
červen 2008	3,2	2,7	

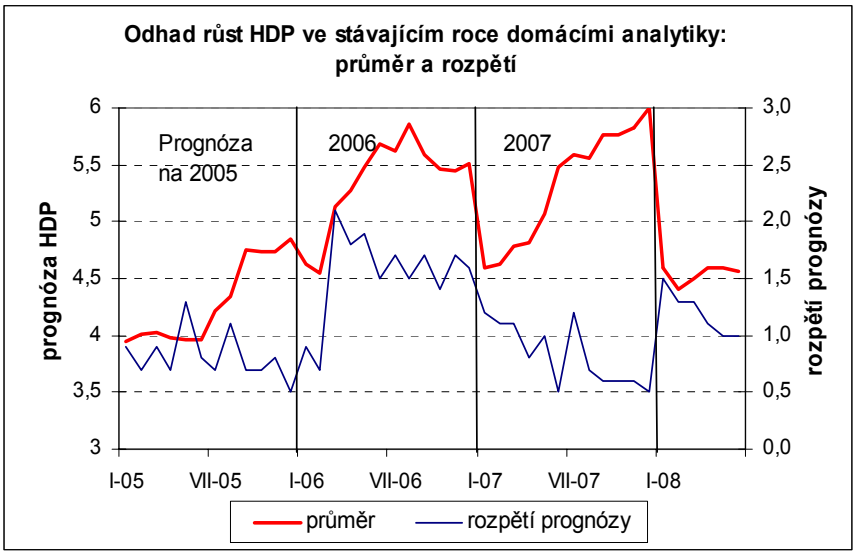


[1]) Zúžený pohled na průměr a rozdíl mezi maximálním a minimálním odhadem přes domácí analytiky je kvůli stabilnější datové základně

2. Hrubý domácí produkt

VI-08	růst HDP v roce stávajícím	příštím
min	4,0	3,9
průměr	4,6	4,8
max	5,0	5,5

Horizont predikce Predikce za měsíc	růst HDP v roce stávajícím %	příštím
červen 2007	5,5	4,7
červenec 2007	5,6	4,9
říjen 2007	5,8	4,7
leden 2008	4,7	4,8
březen 2008	4,6	4,7
duben 2008	4,6	4,8
květen 2008	4,6	4,8
červen 2008	4,6	4,8



Analytici i v červnu ponechali prognózu růstu HDP pro rok 2008 i 2009 na 4,6 %, resp. 4,8 % mzr. Oproti roku 2007 analytici očekávají zpomalení tempa růstu vlivem obav ze zpomalení ekonomiky eurozóny (= nižší domácí exporty) a domácí spotřebitelské poptávky kvůli nižšímu růstu reálných disponibilních příjmů, pomalejšímu poklesu nezaměstnanosti 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 opětovným růstem přebytku obchodní bilance zejména náběhem výroby v automobilce Hyundai.

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

3. Úrokové sazby

VI-08	2T repo sazba v % 1 měsíc	1 rok	12M PRIBOR v % 1 měsíc	1 rok	5R IRS v % 1 měsíc	1 rok	10R IRS v % 1 měsíc	1 rok
min	3,75	3,50	4,06	3,70	4,10	4,20	4,30	4,30
průměr	3,83	3,79	4,32	4,07	4,59	4,42	4,78	4,65
max	4,00	4,00	4,50	4,50	4,90	4,95	5,20	5,10

Očekávané úrokové sazby oproti květnovému šetření mírně stouply. Růst byl výraznější v měsíčním horizontu, kdy došlo k zohlednění silného růstu eurových sazeb v reakci na komentář prezidenta ECB J.C. Tricheta o pravděpodobném zvýšení sazeb již v červenci. V ročním horizontu došlo k mírnějšímu nárůstu očekávané výnosové křivky. Oproti aktuálním úrovni však analytici očekávají pokles sazeb vlivem prognózy zpomalení ekonomiky a odeznění inflace. U dlouhodobých výnosů by pokles mohl být způsoben i nízkou čistou emisí domácích dluhopisů v letošním roce (realizovaná emise eurobondů, splatnost SD 2,30/08 v září i kalendář emisí pro 3Q) a nižším rozpočtovým deficitem v roce 2008 než plánovaným cca 70 mld. Kč.

Pro nejbližší měnovepolitické jednání BR ČNB čtyři analytici z 12 dotázaných očekávají zvýšení 2T repo sazby na 4,00 %. Výše se posunula i prognóza v ročním horizontu. Pouze jeden analytik (v květnu pět) očekává snížení sazeb na 3,50 %, většina očekává 2T repo na 3,75 %.

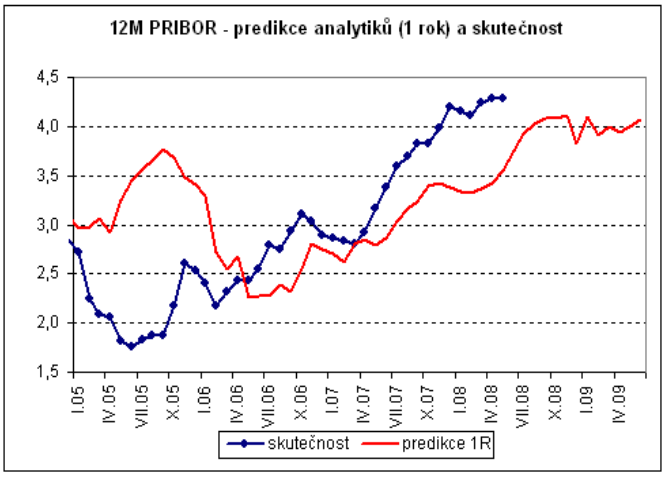
Rozpětí prognózy repo sazby i 12M PRIBORu v horizontu 1R se snížilo kvůli rychlejšímu růstu minimálního odhadu (již žádný z analytiků neočekává pokles 2T repo na 3,25 %). Rizikem vyšších sazeb zůstává vysoký růst mezd, přelití vysokých cen do inflačních očekávání a možné výraznější oslabení koruny vlivem rozšíření úrokového diferenciálu vůči eurovým sazbám. Rizikem nižších sazeb pak apreciace koruny a zpomalení ekonomického růstu v eurozóně.

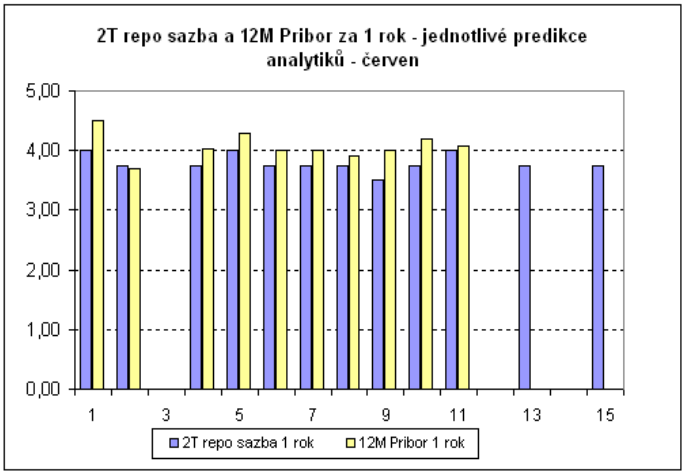
Rozpětí prognózy u 5Y i 10Y výnosů se v horizontu 1R vlivem výrazného růstu maximálních odhadů rozšířilo z 39 bp, resp. 37 bp na 75 bp, resp. 80 bp. Nárůst nejistoty pramení z velikosti inflačních tlaků ve světové ekonomice a odhodlání, jak agresivně proti nim budou centrální banky bojovat. Rizikem pro ještě vyšší sazby je přelití drahé ropy a potravin do inflačních očekávání, naopak protiinflačním rizikem je oslabení světové ekonomiky a z toho plynoucí nižší potřeba zvyšování úrokových sazeb centrálními bankami.

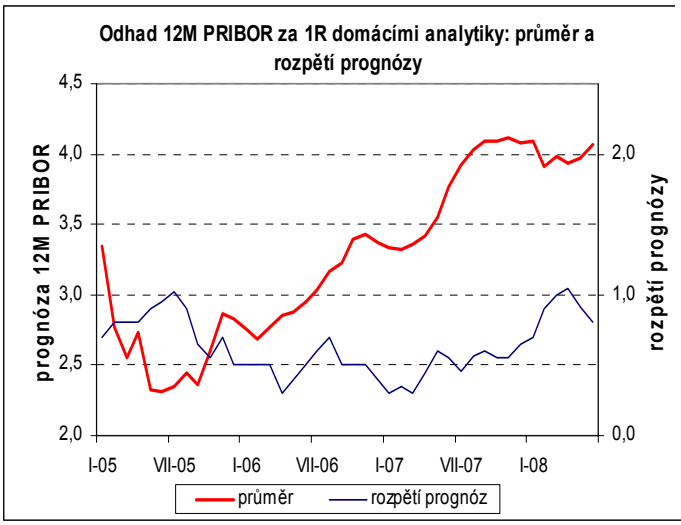
Horizont predikce	2T repo sazba		12M PRIBOR		5R IRS		10R IRS	
	1 M	1 R	1 M	1 R	1 M	1 R	1 M	1 R
Predikce za měsíc	%		%		%		%	
červen 2007	2,80	3,50	3,35	3,76	4,18	4,47	4,52	4,65
červenec 2007	3,00	3,56	3,53	3,92	4,32	4,51	4,60	4,74
říjen 2007	3,33	3,83	3,85	4,09	4,21	4,42	4,51	4,64
leden 2008	3,75	3,89	4,19	4,10	4,31	4,37	4,55	4,62
březen 2008	3,82	3,75	4,09	3,98	4,15	4,26	4,44	4,50
duben 2008	3,80	3,73	4,16	3,94	4,14	4,25	4,40	4,50
květen 2008	3,75	3,68	4,20	3,97	4,19	4,28	4,44	4,55
červen 2008	3,83	3,79	4,32	4,07	4,59	4,42	4,78	4,65

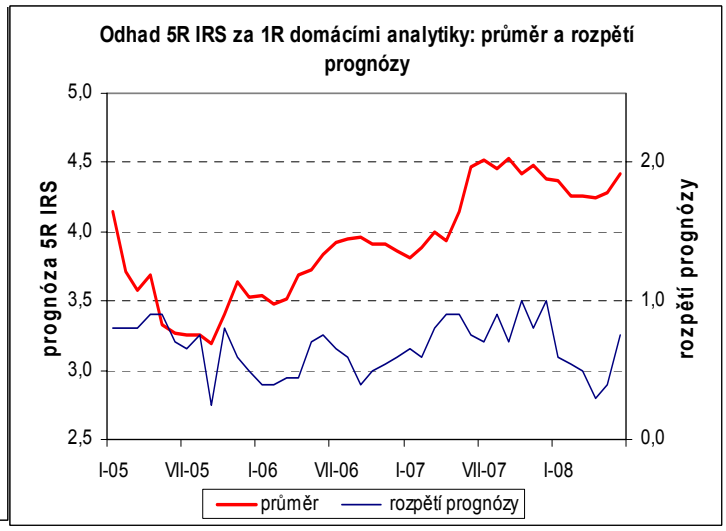
Aktuální hodnoty indikátorů k termínu pro odeslání dotazníků

	2T repo sazba	12M PRIBOR	5R IRS	10R IRS
12.6.	3,75%	4,42%	4,73%	4,87%





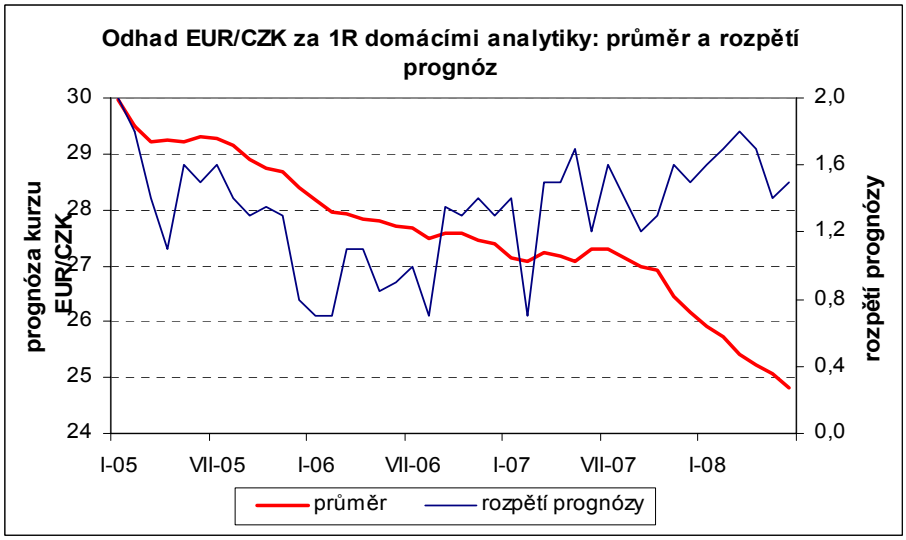




4. Devizový kurz

VI-08	kurz EUR/CZK 1 měsíc	1 rok
min	24,20	24,00
průměr	24,85	24,90
max	25,40	25,70

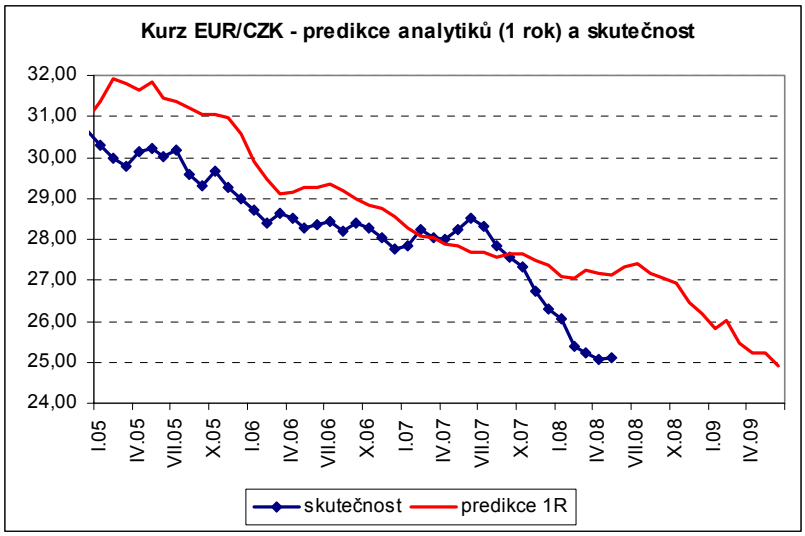
EUR/CZK k termínu odeslání dotazníků	
12.6.	24,320



Analytici očekávají v ročním horizontu oslabení koruny na cca 24,90 za euro, což je o 0,35 CZK méně než při květnovém šetření. Vzhledem k větší meziměsíční apreciaci koruny se tak očekávaná míra depreciace v ročním horizontu zvýšila z květnových 0,8 % na červnových 2,4 %. Podle analytiků posílení koruny v posledních měsících neodráží fundamenty domácí ekonomiky a vychyluje ji od rovnovážného apreciačního trendu. Spouštěčem oslabení koruny mohou být zlepšení vyhlídek v USA, začátek série zvyšování sazeb Fedem a z toho plynoucí návrat investorů k dolaru, rozšíření úrokového diferenciálů vůči euru, zhoršující se výhled české ekonomiky nebo v krátkodobém horizontu i odliv dividend.

Pokud by však oživení US ekonomiky nebylo na dohled a Fed ponechal úrokové sazby delší dobu na současných nízkých úrovní, návrat k rovnovážné úrovni kurzu koruny by se mohl zpomalit. Krátkodobě by pro korunu mohla hovořit i přetrvávající averze k riziku, která vede k většímu zájmu o ní.

Horizont predikce Predikce za měsíc	kurz EUR/CZK 1 měsíc	1 rok
červen 2007	28,43	27,33
červenec 2007	28,41	27,39
říjen 2007	27,49	26,93
leden 2008	26,05	25,84
březen 2008	25,34	25,48
duben 2008	25,36	25,24
květen 2008	25,33	25,23
červen 2008	24,85	24,90



Mezi domácími analytiky došlo k mírnému rozšíření rozpětí koruny v horizontu 1R (=rychlejšímu posunu ve směru apreciovanější koruny, *viz graf*). K výraznému přehodnocení směrem k silnější koruně došlo z zahraničního analytika, a to z úrovně 26,60 na 25,70 EUR/CZK. Rizika slabší/silnější koruny vůči průměrné prognóze se primárně odvíjejí od vývoje ve Spojených státech a zájmu o dolarová aktiva.

5. Mzdy

VI-08	růst mezd v roce stávajícím	příštím
min	8,2	7,0
průměr	9,1	8,0
max	10,5	9,0

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

Analytici v červnu dále zvýšili prognózu růstu nominálních mezd v roce 2008 o 0,5 pp na 9,1 % mzr., pro rok 2009 pak na 8,0 % mzr. Za akcelerujícím růstem nominálních mezd, který analytici označují jako jedno z vážných proinflačních rizik, stojí stále relativně silný růst HDP, dále klesající nezaměstnanost a obava z růstu mzdových požadavků ze strany odborů. Jeden z analytiků poskytl rozdělení odhadu růstu mezd na podnikatelský (2008: 10,3 %; 2009: +8,5 % mzr.) a nepodnikatelský sektor (2008: +4,3 %; 2009: +8,0 % mzr.)

Oproti květnu došlo k mírnému zúžení rozpětí prognózy domácích analytiků pro rok 2008 i 2009 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
Vladimíru Pikorovi z Next Finance
Vojtěchu Bendovi z ING Wholesale Banking
Leila Butt z The Economist Intelligence Unit a
Miroslavu Plojharovi z JP Morgan.

Dále bychom chtěli zvlášť poděkovat analytickým týmům České spořitelny, Komerční banky a ING Wholesale Banking za komentáře k prognózám.

V Praze, dne 17. 6. 08