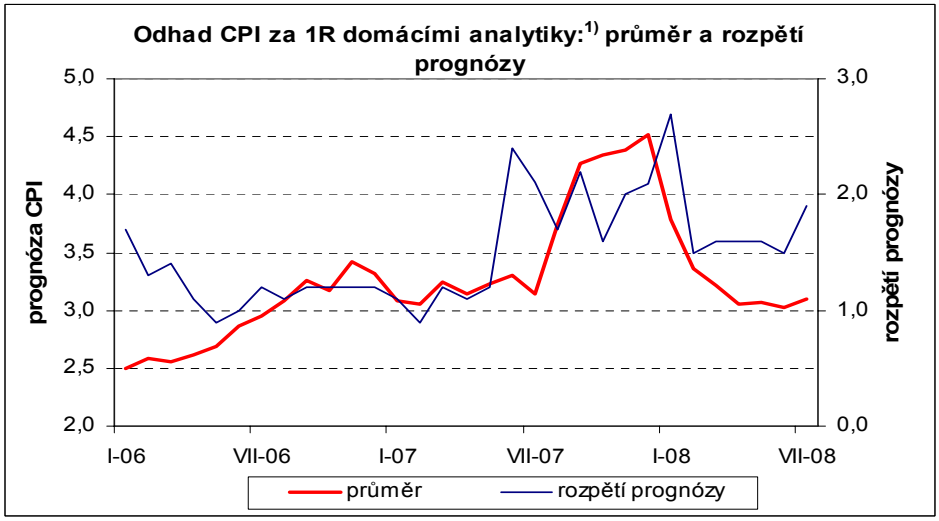
ČESKÁ ČNB NÁRODNÍ BANKA

Měření inflačních očekávání finančního trhu – výsledky 111. měření (červenec 2008)

Do červnového průzkumu IOFT zaslalo svoje predikce budoucího vývoje inflace a dalších ukazatelů devět domácích a dva zahraniční analytici. V červenci došlo díky aktuálnímu vývoji k výraznému přehodnocení vývoje měnového kurzu. Silný kurz koruny se dále promítá, zejména v příštím roce, do pomalejšího růstu HDP a hlavně do prognózy úrokových sazeb, která se posunula dolů. Výše uvedené by se mělo projevit i pomalejším růstem mezd v příštím roce. Naproti tomu odhady mezd na letošní rok se posunuly vzhůru s ohledem na současnou dynamiku růstu domácího HDP a na napjaté podmínky na trhu práce, které otevřely zaměstnancům prostor pro vyšší mzdové požadavky.

1. Inflace

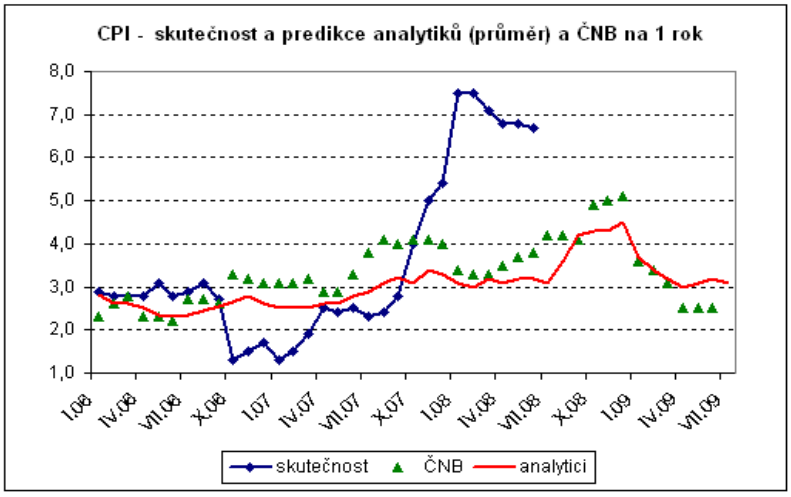
VII-08	mzr. CPI v% 1 rok	3 roky
min	2,3	2,0
průměr	3,1	2,6
max	4,2	4,0



V červenci prognóza inflace *(viz graf níže)* setrvala mírně nad hranicí 3 %. Analytici v horizontu 1R očekávají inflaci ve výši 3,1 % mzr., oproti červnovým 3,2 % a v horizontu 3R ve výši 2,6 % mzr., oproti červnovým 2,7 %. Pokles celkové prognózy byl způsoben korekcí údajů zahraničními analytiky. Naopak domácí analytici i přes silnější kurz koruny očekávají v ročním horizontu mírný nárůst inflace vlivem nárůstu cen energií, zejména ropy. V tříletém horizontu se odhad domácích analytiků v průměru nemění.

Růstem maximálního odhadu se rozpětí prognózy inflace u domácích analytiků v ročním horizontu rozšířilo na 1,9 pb. Vyšší nejistotu kromě cen ropy do odhadu vnášejí i ceny potravin. Inflačním rizikem se mohou stát i mzdové požadavky zaměstnanců při vyjednávání na konci roku.

Horizont predikce	mzr. CPI 1 R	3 R	ČNB 1 R
Predikce za měsíc	%		%
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	
červenec 2008	3,1	2,6	

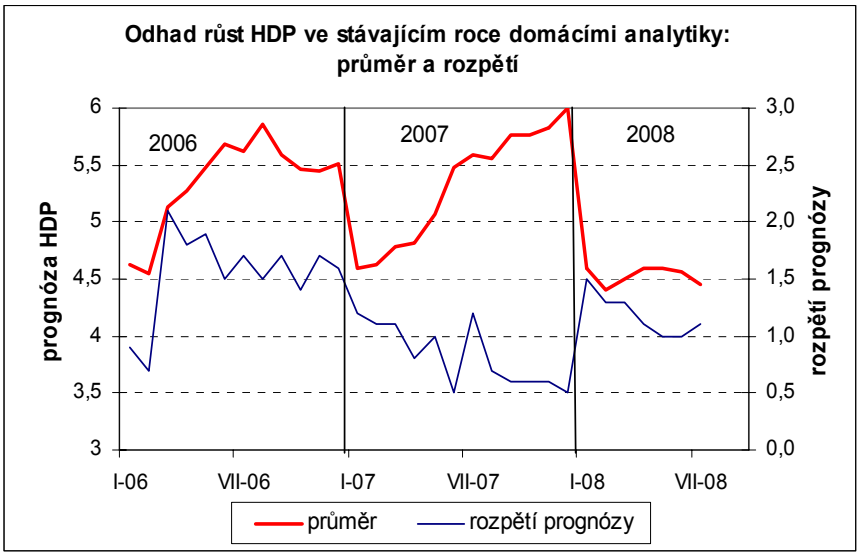


[1]) Zúžený pohled na průměr a rozdíl mezi maximálním a minimálním odhadem přes domácí analytiky je kvůli stabilnější datové základně

2. Hrubý domácí produkt

VII-08	růst HDP v roce stávajícím	příštím
min	3,8	3,1
průměr	4,5	4,5
max	5,0	5,5

Horizont predikce Predikce za měsíc	růst HDP v roce stávajícím %	příštím
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
červenec 2008	4,5	4,5



Analytici v červenci snížili prognózu růstu HDP pro rok 2008 i 2009 na 4,5 % mzr. Oproti roku 2007 analytici očekávají větší zpomalení tempa růstu vlivem silnější apreciace koruny, ochlazení ekonomiky eurozóny (= nižší domácí exporty), fiskální restrikce vedoucí k nižším výdajům domácností a v důsledku vyšší inflace, která povede k nižšímu tempu růstu disponibilních příjmů. Příští rok by měl být negativní dopad silné koruny ještě výraznější. Nižší exporty mohou mít nepříznivý dopad na investiční aktivitu a nezaměstnanost, která by se mohla projevit v nižší spotřebitelské poptávce.

Rozpětí odhadů růstu HDP se díky poklesu minimálních odhadů rozšířilo. Hlavní nejistotou je vývoj kurzu koruny a jeho následný dopad do reálné ekonomiky.

3. Úrokové sazby

VII-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	3,50	3,25	4,00	3,70	4,00	4,10	4,30	4,30
průměr	3,73	3,66	4,26	3,97	4,34	4,33	4,59	4,57
max	3,75	4,00	4,40	4,20	4,50	4,60	4,95	5,00

Očekávané úrokové sazby oproti červnovému šetření klesly. Pokles krátkodobých sazeb byl výraznější v horizontu 1R, kdy se začne více projevovat dopad silné koruny a následné zpomalení růstu ekonomiky. Také u dlouhodobých výnosů došlo k poklesu, kde se ovšem více snížily sazby v horizontu 1M.

Drtivá většina dotázaných analytiků očekává pro nejbližší měnověpolitické jednání BR ČNB ponechání 2T repo sazby na 3,75 %, pouze jeden odhaduje, že dojde k snížení základní úrokové sazby na 3,50 %. Níže se posunula i prognóza v ročním horizontu. Z celkových jedenácti odhadů dva předpokládají snížení sazeb na 3,25 % (v červnu žádný), dva zvýšení na 4,00 % a většina očekává 2T repo na 3,75 %. Pokles prognózy sazeb je především ovlivněn očekávaným ochlazením domácího růstu, silnější korunou a výnosovou křivkou v EMU, která se snižuje pod tíhou obav ze zpomalení tamní ekonomiky.

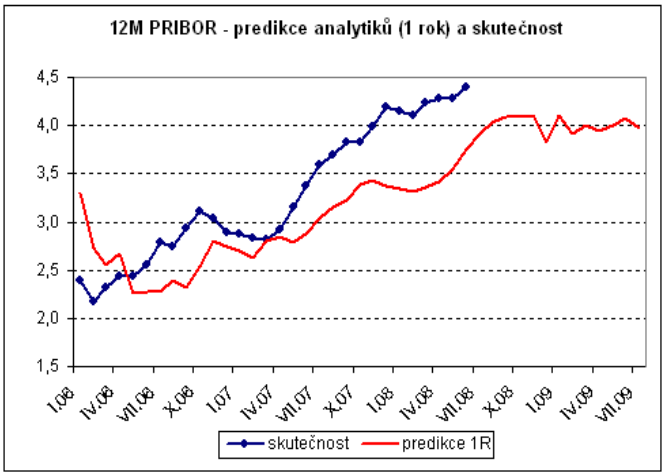
Rozpětí prognóz u repo sazby v horizontu 1R se snížením minimální hodnoty rozšířilo. Naopak rozdíl minimálních a maximálních odhadů 12M PRIBORu se snížil kvůli poklesu maximálních odhadů. Rozpětí prognóz u 5Y i 10Y výnosů se v horizontu jak v měsíčním, tak v ročním, zúžilo vlivem poklesu maximálních odhadů (na 50 bp u 5Y a na 70 bp u 10Y).

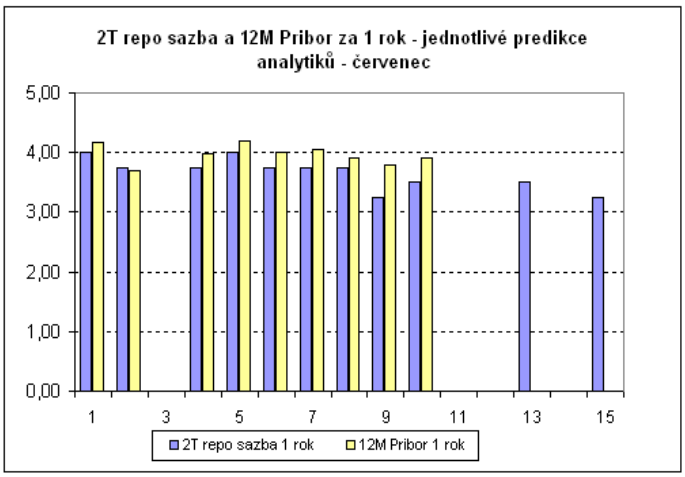
Pro další vývoj úrokových sazeb bude rozhodujícím faktorem kurz koruny. Dále bude pozornost upřena na tempo zpomalování inflace, vývoj mzdových vyjednávání, HDP v eurozóně a celkový hospodářský růst ČR. Rizikem nižších výnosů je rychlý pokles domácí repo sazby vlivem příliš silné koruny a rapidní zpomalení eurozóny. Naproti tomu jde nebezpečí vysokých globálních inflačních tlaků, které budou pramenit z vysokých cen ropy.

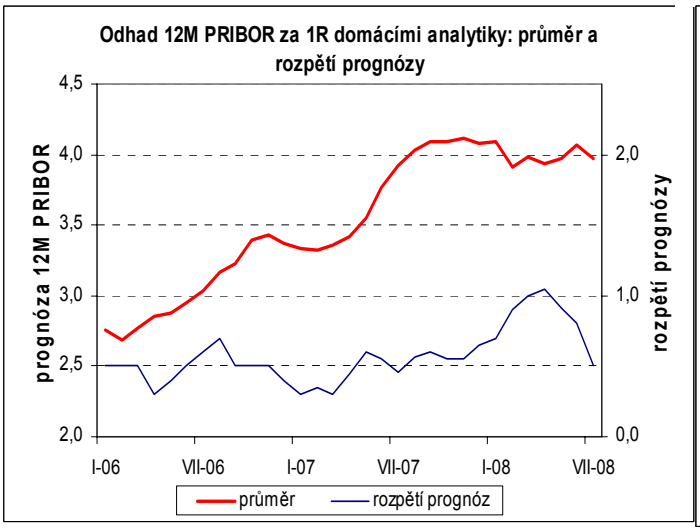
Horizont predikce	2T repo sazba		12M PRIBOR		5R IRS		10R IRS	
	1 M	1 R	1 M	1 R	1 M	1 R	1 M	1 R
Predikce za měsíc	%		%		%		%	
červenec 2007	3,00	3,56	3,53	3,92	4,32	4,51	4,60	4,74
říjen 2007	3,33	3,83	3,85	4,09	4,21	4,42	4,51	4,64
leden 2008	3,75	3,89	4,19	4,10	4,31	4,37	4,55	4,62
březen 2008	3,82	3,75	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
červenec 2008	3,73	3,66	4,26	3,97	4,34	4,33	4,59	4,57

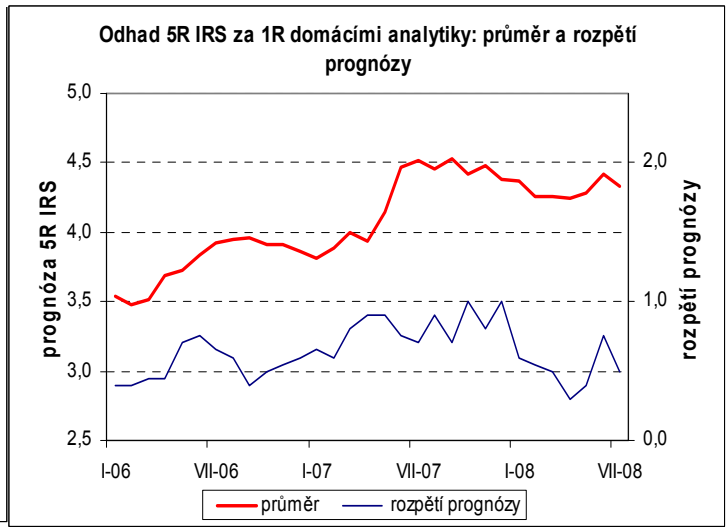
Aktuální hodnoty indikátorů k termínu pro odeslání dotazníků

	2T repo sazba	12M PRIBOR	5R IRS	10R IRS
16.7.	3,75%	4,32%	4,25%	4,56%





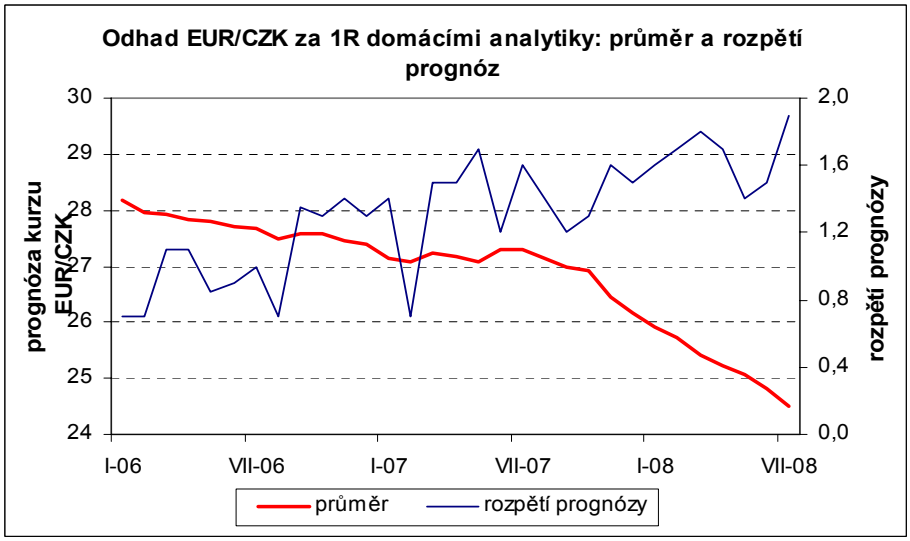




4. Devizový kurz

VII-08	kurz EUR/CZK 1 měsíc	1 rok
min	23,15	23,20
průměr	23,53	24,56
max	24,00	25,10

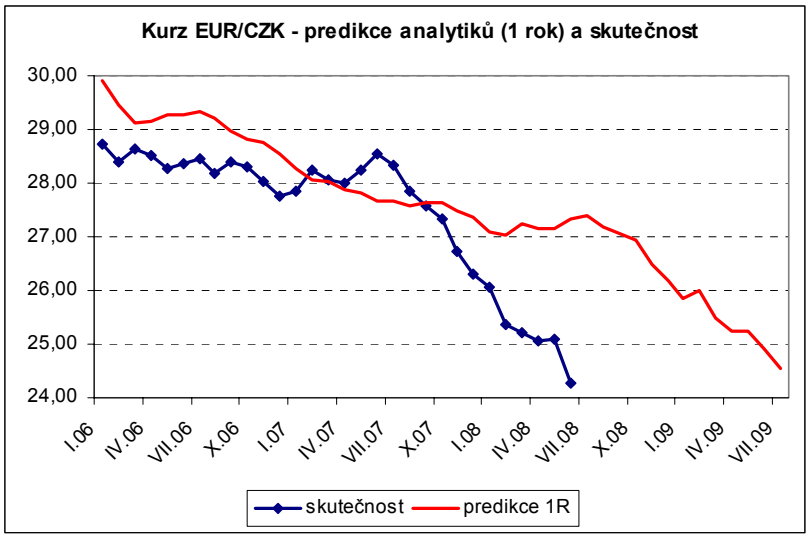
EUR/CZK k termínu odeslání dotazníků	
16.7.	23,220



Analytici očekávají v ročním horizontu oslabení koruny na cca 24,56 za euro, což je o 0,34 CZK méně než při červnovém šetření. Vzhledem k větší meziměsíční apreciaci koruny se tak očekávaná míra depreciace v ročním horizontu zvýšila z červnových 2,4 % na červencových 4,1 %. Podle analytiků posílení koruny v posledních měsících je těžko zdůvodnitelné, neodráží fundamenty domácí ekonomiky a vychyluje ji od rovnovážného apreciačního trendu. Hlavním spouštěčem oslabení koruny může být zhoršující se výhled české ekonomiky nebo zlepšení vyhlídek v USA.

Návrat k fundamentální úrovni kurzu koruny může zpozdit pomalejší zlepšení ekonomické situace v USA a z ní vyplývající nezájem o dolarová aktiva. Koruna by pak mohla hrát roli bezpečného přístavu a setrvat déle na silných úrovních.

Horizont predikce Predikce za měsíc	kurz EUR/CZK 1 měsíc	1 rok
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
červenec 2008	23,53	24,56

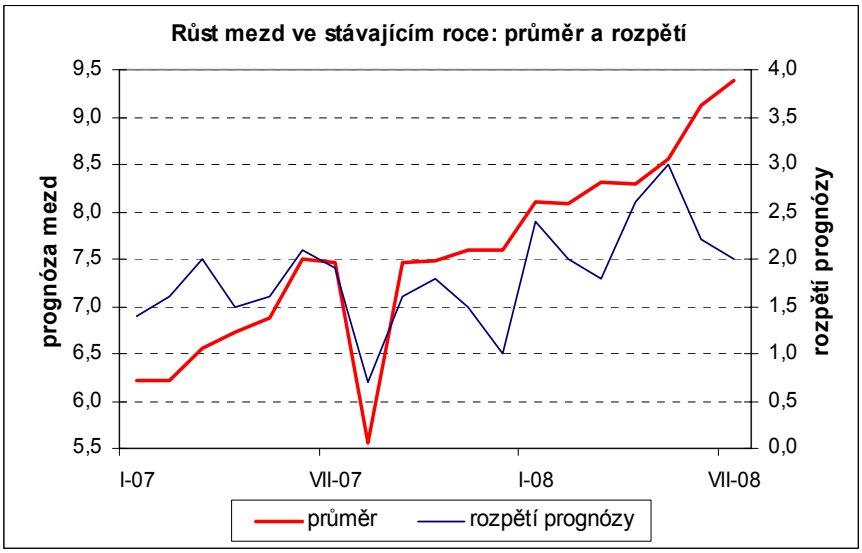


Mezi domácími analytiky došlo k mírnému rozšíření rozpětí koruny v horizontu 1R (=rychlejšímu posunu ve směru apreciovanější koruny, *viz graf*). K dalšímu přehodnocení směrem k silnější koruně došlo i u zahraničního analytika, a to z úrovně 25,70 na 24,90 EUR/CZK. Rizika slabší/silnější koruny vůči průměrné prognóze se odvíjejí od budoucího stavu domácí reálné ekonomiky, změn rizikové prémie ČR i středoevropského regionu a nebezpečí, že přebytky finančního účtu budou obtížně financovat schodek běžného účtu.

5. Mzdy

VII-08	růst mezd v roce stávajícím	příštím
min	8,3	6,9
průměr	9,4	7,8
max	10,3	9,0

Horizont predikce Predikce za měsíc	růst mezd v roce stávajícím %	příštím
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
červenec 2008	9,4	7,8



Analytici v červenci dále zvýšili prognózu růstu nominálních mezd v roce 2008 o 0,3 pb na 9,4 % mzr., pro rok 2009 jej naopak snížili o 0,2 pb na 7,8 % mzr. Za akcelerujícím růstem nominálních mezd, který analytici označují jako jedno z vážných proinflačních rizik, stojí stále relativně silný růst HDP a napjaté podmínky na trhu práce, které dávají zaměstnancům prostor pro vyšší mzdové požadavky. Jeden z analytiků poskytl rozdělení odhadu růstu mezd na podnikatelský (2008: +10,3 %; 2009: +8,2 % mzr.) a nepodnikatelský sektor (2008: +4,3 %; 2009: +8,0 % mzr.)

Oproti červnu došlo k mírnému zúžení rozpětí prognózy domácích analytiků pro rok 2008 vlivem poklesu maximálního odhadu a rozšíření rozpětí pro rok 2009 vlivem poklesu 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 Generali PPF Asset Management
Vladimíru Pikorovi z Next Finance
Leila Butt z The Economist Intelligence Unit a
Miroslavu Plojharovi z JP Morgan.

Dále bychom chtěli zvlášť poděkovat analytickým týmům České spořitelny, Komerční banky, Patria Finance, ČSOB za komentáře k prognózám.

V Praze, dne 24. 7. 08