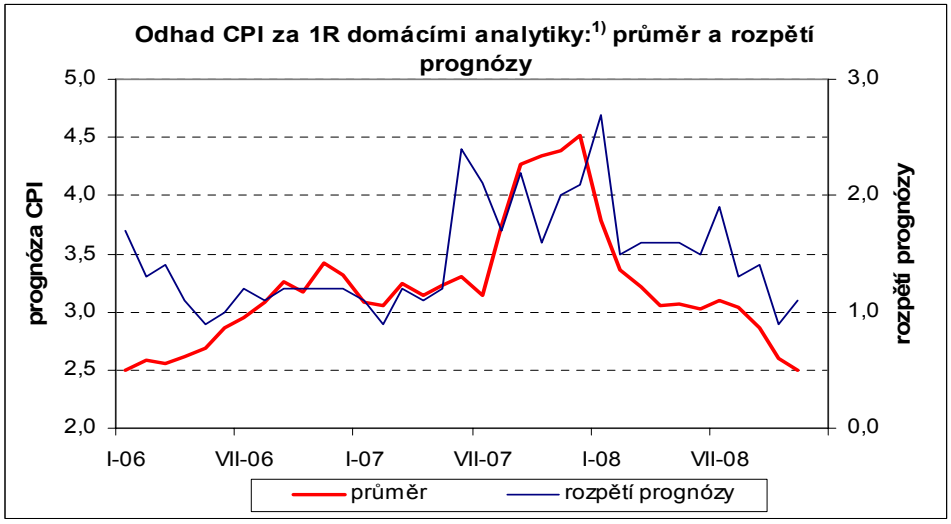
ČESKÁ ČNB NÁRODNÍ BANKA

Měření inflačních očekávání finančního trhu – výsledky 115. měření (listopad 2008)

Do listopadového průzkumu IOFT zaslalo svoje predikce budoucího vývoje inflace a dalších ukazatelů osm domácích a dva zahraniční analytici. Došlo k dalšímu nepatrnému poklesu očekávané inflace v ročním horizontu. Z průzkumu vyplývá, že analytici očekávají pokles hospodářské aktivity v zahraničí, což oslabí exporty, které pak budou mít negativní vliv i na domácí investiční aktivitu. To přimělo analytiky zhoršit výhled růstu HDP na příští rok. Vlivem poklesu rizikové prémie a pomalejšího hospodářského růstu vzniká podle analytiků prostor pro nižší úrokové sazby. Nižší dynamika hospodářského růstu v příštím roce by měla dále utlumit růst nominálních mezd. Slabá koruna znovu zapříčinila posun konsensuální prognózy nominálního kurzu ke slabším hodnotám.

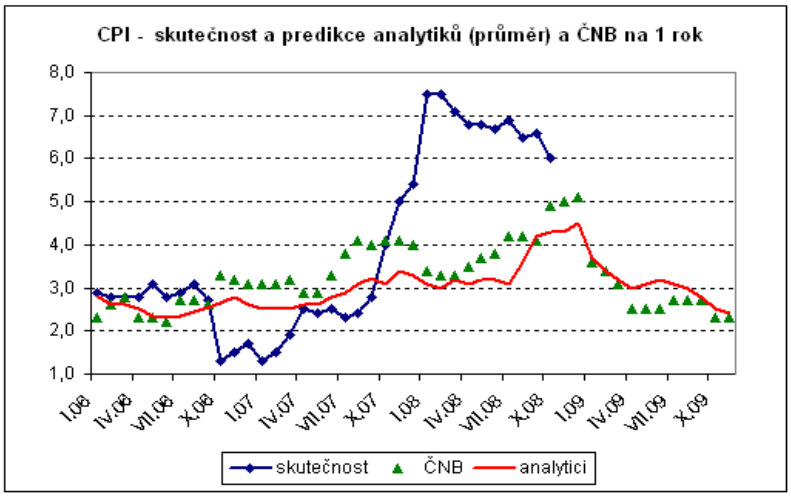
1. Inflace

XI-08	mzr. CPI v% 1 rok	3 roky
min	1,2	1,8
průměr	2,4	2,5
max	2,9	4,0



Prognóza inflace v ročním horizontu se opět nepatrně snížila *(viz graf níže)*. Analytici se domnívají, že v listopadu příštího roku meziroční růst cenové hladiny dosáhne 2,4 % (oproti říjnovým 2,5 %). V tříletém horizontu se průměrný výhled nezměnil a zůstává na 2,5 %. Pokles prognózy v ročním horizontu byl způsoben snížením odhadů domácích analytiků, zatímco odhad zahraničních analytiků se mírně zvýšil. Protiinflačně by měly působit nejen nižší ceny ropy a pohonných hmot, ale i opatrnější spotřeba domácností. Tyto efekty bude do určité míry kompenzovat slabší koruna. Rozpětí ročních odhadů se rozšířilo vlivem většího poklesu minimální hodnoty.

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

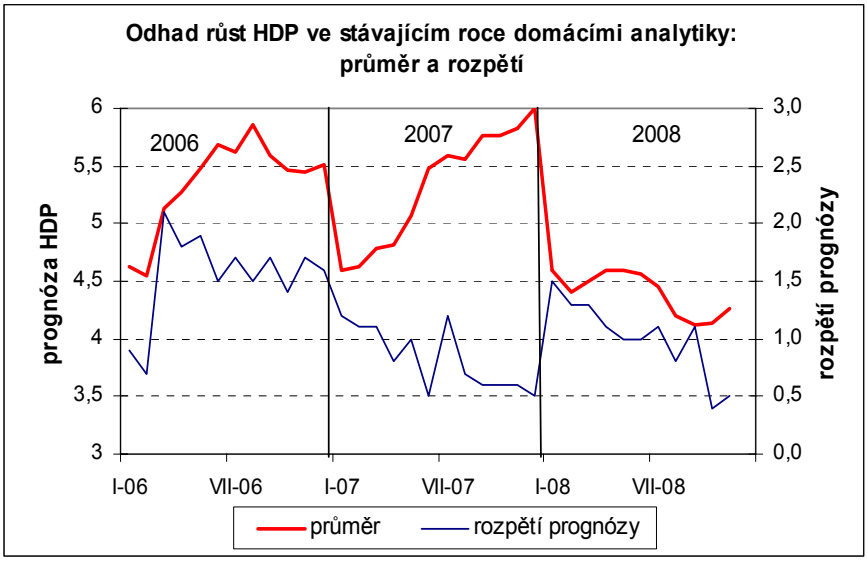


[1]) Zúžený pohled na průměr a rozdíl mezi maximálním a minimálním odhadem přes domácí analytiky je kvůli stabilnější datové základně

2. Hrubý domácí produkt

XI-08	růst HDP v roce stávajícím	příštím
min	4,0	-1,0
průměr	4,2	2,4
max	4,5	3,2

Horizont predikce Predikce za měsíc	růst HDP v roce stávajícím %	příštím
listopad 2007	5,8	4,7
leden 2008	4,7	4,8
duben 2008	4,6	4,8
květen 2008	4,6	4,8
červenec 2008	4,5	4,5
srpen 2008	4,3	4,2
říjen 2008	4,2	3,2
listopad 2008	4,2	2,4



Prognóza růstu letošního HDP se nezměnila a zůstává na 4,2 % mzr. Ovšem odhad hospodářského růstu na příští rok byl z původních 3,2 % snížen až na 2,4 % mzr. K výraznějšímu zpomalení růstu v příštím roce by měl především přispět horší výhled hospodářského vývoje v zahraničí, zejména v Eurozóně. To by následně mělo, i přes spuštění nové výroby automobilů Hyundai v Nošovicích, vést k poklesu přebytku obchodní bilance. Oslabení exportů bude mít přirozeně negativní vliv i na investiční aktivitu. S ohledem na růst nezaměstnanosti by měla zmírnit dynamiku i spotřeba domácností. Vývoj HDP v příštím může být dále negativně ovlivněn opožděným dopadem silné koruny, která v průběhu 1. poloviny letošního roku lámala rekordy.

Rozpětí prognóz letošního růstu HDP vlivem většího zvýšení maximálního odhadu vzrostlo, zatímco rozpětí prognóz na příští rok se rozšířilo vlivem razantního poklesu minimálního odhadu.

3. Úrokové sazby

XI-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	2,25	1,00	4,00	2,60	2,80	2,75	2,40	3,40
průměr	2,53	2,06	4,19	2,96	3,17	3,55	3,41	4,03
max	2,75	2,50	4,30	3,60	3,60	4,00	3,90	4,50

Očekávané úrokové sazby oproti říjnovému šetření opět klesly. Výjimkou stále zůstává předpokládaná hodnota 12M PRIBORu v horizontu jednoho měsíce, která je pravděpodobně ovlivněna ochromením peněžního trhu a vysokou likvidní prémií. Přestože poslední výrazné snížení základních úrokových sazeb bylo překvapením, v polovině listopadu šest z devíti analytiků očekávalo, že na následujícím zasedání ČNB, které proběhne v polovině prosince, bude referenční sazba dále snížena. Čtyři očekávali pokles 0,25 p.b. a dva dokonce o 0,50 p.b. Tři analytici předpokládali ponechání 2T repo sazby na 2,75 %.

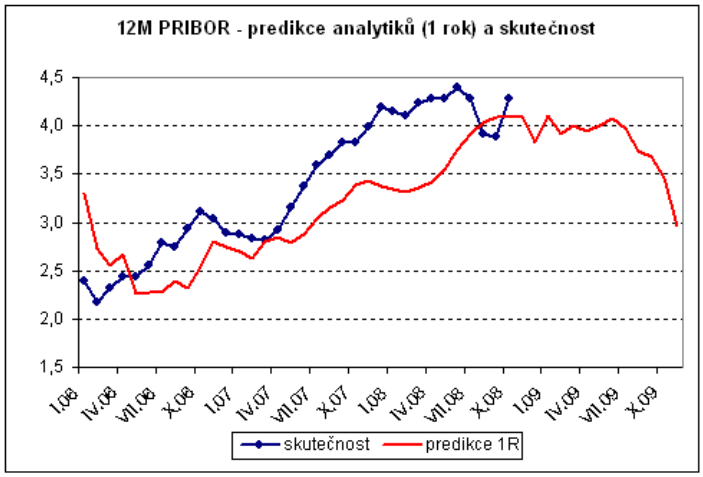
Nejednotnost názorů na vývoj budoucích úrokových sazeb dokumentuje rozpětí prognóz, které se u většiny sledovaných úrokových sazeb a výnosů rozšířilo. Pouze u 12M PRIBORu a 5Y IRS v měsíčním horizontu došlo k jeho zúžení.

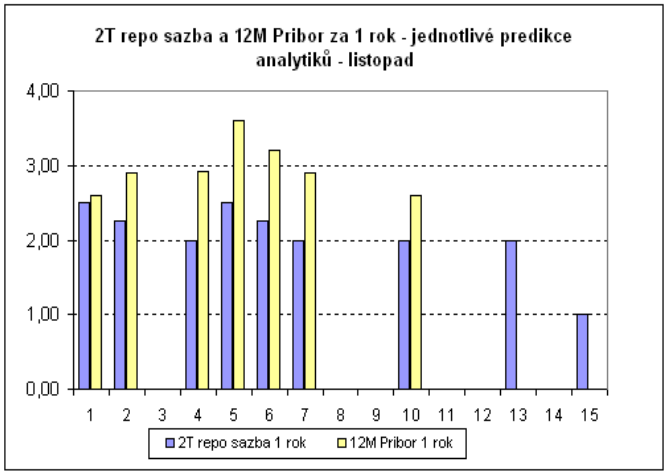
Hlavním rizikem pro vývoj krátkého konce výnosové křivky je podle názorů analytiků měnový kurz. Jeho depreciace, resp. proinflační vliv, může zmírnit uvolňování měnové politiky. O vlivu kurzu koruny na rozhodování o nastavení měnové politik hovoří i některé komentáře členů bankovní rady. Naproti tomu tlak na ještě nižší sazby by mohl přijít z EU v podobně rozsáhlejšího snížení úrokových sazeb ECB. Pro vývoj ostatních sazeb bude, kromě změny 2T repo sazby, rozhodující, jak rychle odezní napětí na peněžním trhu. Pokud se situace brzy uklidní a likvidní prémie se sníží, měly by i ostatní sazby lépe odrážet očekávaný pokles úrokových sazeb. Vývoj výnosů bude do určité míry záviset i na rizikové prémii, která se vzhledem k finanční krizi zřetelně zvýšila.

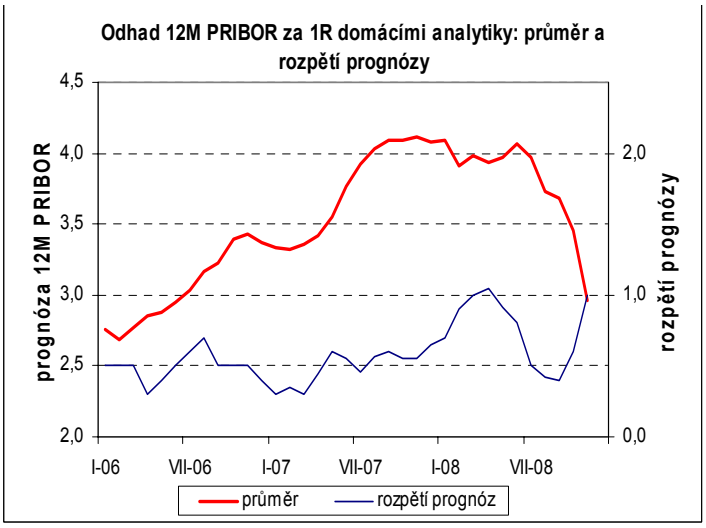
	2T repo sazba		12M PRIBOR		5R IRS		10R IRS	
Horizont predikce	1 M	1 R	1 M	1 R	1 M	1 R	1 M	1 R
Predikce za měsíc	%		%		%		%	
listopad 2007	3,42	3,85	3,94	4,11	4,25	4,48	4,49	4,74
leden 2008	3,75	3,89	4,19	4,10	4,31	4,37	4,55	4,62
duben 2008	3,80	3,73	4,16	3,94	4,14	4,25	4,40	4,50
květen 2008	3,75	3,68	4,20	3,97	4,19	4,28	4,44	4,55
červenec 2008	3,73	3,66	4,26	3,97	4,34	4,33	4,59	4,57
srpen 2008	3,50	3,34	3,78	3,74	3,88	4,17	4,32	4,34
říjen 2008	3,22	2,89	3,91	3,46	3,25	3,83	3,71	4,16
listopad 2008	2,53	2,06	4,19	2,96	3,17	3,55	3,41	4,03

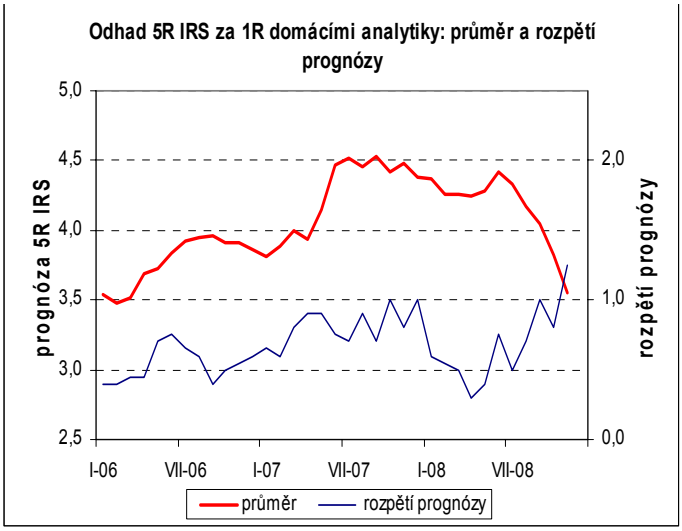
Aktuální hodnoty indikátorů k termínu pro odeslání dotazníků

	2T repo sazba	12M PRIBOR	5R IRS	10R IRS
18.11.	2,75%	4,41%	3,28%	3,65%





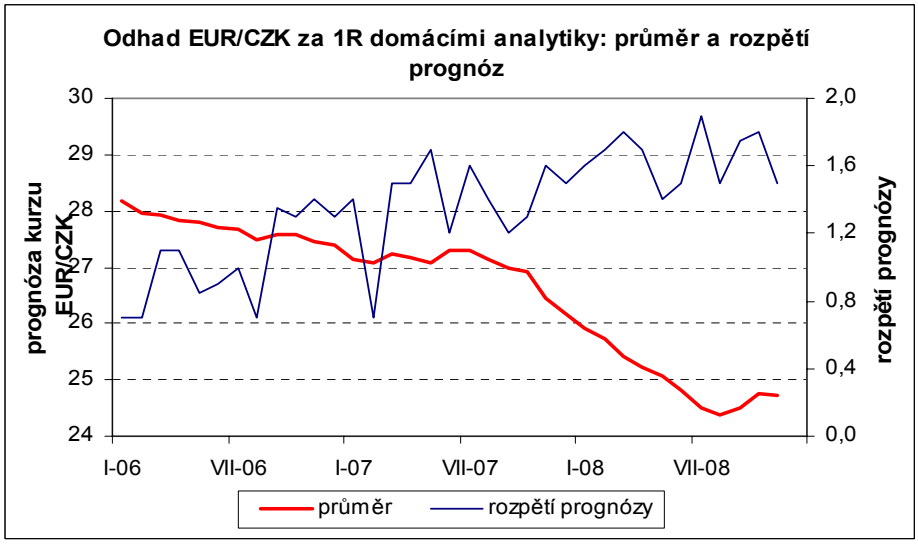




4. Devizový kurz

XI-08	kurz EUR/CZK 1 měsíc	1 rok
min	25,30	24,00
průměr	25,50	24,96
max	25,70	27,00

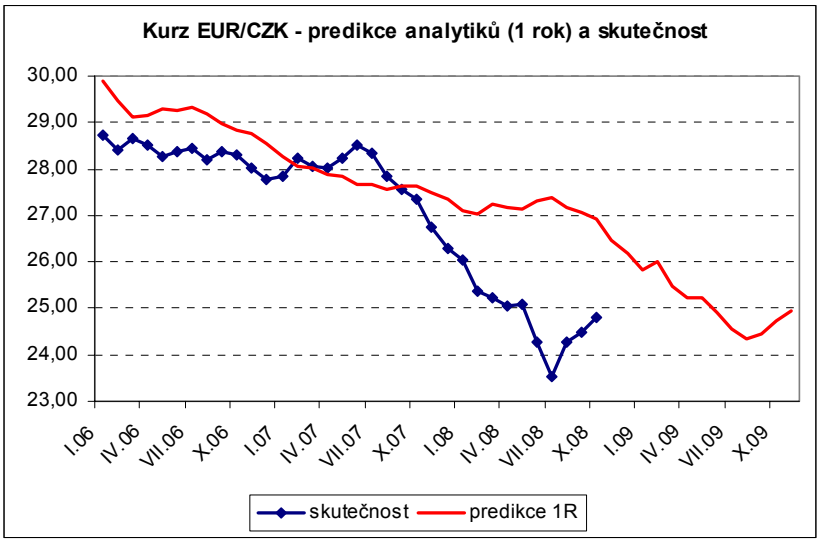
EUR/CZK k termínu odeslání dotazníků	
18.11.	25,70



Vzhledem k dalšímu oslabení aktuálního měnového kurzu koruny k euru byla opět posunuta očekávaní směrem k slabším hodnotám, a to v jak měsíčním, tak v ročním horizontu (viz graf níže). Podle analytiků by se měla koruna v měsíčním horizontu posunout k 25,50 za euro a v ročním horizontu posílit z aktuálních hodnot k 24,96 za euro, což je o 0,24 CZK slabší úroveň než při říjnovém šetření.

Větším posunem minimálního (nejsilnějšího) odhadu ke slabším hodnotám se extrémní odhady v měsíčním horizontu k sobě přiblížily, kdežto v ročním horizontu se rozpětí u všech analytiků rozšířilo vlivem značného posunutí maximálního odhadu k vyšším (slabším) hodnotám.

Horizont predikce Predikce za měsíc	kurz EUR/CZK 1 měsíc	1 rok
listopad 2007	26,84	26,47
leden 2008	26,05	25,84
duben 2008	25,36	25,24
květen 2008	25,33	25,23
červenec 2008	23,53	24,56
srpen 2008	24,31	24,36
říjen 2008	24,90	24,72
listopad 2008	25,50	24,96



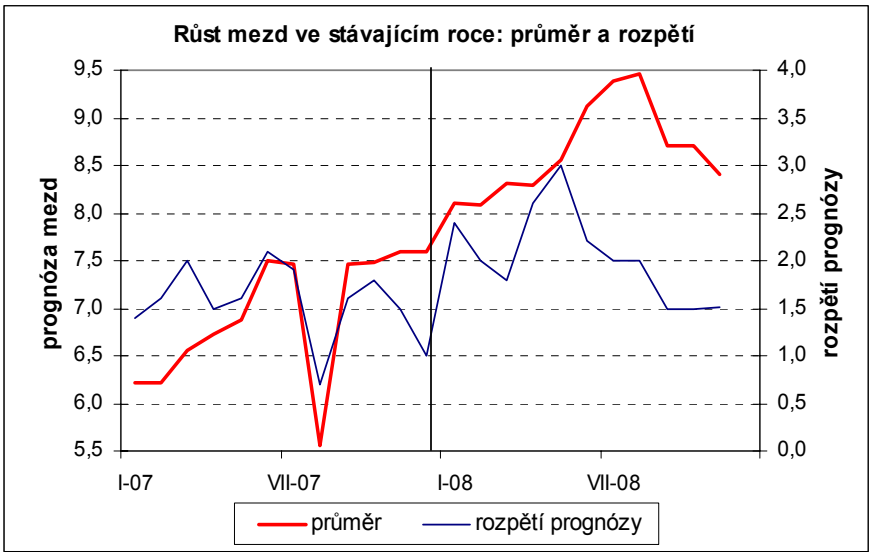
Rizika slabší koruny vůči průměrné prognóze se odvíjejí zejména od budoucího stavu domácí ekonomiky. Její zpomalení může v dobách finanční nestability dále narušit postavení koruny, coby „bezpečné“ měny, a stejně jako u ostatních měn středoevropského regionu zmírnit očekávanou apreciaci. Vývoj odhadované trajektorie kurzu koruny může být také pochopitelně ovlivněn neočekávaným pohybem základních úrokových sazeb.

.

5. Mzdy

XI-08	růst mezd v roce stávajícím	příštím
min	7,8	5,0
průměr	8,4	6,1
max	9,3	7,9

Horizont predikce Predikce za měsíc	růst mezd v roce stávajícím %	příštím
listopad 2007	7,6	7,8
leden 2008	8,1	7,6
duben 2008	8,3	7,9
květen 2008	8,6	7,9
červenec 2008	9,4	7,8
srpen 2008	9,4	8,2
říjen 2008	8,8	6,7
listopad 2008	8,4	6,1



V listopadu analytici znovu posunuli prognózu růstu nominálních mezd k nižším hodnotám. Za pomalejším růstem mezd je možné stále hledat očekávanou horší kondici české ekonomiky v příštím roce. Analytik, jenž poskytl rozdělení odhadu růstu mezd na podnikatelský a nepodnikatelský sektor, svůj názor od října nezměnil (podnik. 2008: +9,2 %; 2009: +6,7 % mzr. a nepodnik. 2008: +3,3 %; 2009: +4,5 % mzr.). Vzhledem k vysoké ridigitě mezd a výraznějšímu zpomalení dynamiky inflace by se měly reálné mzdy v roce 2009 zvýšit.

Vzdálenost mezi extrémními odhady u domácích a zahraničních analytiků se pro letošní rok nezměnila. Ovšem vlivem většího poklesu minimálního odhadu došlo oproti minulému šetření k rozšíření rozpětí prognózy na příští rok.

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
Michalu Brožkovi z Raiffeisenbank
Petru Dufkovi z ČSOB
Vladímíru Pikorovi z Next Finance
Leile Butt z Economist Intelligence Unit a
Miroslavu Plojharovi z JP Morgan.

Dále bychom chtěli zvlášť poděkovat analytickému týmu Komerční banky za komentáře k prognóze.

V Praze, dne 20. 11. 08