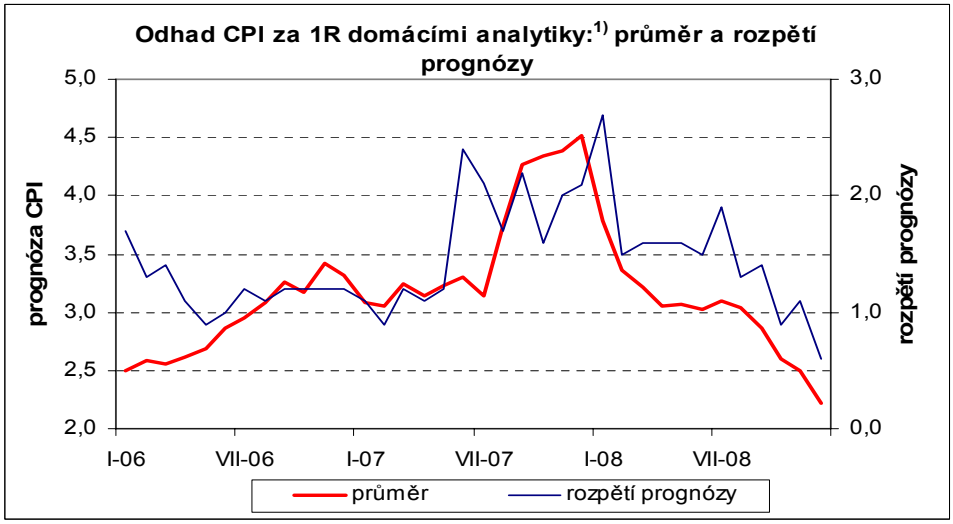
ČESKÁ ČNB NÁRODNÍ BANKA

Měření inflačních očekávání finančního trhu – výsledky 116. měření (prosinec 2008)

Do prosincového průzkumu IOFT zaslalo svoje predikce inflace a dalších ukazatelů osm domácích a dva zahraniční analytici. Prognóza inflace v ročním horizontu dále poklesla. Hlavní příčinou je pokles cen komodit a výraznější zpomalení ekonomické aktivity. Stále se zhoršující hospodářská situace v zahraničí ještě více oslabí exporty i investiční aktivitu. Nepříznivý ekonomický vývoj se pochopitelně projeví i v pomalejším růstu nominálních mezd. To podle analytiků otvírá prostor pro nižší úrokové sazby. Negativní sentiment vůči regionu v kombinaci s razantně zpomalující ekonomickou aktivitou a očekáváním nižších sazeb oslabil aktuální kurz koruny, což se odpovídajícím způsobem projevilo i v prognózách analytiků.

1. Inflace

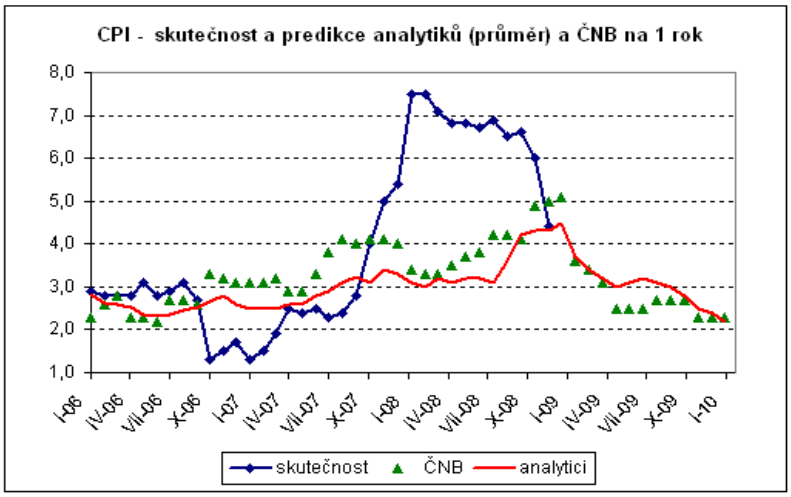
XII-08	mzr. CPI v% 1 rok	3 roky
min	1,2	1,3
průměr	2,2	2,5
max	2,6	4,0



Prognóza inflace v ročním horizontu se zase mírně snížila *(viz graf níže)*. Analytici předpokládají, že v prosinci příštího roku meziroční růst cenové hladiny zpomalí na 2,2 % (oproti listopadovým 2,4 %). V tříletém horizontu zůstává průměrný výhled inflace na 2,5 %. Pokles prognózy v ročním horizontu odráží klesající ceny komodit, slabou domácí (pesimistická očekávání spotřebitelů) i zahraniční poptávku. Díky poklesu maximálního odhadu se rozpětí prognóz na příští rok zúžilo.

Horizont predikce / Predikce za měsíc	mzr. CPI 1 R %	3 R	ČNB 1 R %
prosinec 2007	4,5	2,7	4,0
leden 2008	3,7	2,8	3,6
duben 2008	3,0	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
prosinec 2008	2,2	2,5	

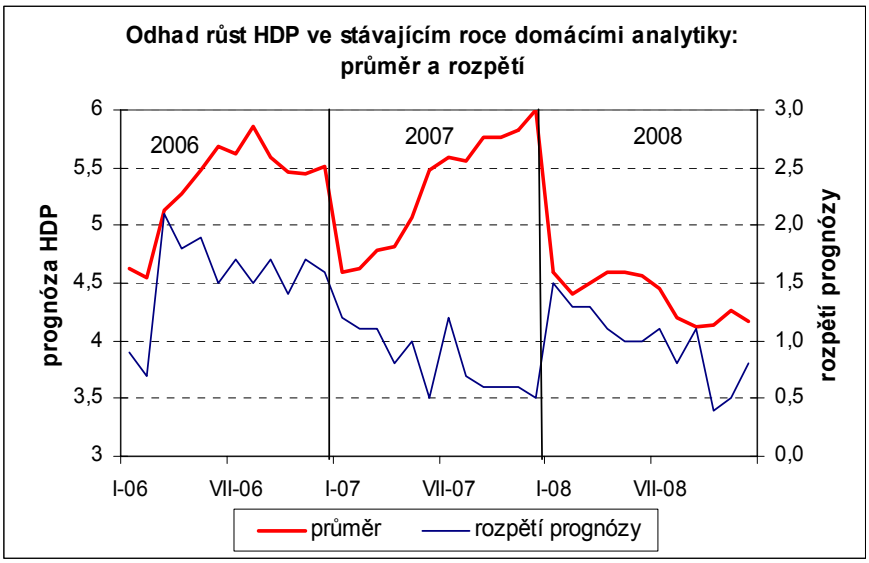
[1]) Zúžený pohled na průměr a rozdíl mezi maximálním a minimálním odhadem přes domácí analytiky je kvůli stabilnější datové základně



2. Hrubý domácí produkt

XII-08	růst HDP v roce stávajícím	příštím
min	3,7	-1,0
průměr	4,2	1,4
max	4,5	2,5

Horizont predikce Predikce za měsíc	růst HDP v roce stávajícím %	příštím
prosinec 2007	6,0	4,7
leden 2008	4,7	4,8
duben 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
prosinec 2008	4,2	1,4



Prognóza růstu letošního HDP zůstává nezměněna na 4,2 % mzr. Avšak odhad hospodářského růstu na příští rok byl o jeden procentní bod snížen, z původních 2,4 % na nynější 1,4 %. Jako hlavní příčinu uvádějí analytici slabou zahraniční poptávku, která ještě vážněji zasáhne investiční a produkční aktivitu firem, což již v současné době potvrzují předstihové indikátory. Zhoršení hospodářských podmínek v EU bude limitovat i příliv PZI, což se také negativně projeví v investiční aktivitě. Spotřebitelský pesimismus se odrazí v hlubším poklesu spotřeby domácností, přestože nižší inflace zvýší reálné mzdy. Negativní dopad na růst HDP v příštím roce může mít i opožděný dopad silné koruny. Za nejvýznamnější riziko, které může hospodářskou situaci v ČR ještě více zhoršit, je považována hlubší recese v Eurozóně.

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

3. Úrokové sazby

XII-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	3,50	2,20	2,70	2,70	3,00	2,90
průměr	2,30	1,90	4,01	2,75	3,01	3,31	3,28	3,66
max	2,50	2,75	4,20	3,30	3,50	4,00	4,20	4,50

Očekávané zpomalení růstu ekonomiky a inflace a razantní uvolňování měnové politiky v zahraničí způsobily korekci prognóz domácích úrokových sazeb směrem dolů. V porovnání s listopadovým šetřením byl zaznamenán pokles v celém sledovaném spektru, včetně 12M PRIBORU v měsíčním horizontu. Prosincové snížení základních úrokových sazeb ČNB o 50 b.p. očekávalo osm z deseti analytiků. Zbylí dva předpokládali pokles pouze o 25 b.p.

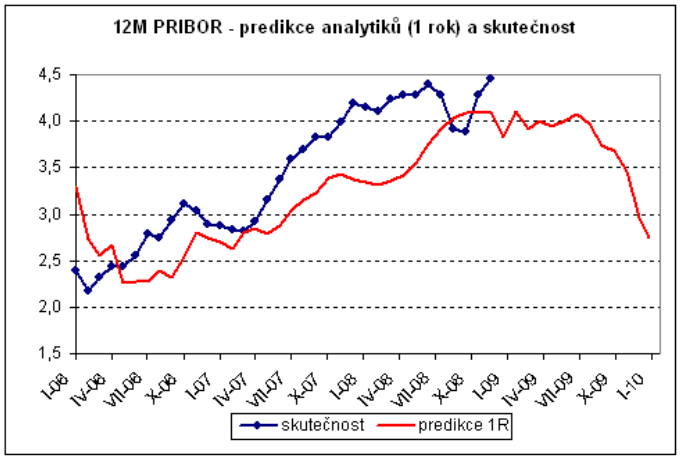
Kromě 2T repo sazby a 10R IRS v měsíčním horizontu, kde se extremní odhady k sobě přiblížily, se oproti minulému šetření rozpětí prognóz rozšířilo.

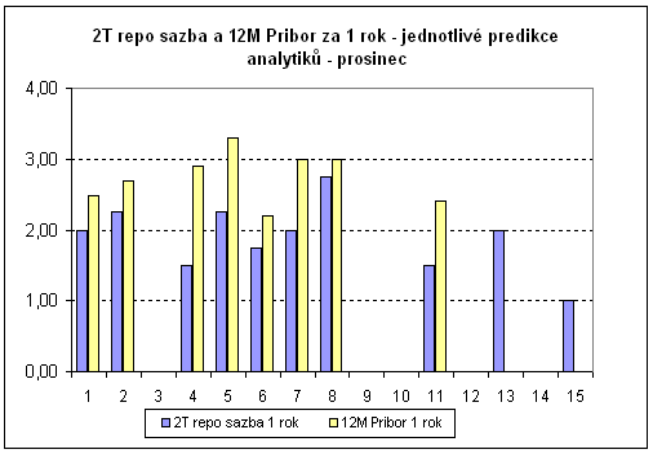
Hlavním rizikem, které by mohlo zastavit pokles základních úrokových sazeb, je, dle vyjádření analytiků, vývoj měnového kurzu. Jeho případná další depreciace by mohla posílit obavy z inflačních tlaků. Proti tomu jde razantnější uvolňování měnové politiky v EMU a rychlejší pokles domácí inflace. U delších splatností se v krátkém horizontu trh obává možného růstu výnosů vlivem větších výprodejů státních dluhopisů. Naopak v delším horizontu by mohlo dojít k jejich poklesu vlivem expektací na další snížení krátkého konce křivky a případně poklesu rizikové prémie.

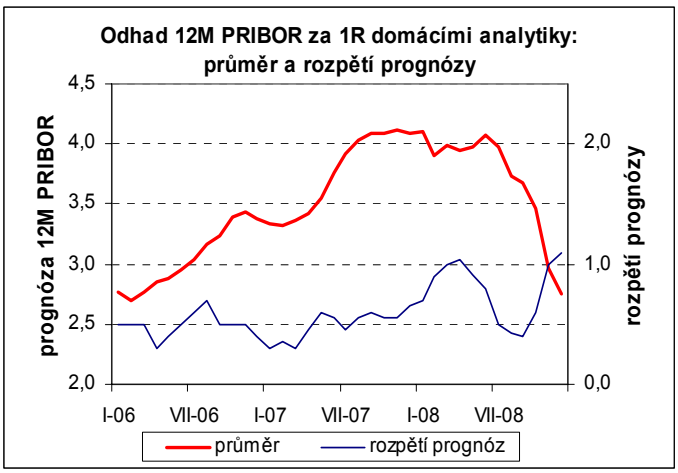
Horizont predikce	2T repo sazba		12M PRIBOR		5R IRS		10R IRS	
	1 M	1 R	1 M	1 R	1 M	1 R	1 M	1 R
Predikce za měsíc	%		%		%		%	
prosinec 2007	3,54	3,83	4,09	4,09	4,27	4,38	4,07	4,19
leden 2008	3,75	3,89	4,19	4,10	4,31	4,37	4,55	4,62
duben 2008	3,80	3,73	4,16	3,94	4,14	4,25	4,40	4,50
červenec 2008	3,73	3,66	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
prosinec 2008	2,30	1,90	4,01	2,75	3,01	3,31	3,28	3,66

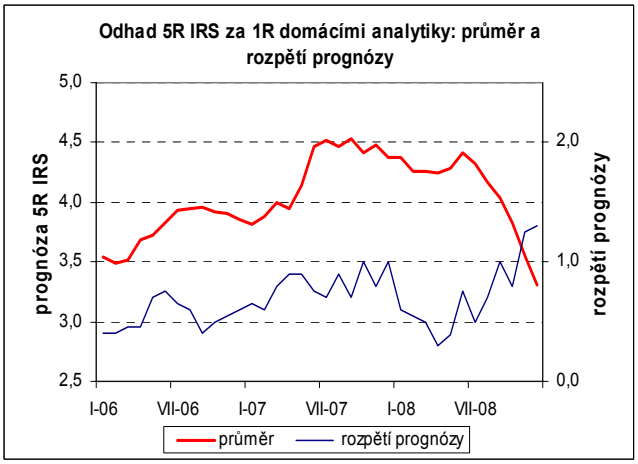
Aktuální hodnoty indikátorů k termínu pro odeslání dotazníků

	2T repo sazba	12M PRIBOR	5R IRS	10R IRS
11.12.	2,75%	4,24%	3,07%	3,29%





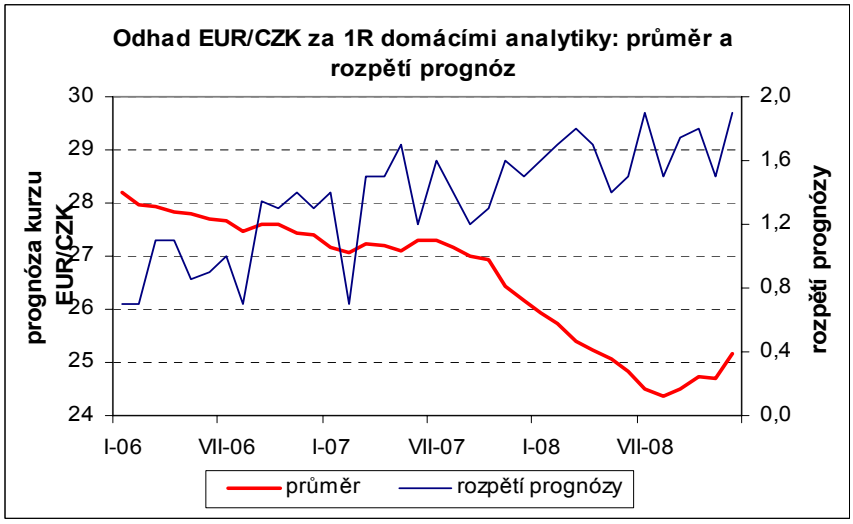




4. Devizový kurz

XII-08	kurz EUR/CZK 1 měsíc	1 rok
min	25,60	24,30
průměr	25,93	25,40
max	26,20	27,50

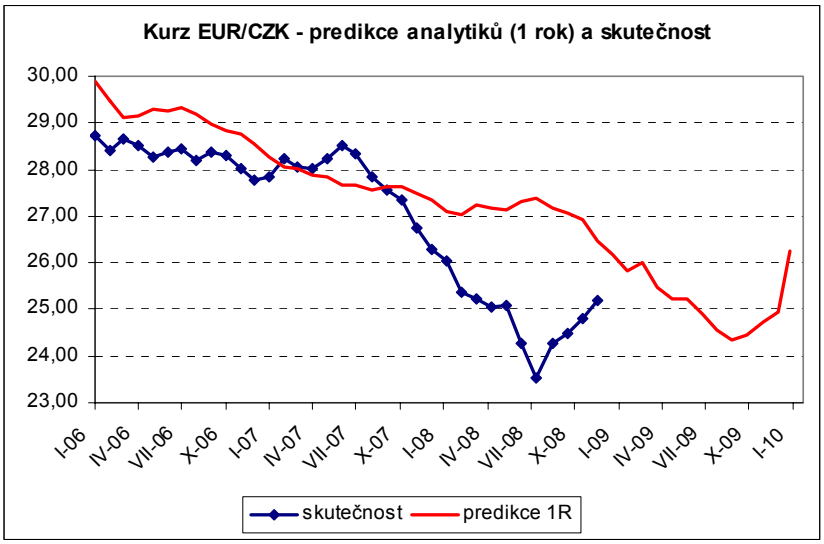
EUR/CZK k termínu odeslání dotazníků	
11.12.	25,97



Pomalejší domácí hospodářský růst a razantně zpomalující inflace vedly k nižším základním úrokovým sazbám, které spolu s negativním sentimentem vůči emerging market podle názoru analytiků způsobily depreciaci koruny k 26,00 za euro. Na to reagovala i konsensuální prognóza analytiků. Oproti listopadovému průzkumu byl průměrný odhad měnového kurzu v měsíčním i ročním horizontu posunut ke slabším hodnotám. Začátkem příštího roku by se měla koruna pohybovat okolo 25,90 za euro a za rok by měla mírně apreciovat ze současné úrovně k 25,40 za euro, což je o 0,44 CZK slabší úroveň než při minulém šetření.

Větším posunem maximálního (nejslabšího) odhadu ještě ke slabším hodnotám se extrémní prognózy od sebe vzdálily, a to jak v měsíčním, tak i ročním horizontu.

Horizont predikce Predikce za měsíc	kurz EUR/CZK 1 měsíc	1 rok
prosinec 2007	26,39	26,19
leden 2008	26,05	25,84
duben 2008	25,36	25,24
červenec 2008	23,53	24,56
srpen 2008	24,31	24,36
říjen 2008	24,90	24,72
listopad 2008	25,50	24,96
prosinec 2008	25,93	25,40

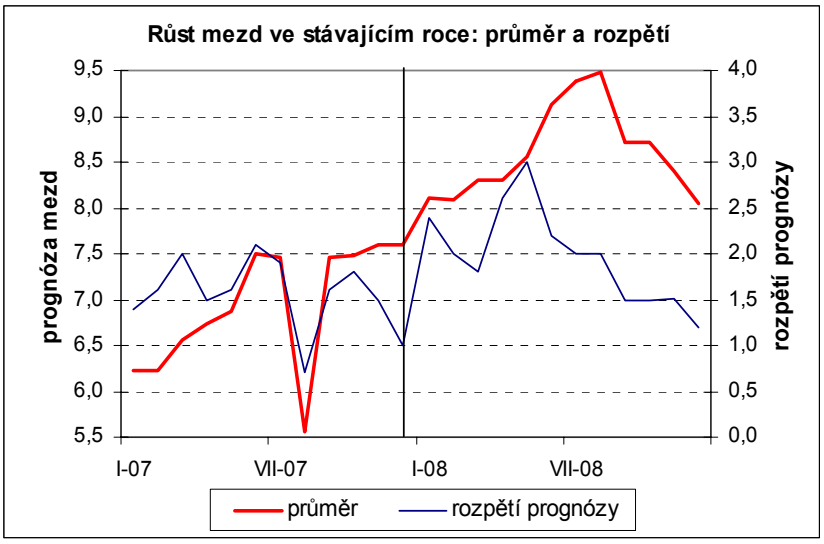


Hlavní rizika oslabení koruny spočívají ve fundamentálním vývoji, nízké likviditě a vysoké volatilitě. Pokud dojde k dramatickému zhoršení obchodní bilance anebo poklesu likvidity na devizovém trhu, může kurz koruny ještě více oslabit. Proti tomu jde prozatím méně pravděpodobný apreciační scénář, který se opírá o konvergenci ekonomik, tedy růst HDP v ČR v porovnání s recesí v EU. Tento efekt by mohl převážit až v druhé polovině příštího roku.

5. Mzdy

XII-08	růst mezd v roce stávajícím	příštím
min	7,5	3,8
průměr	8,1	4,7
max	8,7	5,5

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



Také vývoj mezd byl, především v příštím roce, pod tíhou nepříznivého očekávaného ekonomického vývoje korigován směrem dolů. Za nižším očekávaným růstem mezd lze pořád hledat horší kondici české ekonomiky v příštím roce. Analytik, který poskytl rozdělení odhadu růstu mezd na podnikatelský a nepodnikatelský sektor, přehodnotil svůj názor na růst mezd v příštím roce v podnikatelském výrazně dolů (o 2 p. b. na 4,7 %), naopak výsledky projednávání státního rozpočtu na příští rok jej pravděpodobně přiměly zvýšit očekávaný růst mezd ve veřejném sektoru (o 0,5 p.b. na 5 %).

Rozpětí mezi extrémními odhady se pro letošní rok i příští rok snížilo díky většímu poklesu maximálního odhadu, který byl výrazný zejména v příštím roce.

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

Dále bychom chtěli zvlášť poděkovat analytickému týmu Komerční banky, Raiffeisenbank, České spořitelny a Economist Intelligence Unit za komentáře k prognóze.

V Praze, dne 18. 12. 08