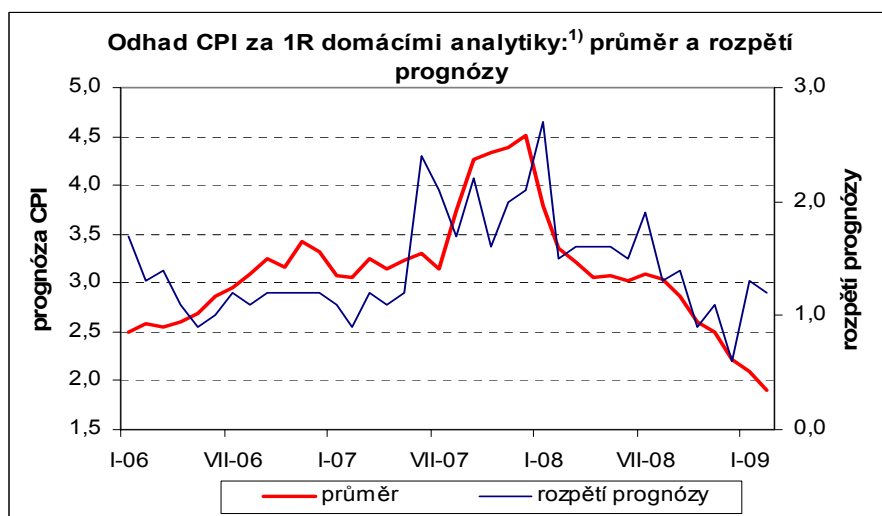


## Měření inflačních očekávání finančního trhu – výsledky 118. měření (únor 2009)

Do únorového šetření IOFT poskytlo své predikce inflace a dalších ukazatelů devět domácích a tři zahraniční analytici. Stále horší zprávy z reálné ekonomiky a nepříznivý výhled hospodářského vývoje v EU, který povede k oslabení domácí poptávky, přinutily analytiku dále rapidně snížit prognózu vývoje HDP. Otupeňá agregátní poptávka a nižší ceny komodit na světových trzích dále mírně zesílí deflační tlaky, což se promítá i do nepatrně nižší prognózy inflace v ročním horizontu. Nepříznivý hospodářský vývoj nabízí prostor pro snižování základních úrokových sazeb. Tomu by však mohl zabránit nadměrně oslabující kurz koruny vůči euru. Jeho predikce v měsíčním horizontu musela být analytiku s ohledem na aktuální vývoj výrazně posunuta ke slabším úrovním. Nepříjemný ekonomický výhled se pochopitelně projevil i v nižším očekávaném růstu nominálních mezd.

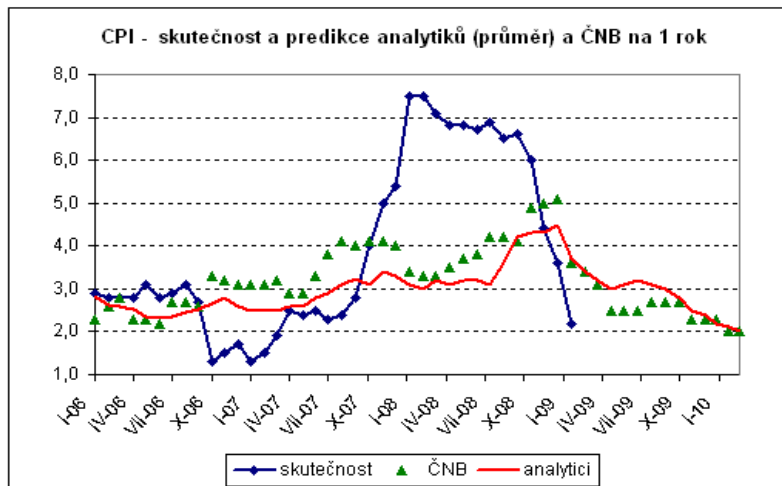
### 1. Inflace

II-09	mzr. CPI v%	
	1 rok	3 roky
min	1,2	1,5
průměr	2,0	2,4
max	2,4	4,0



Konsensuální prognóza inflace se v ročním horizontu dále mírně snížila (*viz graf níže*). V tříletém horizontu zůstává nezměněná. Analytici předpokládají, že meziroční růst cenové hladiny v únoru roku 2010 poklesne na 2,0 % (oproti lednovým 2,1 %). V tříletém horizontu by se měla inflace pohybovat okolo 2,4 %. Pokles prognózy v ročním horizontu stále odráží klesající ceny komodit, zejména ropy. Neméně významným faktorem setrvává slábnoucí zahraniční poptávka, která prostřednictvím exportů nejvíce přispěje k poklesu domácího produktu a zesílení deflačních tlaků. Naproti tomu jediným proinflačním faktorem zůstává oslabující kurz koruny. Rozpětí prognózy v ročním horizontu se nepatrně zúžilo vlivem většího poklesu maximální hodnoty, kdežto v tříletém horizontu se díky novému vysokému maximum ze strany zahraničního analytika značně rozšířilo.

Horizont predikce	mzr. CPI		ČNB
	1 R	3 R	
Predikce za měsíc	%	%	%
únor 2008	3,4	2,6	
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	
prosinec 2008	2,2	2,5	4Q: 2,0
leden 2009	2,1	2,4	
únor 2009	2,0	2,4	1Q: 1,4

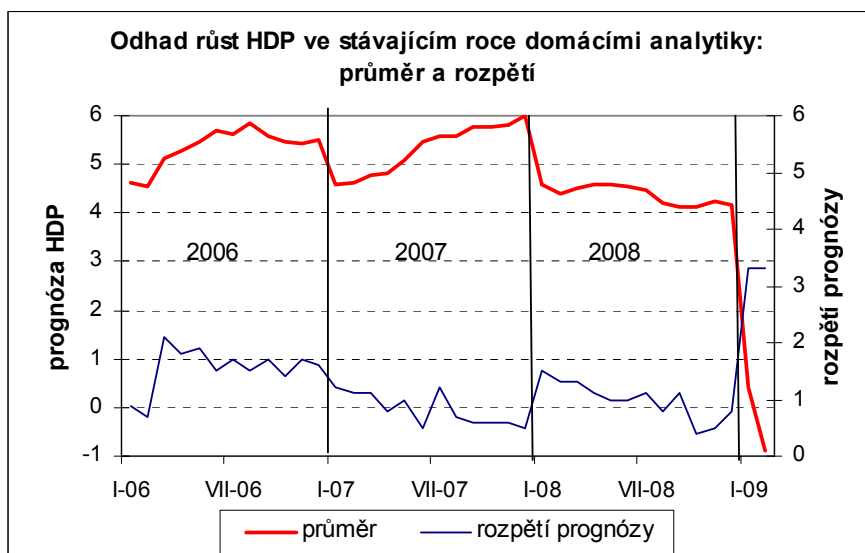


<sup>1)</sup> Zúžený pohled na průměr a rozdíl mezi maximálním a minimálním odhadem přes domácí analytiku je kvůli stabilnější datové základně

## 2. Hrubý domácí produkt

II-09	růst HDP v roce	
	stávajícím	příštím
min	-2,0	-0,5
průměr	-0,9	1,8
max	1,3	2,8

Horizont predikce Predikce za měsíc	růst HDP v roce	
	stávajícím %	příštím
únor 2008	4,5	4,9
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
leden 2009	0,5	2,5
únor 2009	-0,9	1,8



Odhad růstu HDP na rok 2009 byl opět rapidně korigován směrem dolů (z růstu o 0,5 % v lednu na pokles o 0,9 % v únoru). Na vině je ještě větší oslabení zahraniční poptávky než se původně očekávalo. Obrovské zhoršení dokumentuje pokles průmyslové produkce, nových objednávek a přirozeně investic, které jsou v každé krizi nejcitlivější složkou agregátní poptávky. Krizi, resp. poklesu zaměstnanosti, se podle názorů analytiků přizpůsobí i spotřebitelé, což bude také nepříznivě dopadat na růst spotřeby domácností. To bude navíc umocněno zhoršením kreditních podmínek. Naopak růst reálných mezd by měl tyto efekty zmírňovat. Za nejvýznamnější riziko, které může hospodářskou situaci v ČR ještě více zhoršit, je stále považován horší ekonomický vývoj v Eurozóně. Pro rok 2010 již analytici očekávají návrat k hospodářskému růstu ve výši 1,8 %.

## 3. Úrokové sazby

II-09	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	1,50	1,00	2,20	2,20	2,50	2,50	2,90	3,00
průměr	1,69	1,48	2,52	2,38	2,86	3,15	3,33	3,63
max	1,75	2,00	2,70	2,80	3,60	3,70	4,30	4,40

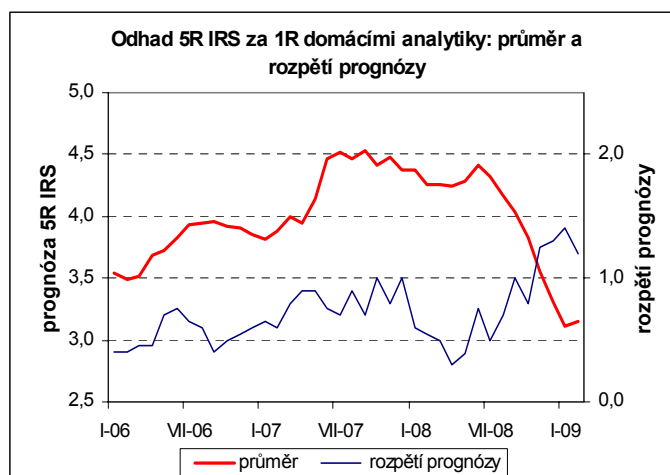
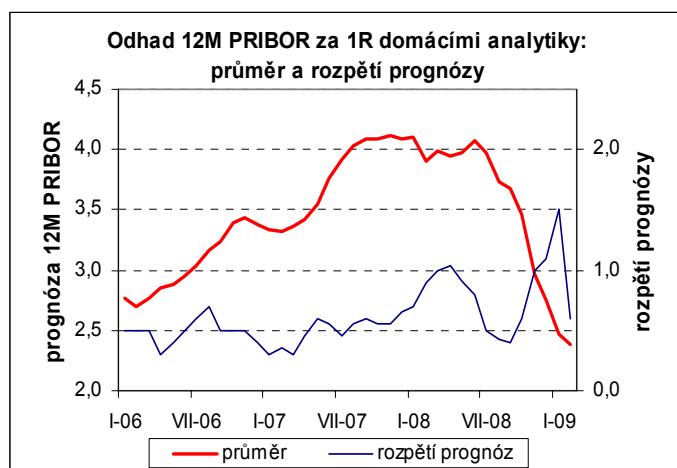
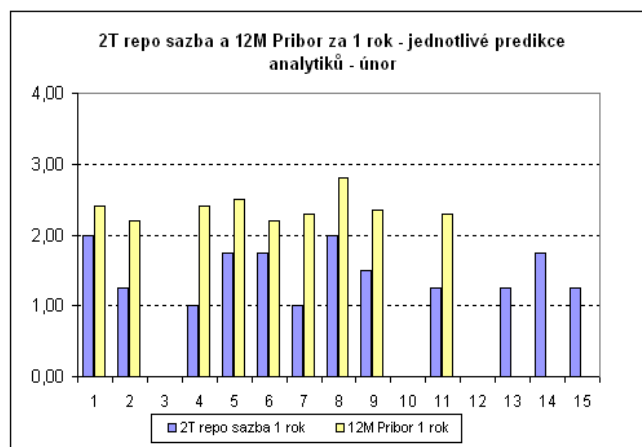
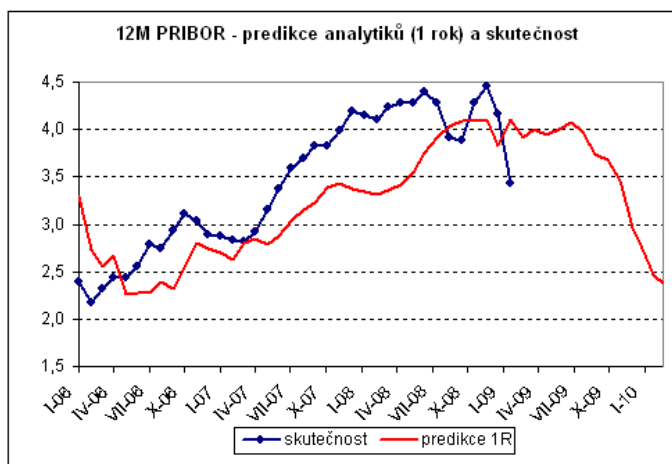
Prognóza úrokových sazeb na peněžním trhu byla pod vlivem nepříznivého ekonomického vývoje dále snížena. V porovnání s lednovým šetřením byl největší pokles zaznamenán právě u 12M Priboru v měsíčním horizontu. Na rozdíl od sazeb peněžního trhu predikce IRS sazeb v celém sledovaném spektru mírně stouply, což je ovlivněno aktuálním vývojem, resp. nárůstem vnímaného rizika vůči regionu. To potvrzuje i vývoj CDS, jak domácích, tak i CDS ostatních zemí v regionu.

Pro další nastavení základních úrokových sazeb bude podle analytiků rozhodující vývoj kurzu koruny a nastavení úrokových sazeb v ECB. Podle názoru některých analytiků by ČNB měla předcházet riziku nadměrného oslabení měny neprohlubujícím se úrokovým diferenciálem korunových sazeb vůči eurovým. Pro mezibankovní a klientské sazby by měl být zásadní okamžik obnovení důvěry v hospodářský obrat a pokles rizikové premie, poté by mohlo dojít k jejich zřetelnému snížení.

Horizont predikce Predikce za měsíc	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
	%		%		%		%	
únor 2008	3,75	3,75	3,98	3,91	4,09	4,26	4,43	4,48
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
leden 2009	1,73	1,63	3,28	2,47	2,74	3,12	3,30	3,62
únor 2009	1,69	1,48	2,52	2,38	2,86	3,15	3,33	3,63

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

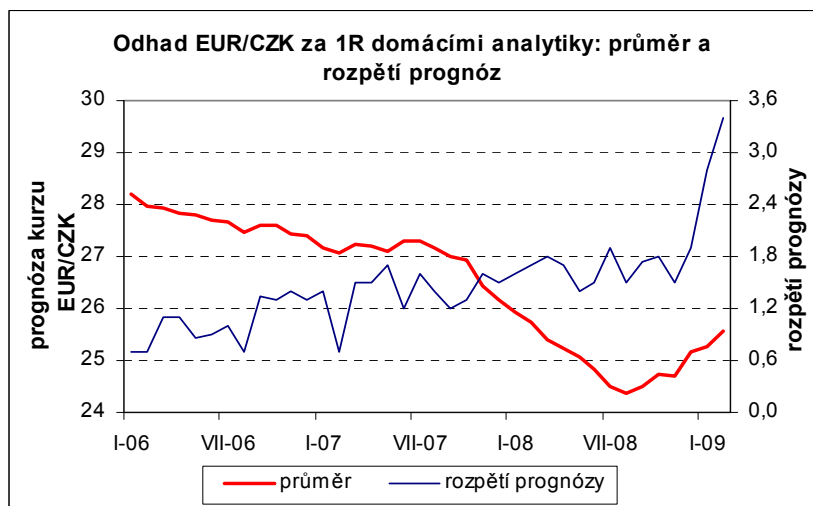
	2T repo sazba	12M PRIBOR	5R IRS	10R IRS
11.2.	1,75%	2,73%	2,98%	3,51%



#### 4. Devizový kurz

II-09	kurz EUR/CZK	
	1 měsíc	1 rok
min	27,90	24,20
průměr	28,64	25,71
max	29,50	27,60

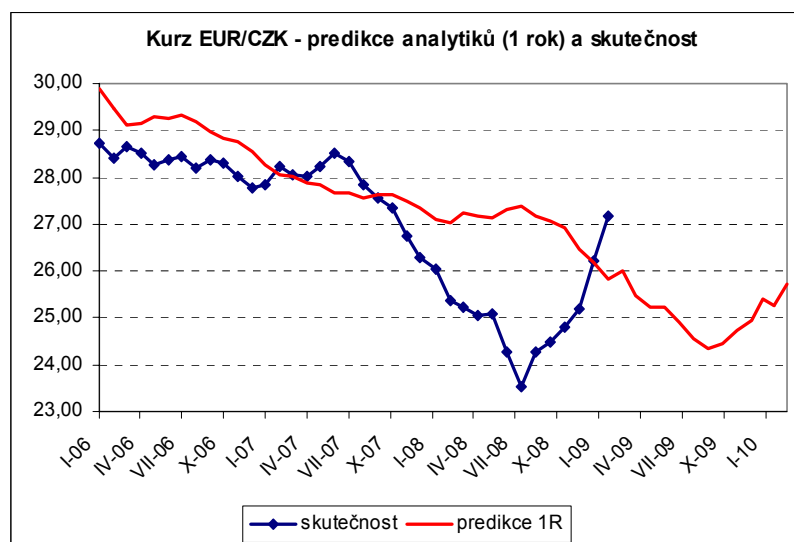
EUR/CZK k termínu odeslání dotazníků	
11.2.	28,59



Prudká skutečná depreciace koruny vůči euru se přirozeně projevila i do konsensuální prognózy, která byla v měsíčním horizontu posunuta téměř o 2 Kč ke slabším hodnotám. Ovšem v ročním horizontu nebyl posun tak výrazný a analytici věří, že se v 2. pololetí 2009 kurz koruny vrátí ze současné podhodnocené úrovně k rovnovážnému apreciačnímu trendu. Vývoj koruny bude pod vlivem nejistoty a pohybu okolních měn trpět výraznou volatilitou. V únoru příštího roku by se měl pohybovat okolo 25,7 Kč za euro.

Velká proměnlivost kurzu v posledním období vedla k zvýšení rozpětí extrémních prognóz kurzů koruny. Hlavním důvodem rozšíření rozpětí predikcí je větší pokles maximálních (nejslabších) hodnot.

Horizont predikce Predikce za měsíc	kurz EUR/CZK	
	1 měsíc	1 rok
únor 2008	25,98	26,01
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
leden 2009	26,86	25,26
únor 2009	28,64	25,71

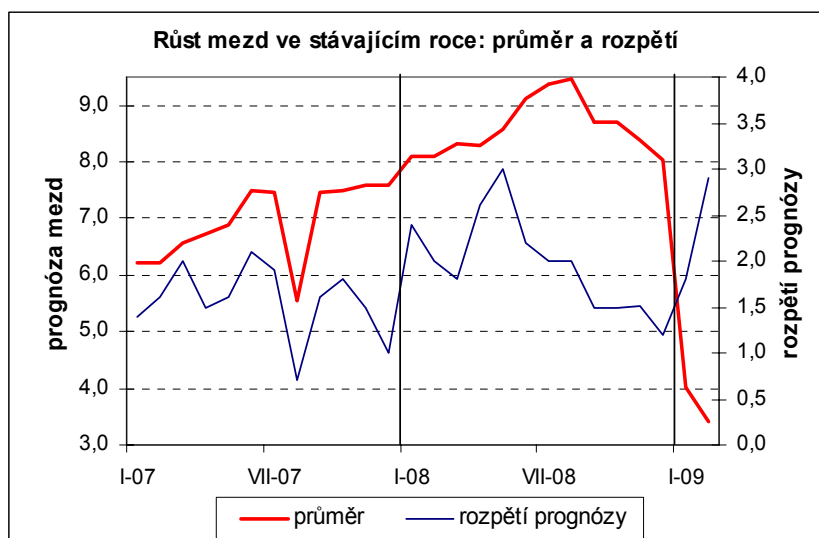


Riziko naplnění kurzových predikcí je podle analytiků výrazně vychýleno směrem ke slabším úrovním. Silné depreciční tlaky může způsobit nepříznivý makroekonomický vývoj zemí CEE regionu, který již není vnímán jako bezpečný přístav s vysokou mírou stability. Řada zemí (např. Maďarsko, Estonsko) trpí makroekonomickou nestabilitou a případná ztráta důvěry, která by vedla k dalšímu značnému oslabení místní měny, by bezesporu výrazně negativně ovlivnila i kurz koruny.

## 5. Mzdy

II-09	růst mezd v roce	
	stávajícím	příštím
min	1,6	2,0
průměr	3,4	4,2
max	4,5	6,0

Horizont predikce Predikce za měsíc	růst mezd v roce	
	stávajícím %	příštím
únor 2008	8,0	7,4
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
leden 2009	4,0	4,5
únor 2009	3,4	4,2



Se zhoršujícími se zprávami z reálné ekonomiky zaznamenala pokles i průměrná prognóza růstu mezd. V porovnání s minulým šetřením je větší zpomalení dynamiky očekáváno v letošním roce, z 4,0 % v lednu na 3,4 % v únoru. Zmírňovat negativní dopad hospodářské situace na růst celkových mezd by měly mzdy ve veřejném sektoru. Analytici, kteří poskytli rozdělení odhadu růstu mezd na podnikatelský a nepodnikatelský sektor, očekávají, že se v letošním roce podnikatelské mzdy zvýší o 2,0 % mzr. a nepodnikatelské o 4,5 %. V příštím roce by měly v podnikatelském sektoru akcelarovat na 5,3 %, zatímco v nepodnikatelském sektoru setrvat na 4,5 %. Větším poklesem minimálního odhadu se rozpětí mezních prognóz pro oba sledované roky podstatně rozšířilo.

Vzhledem ke zpomalující inflaci analytici očekávají menší negativní dopad na reálné mzdy. Ty by ovšem mohly být výrazně zasaženy nevyplácením prémie a bonusů, které mají v ČR na mzdách relativně velký podíl.

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  
 Petru Sklenářovi z Atlantik FT  
 Vojtěchu Bendovi z ING Wholesale Banking  
 Radomíru Jáčovi z Generali PPF  
 Ivailu Vesselinovi z Dresdner Kleinwort  
 Leile Butt z Economist Intelligence Unit a  
 Miroslavu Plojharovi z JP Morgan.

Dále bychom chtěli zvláště poděkovat analytickému týmu Komerční banky, Raiffeisenbank a České spořitelny za komentáře k prognózám.

V Praze, dne 22. 2. 2009