

Inflační očekávání finančního trhu

8/2023



Obsah

I. SHRUTÍ	3
II. INFLACE	4
III. HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT	5
IV. ÚROKOVÉ SAZBY – 2T REPO, PRIBOR, IRS	6
V. MĚNOVÝ KURZ	8
VI. NOMINÁLNÍ MZDY	9

I. SHRUTÍ

V srpnu do šetření Inflačních očekávání FT zaslalo svůj příspěvek čtrnáct domácích a dva zahraniční respondenti. Získané údaje jednoznačně naznačují, že analytici počítají s dalším zpomalováním inflace. To by však s ohledem na slabou domácí poptávku mělo být doprovázené menší ekonomickou aktivitou v letošním i příštím roce. Zároveň žádný z dotázaných respondentů nepředpokládá, že by ČNB na svém následující měnověpolitickém zasedání přistoupila ke změně základních úrokových sazeb. S ohledem na rétoriku ČNB by mohl být jejich pokles odložen až na příští rok. Během první poloviny roku 2024 by však klíčové sazby měly relativně rychle klesat. Po formálním ukončení intervenčního režimu kurz koruny oslabil. Analytici se domnívají, že se tak přiblížil k fundamentálně rovnovážné úrovni, které by se mohl příštích dvanáct měsíců držet. Přetrvávají napětí na trhu práce v kombinaci s propadem reálných mezd a nárůstem ziskových marží firem povede k relativně rychlému navyšování nominálních mezd, které by mělo mít větší dynamiku, než analytici předpokládali v červenci.

DOMÁCÍ ANALYTICI	I.	II.	III.	IV.	V.	VI.	VII.	VIII.	IX.	X.	XI.	XII.
Jiří Polanský, Česká spořitelna	+	+		+	+	+	+	+				
David Marek, Deloitte Czech Republic	+	+	+	+	+	+	+	+				
Jan Vejrněk, Komerční banka	+	+	+	+	+	+	+	+				
Patrik Rožumberský, Unicredit Global Research	+	+	+	+	+	+	+	+				
Helena Horská, Vratislav Zámečník, Raiffeisenbank	+	+	+	+	+	+	+	+				
Petr Dufek, Banka CREDITAS	+	+	+	+	+	+	+	+				
Petr Sklenář, J&T Banka	+	+	+	+	+	+	+	+				
Radomír Jác, Generali Investments CEE	+	+	+	+	+	+	+	+				
Jaromír Šindel, Citi	+		+			+	+	+				
Kamil Kovář, Moody's Analytics	+	+	+		+	+		+				
Jan Kudláček, Tomáš Lébl, Patrick Vyroubal, UNIQA	+	+	+	+	+	+	+	+				
Jakub Seidler, ČBA	+	+	+	+	+	+	+					
Lukáš Kovanda, Trinity Bank	+	+	+	+	+	+	+	+				
Michal Šoltés, RoklenFin	+	+	+	+	+	+	+	+				
Martin Janičko, MND	+	+	+	+	+	+	+	+				
Jan Bureš, ČSOB		+	+	+	+	+	+					
ZAHRANIČNÍ ANALYTICI												
Basak Edizgil, Goldman Sachs		+	+	+	+		+					
Sili Tian, The Economist Intelligence Unit	+	+		+	+		+	+				
Jose A. Cerveira, Henry Burdon, JP Morgan	+	+	+	+	+	+	+	+				

Za příspěvky do průzkumu Inflačních očekávání finančního trhu velmi děkujeme.

V Praze, dne 24. 8. 2023

II. INFLACE

PROGNÓZA MEZIROČNÍHO RŮSTU CPI (%)

Srpen 2023	CPI	
	1Y	3Y
minimum	1.6	1.0
průměr	2.7	2.4
maximum	3.6	4.0

ROČNÍ A TŘÍLETÁ PROGNÓZA RŮSTU CPI (%)

Predikce v měsíci	ANALYTICI		ČNB v %
	1Y	3Y	1Y
srpen 2022	6.7	2.5	3Q: 6.3
listopad 2022	7.3	2.5	4Q: 4.2
leden 2023	4.8	2.6	
únor 2023	3.8	2.7	1Q: 2.3
duben 2023	3.5	2.6	
červen 2023	3.1	2.5	2Q: 2.1
červenec 2023	3.1	2.5	
srpen 2023	2.7	2.4	

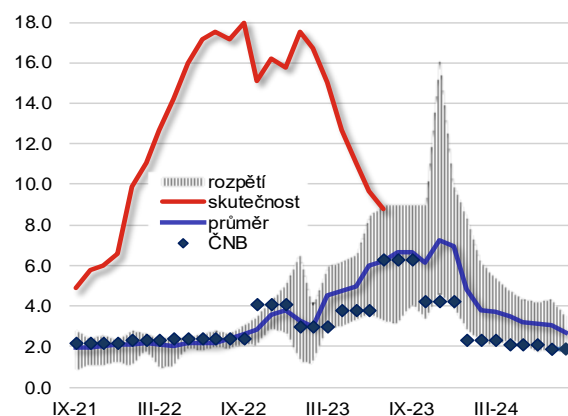
Inflace v červenci dále zpomalila. V meziročním vyjádření index spotřebitelských cen poklesl na 8,8 %, což je o 1,1 procentního bodu méně než měsíc před tím. Na tento vývoj měly hlavní dopad ceny potravin, ceny zemního plynu a tuhých paliv. Meziměsíčně se spotřebitelské ceny zvýšily o 0,5 %, na čemž se výrazně podílel nárůst sezónních cen dovolených s komplexními službami. V prostředí dezinflace se snižují také prognózy v našem šetření. V ročním horizontu analytici v průměru očekávají, že spotřebitelské ceny meziročně vzrostou o 2,7 %, což je o 0,4 procentního bodu méně, než odhadovali v červenci. Rozpětí individuálních odhadů se vlivem většího poklesu maximální hodnoty zúžilo. Nižší je i tříletý výhled, a to o 0,1 procentního bodu. Aktuálně tedy dosahuje 2,4 %. V tříletém horizontu ale došlo k rozšíření rozpětí jednotlivých prognóz díky zřetelnému poklesu minima.

Za zpomalováním inflace je podle analytiků možné hledat nejen efekt srovnávací základny, ale také několik dalších faktorů. Například nižší spotřebu domácností nebo zlevňování potravin, což částečně souvisí s nižšími cenami zemědělských výrobců. Během třetího čtvrtletí by měla inflace dále klesat, nicméně v posledním čtvrtletí letošního roku se tento vývoj zastaví (vlivem statistického efektu srovnávací základny po zavedení úsporného tarifu v loňském roce), případně inflace meziročně mírně vzroste. Za celý letošní rok by se pak mohla pohybovat mezi 10-11 %. Velmi zajímavá ale bude lednová hodnota, která by se podle odhadů některých respondentů mohla pohybovat mezi 2-3 %. Značnou nejistotu však skrývá rozsah předpokládaného zlevnění energií pro konečné spotřebitele. Pochybnosti panují i o síle oživení světové ekonomiky. Otázkou také zůstává, jaký vývoj a dopad bude mít kurz koruny po formálním ukončení intervenčního režimu.

Letní prognóza ČNB předpokládá, že ve 3Q/24 spotřebitelské ceny meziročně vzrostou o 1,9 %.

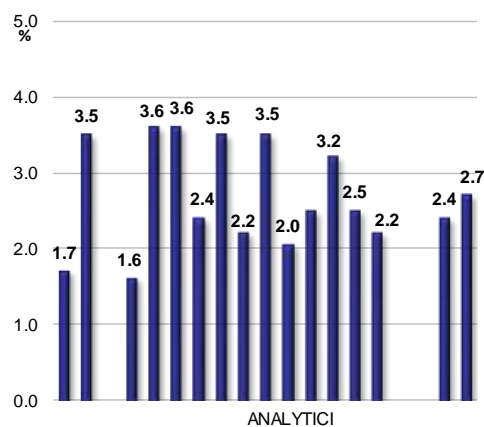
INDEX SPOTŘEBITELSKÝCH CEN ZA 1 ROK

PRŮMĚR A ROZPĚTÍ PROGNÓZ



INDEX SPOTŘEBITELSKÝCH CEN ZA 1 ROK

PREDIKCE JEDNOTLIVÝCH ANALYTIKŮ V %



III. HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

PROGNÓZA RŮSTU HDP

(%)

Srpen 2023	běžný rok	+1Y
minimum	-0.5	1.5
průměr	0.1	2.3
maximum	0.5	3.8

PROGNÓZA RŮSTU HDP

(%)

Horizont predikce Predikce za měsíc	běžný rok	běžný+1Y
srpen 2022	2.4	1.3
listopad 2022	2.4	0.0
leden 2023	0.0	2.4
únor 2023	0.2	2.6
duben 2023	0.1	2.6
červen 2023	0.3	2.5
červenec 2023	0.3	2.5
srpen 2023	0.1	2.3

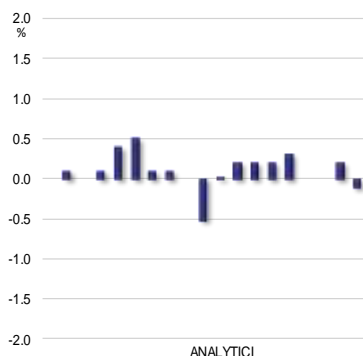
Podle předběžného odhadu ČSÚ domácí ekonomika v 2Q letošního roku mezičtvrtletně vzrostla o 0,1 %. Naproti tomu v meziročním vyjádření poklesla o 0,6 %. Podrobnosti ke struktuře budou zveřejněny až spolu se zpřesněným odhadem, nicméně již bylo naznačeno, že meziroční vývoj byl dále nepříznivě ovlivňován konečnou spotřebou domácností a i nižší tvorbou hrubého kapitálu. Naopak kladně působila zahraniční poptávka. Po zveřejnění těchto údajů je názor analytiků na vývoj HDP v letošním roce méně optimistický, když očekávají celoroční růst na úrovni 0,1 %, což je o 0,2 procentního bodu nižší dynamika než před měsícem. I tempo růstu v příštím roce by mělo být méně výrazné. Zatímco v červenci bylo očekáváno 2,5 %, nyní se počítá s akcelerací ekonomického výkonu pouze na 2,3 %. Rozpětí individuálních odhadů na letošní i příští rok se zúžila z titulu poklesu maximálních odhadů.

Nově přichozí makroekonomické údaje podle analytiků potvrzují, že výkon české ekonomiky zůstává utlumený. Po třech čtvrtletích poklesů sice došlo k mezičtvrtletnímu růstu, ten je ale minimální. S ohledem na slabou spotřebitelskou poptávku, na kterou stále dopadá vysoká inflace a podlomený sentiment domácností, analytici výrazné oživení neočekávají ani ve zbytku letošního roku. Také u zásob se s pozitivním příspěvkem k růstu nepočítá. Jsou podle analytiků nahromaděné na vysokých úrovních kvůli nedávným obavám z dalších možných problémů v dodavatelských řetězcích nebo jednoduše nezohledňovaly útlum domácí poptávky a nyní se snižují na potřebné úrovni. S nadějami na výraznější ekonomické oživení tedy analytici spíše vyhlíží až k příštímu roku, ovšem rizikem jsou přichozí makroekonomická data ze zásadního exportního trhu, z Německa.

Podle letní prognózy ČNB HDP v roce 2023 vzroste o 0,1 % a v roce 2024 o 2,3 %.

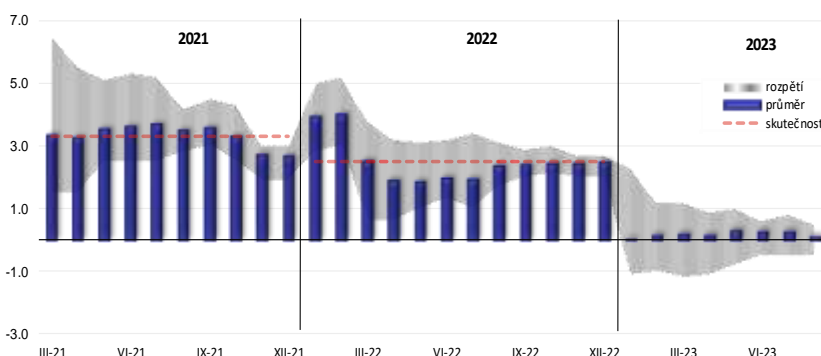
INDIVIDUÁLNÍ PROGNÓZY

ODHAD NA LETOŠNÍ ROK



RŮST HDP KE KONCI ROKU

PRŮMĚR A ROZPĚTÍ PROGNÓZ V %



IV. ÚROKOVÉ SAZBY – 2T REPO, PRIBOR, IRS

PROGNÓZY 2T REPO, 12M PRIBOR, 5Y A 10Y IRS

(%)

Horizont predikce Predikce za měsíc	2T repo sazba		12M PRIBOR		5Y IRS		10Y IRS	
	1M	1Y	1M	1Y	1M	1Y	1M	1Y
srpen 2022	7.09	6.03	7.45	6.05	4.86	4.40	4.18	4.07
listopad 2022	7.01	6.00	7.43	5.99	5.43	4.80	4.97	4.67
leden 2023	7.00	5.85	7.27	5.69	4.73	4.26	4.32	4.07
únor 2023	7.00	5.75	7.20	5.49	4.83	4.29	4.40	4.06
duben 2023	7.00	5.56	7.18	5.34	4.98	4.22	4.53	4.09
červen 2023	7.00	5.43	7.14	5.29	4.67	4.05	4.27	3.88
červenec 2023	7.00	5.33	7.11	5.20	4.45	3.97	4.15	3.76
srpen 2023	7.00	5.11	6.96	4.88	4.34	3.84	4.11	3.66

PROGNÓZY: MINIMUM, PRŮMĚR A MAXIMUM 2T REPO, 12M PRIBOR, 5Y A 10Y IRS

(%)

Srpen 2023	2T repo sazba		12M PRIBOR		5Y IRS		10Y IRS	
	1M	1Y	1M	1Y	1M	1Y	1M	1Y
minimum	7.00	4.25	6.65	4.00	4.15	3.43	4.00	2.99
průměr	7.00	5.11	6.96	4.88	4.34	3.84	4.11	3.66
maximum	7.00	6.25	7.35	5.80	4.76	4.50	4.30	4.30

AKTUÁLNÍ HODNOTY K TERMÍNU ODEVZDÁNÍ DOTAZNÍKŮ

(%)

	2T repo sazba	12M PRIBOR	5Y IRS	10Y IRS
15.8.	7.00	6.65	4.47	4.24

Pravděpodobně s ohledem na komunikaci ČNB všichni dotázaní respondenti předpokládají, že ani na zájiovém měnověpolitickém zasedání ČNB nebude o poklesu základních úrokových sazeb rozhodnuto. Dvoutýdenní repo sazba ČNB by tak měla nadále zůstat zachována na 7,00 %.

V zásadě analytici počítají, že další pohyb klíčových úrokových sazeb bude dolů. Stále se však intenzivně spekuluje o načasování prvního snížení. Analytici proto bedlivě sledují komunikaci ČNB, prozatím však konkrétní signály o termínu nepozorují. Srpnové zasedání někteří vnímali spíše jako neutralizaci předchozího jestřábího přístupu. Opatrný přístup je však pochopitelný s ohledem na inflaci pohybující se blíže 10 % než inflačnímu cíli. Objevují se sice i názory, že čistě ekonomická data implikují potřebu začít snižovat sazby již nyní, když inflace má příští rok poklesnout na 2 %, současná komunikace ale naopak naznačuje, že ČNB bude chtít pravděpodobně začít se snižováním svých základních úrokových sazeb později, aby měla jistotu, že je inflace pod kontrolou. Z tohoto důvodu nyní analytici hovoří spíše až o roce 2024. V průběhu první poloviny příštího roku by základní sazby měly podle analytiků klesat svižně, jelikož očekávají, že v srpnu se 2T repo sazba bude nacházet o necelé 2 procentní body níže než nyní.

PROGNÓZA ANALYTIKŮ – NASTAVENÍ 2T REPO SAZBY ZA 1Y

(%)

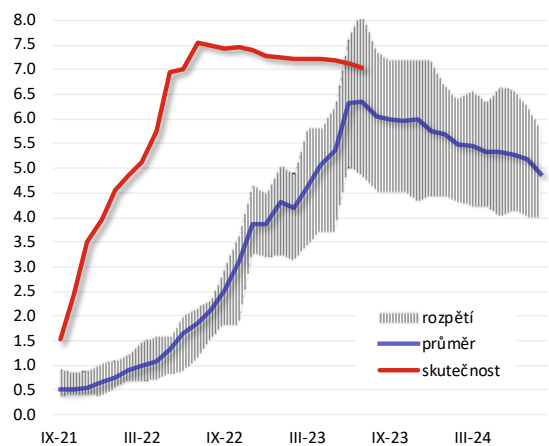
úroveň 2T repo sazby za 1Y (%)	4.25	4.50	4.75	5.00	5.25	5.50	5.75	6.00	6.25
počet analytiků - aktuální šetření	1	5	0	3	2	2	0	1	2
- minulé šetření	0	1	2	5	2	4	0	2	2

12M referenční mezibankovní úroková sazba PRIBOR od minulého šetření poklesla. Ve stejném směru se posunula také její prognóza v měsíčním i ročním horizontu. Naproti tomu sazby úrokových swapů od červencového šetření vzrostly, což se ale do průměrných prognóz nepromítlo, protože ty naopak pokračovaly v dosavadním klesajícím trendu a snížily se o 5 až 13 bazických bodů. Prognózy v ročním horizontu i nadále počítají s poklesem tržních IRS sazeb a inverzním sklonem očekávané swapové křivky. Ten by se však mohl v důsledku většího očekávaného poklesu sazeb kratších splatností postupně normalizovat.

Letní prognóza ČNB implikuje v 3Q/24 nastavení 2T repo sazby na 4,1 %.

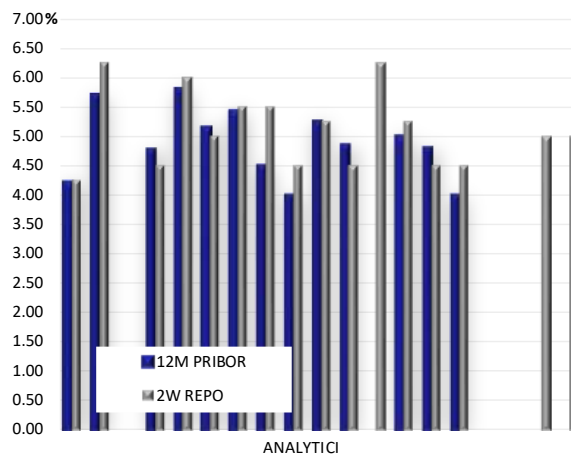
12M PRIBOR ZA 1 ROK

SKUTEČNOST, PRŮMĚR A ROZPĚTÍ PROGNÓZ



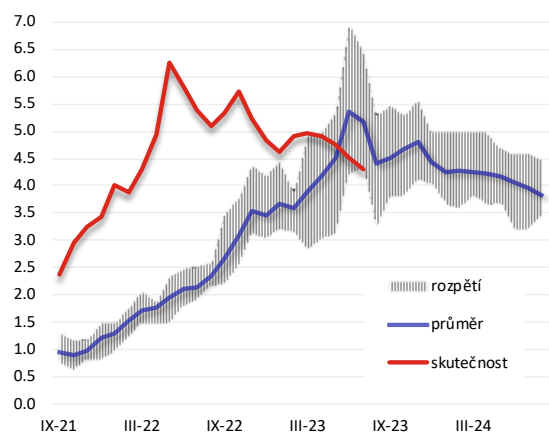
2W REPO A 12M PRIBOR ZA 1 ROK

PREDIKCE JEDNOTLIVÝCH ANALYTIKŮ



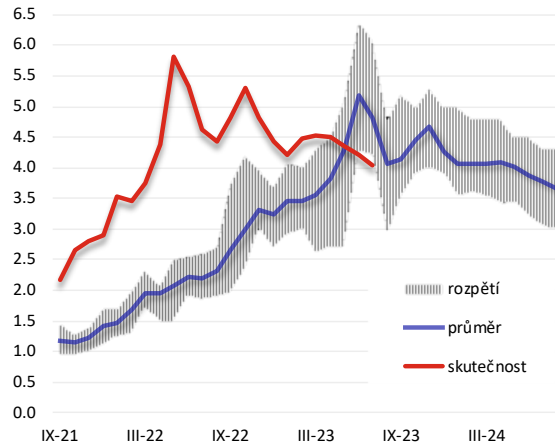
5R IRS ZA 1 ROK

PRŮMĚR A ROZPĚTÍ PROGNÓZ



10R IRS ZA 1 ROK

PRŮMĚR A ROZPĚTÍ PROGNÓZ



V. MĚNOVÝ KURZ

PROGNÓZA KURZU KORUNY

Horizont predikce Predikce za měsíc	Kurz EUR/CZK	
	1M	1Y
srpen 2022	24.62	24.82
listopad 2022	24.50	24.88
leden 2023	24.12	24.39
únor 2023	23.84	24.33
duben 2023	23.47	24.07
červen 2023	23.74	23.94
červenec 2023	23.80	24.03
srpen 2023	24.16	24.16

PROGNÓZA/PREDIKCE KURZU KORUNY

Srpen 2023	kurz EUR/CZK	
	1M	1Y
minimum	23.87	23.00
průměr	24.16	24.16
maximum	24.40	25.25

KURZ KORUNY K TERMÍNU ODEVZDÁNÍ DOTAZNÍKŮ

15.8.	24.14
--------------	-------

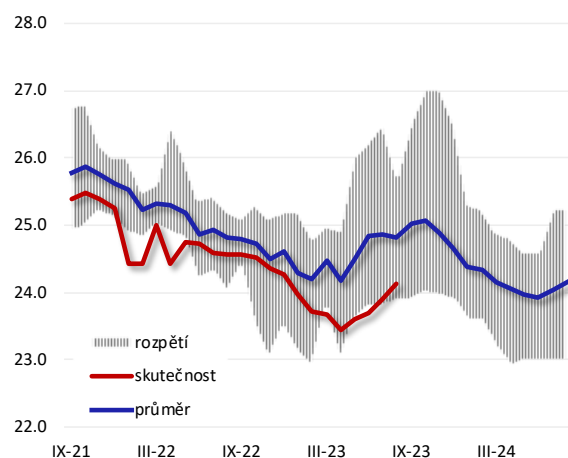
Od minulého šetření do poloviny srpna kurz koruny zřetelně oslabil, když se z 23,78 CZK za EUR posunul nad hladinu 24 CZK za EUR a v době uzávěrky tohoto šetření stabilizoval poblíž úrovně 24,14 CZK za EUR. To se přirozeně opět promítlo do prognóz. Analytici v průměru předpokládají, že koruna bude v průběhu následujícího roku oscilovat kolem stagnujícího trendu, jelikož v měsíčním i ročním horizontu očekávají její hodnotu na 24,16 CZK za EUR, tedy přibližně na úrovni, kde se koruna nacházela v době uzávěrky šetření.

ČNB podle analytiků často zmiňovala silnou korunu jako důležitý faktor přispívající k oslabení inflace. Ačkoliv delší dobu nebyla na devizovém trhu aktivní, korunu podporovala slovně, což bylo mnohdy vnímáno jako verbální intervence. Proto mohlo být pro část trhu překvapivé, když na svém srpnovém zasedání oznámila formální ukončení režimu devizových intervencí. Kurz koruny v reakci na to oslabil na 24,20 CZK za EUR, odkud později mírně korigoval. Někteří respondenti se domnívají, že ČNB držela korunu uměle na silnějších úrovních, a ta by se nyní mohla blížit více k fundamentální ekonomické rovnováze. Pokud se zásadně nezmění sentiment na trzích, k výraznějším pohybům kurzu koruny by podle analytiků v blízké budoucnosti docházet nemuselo.

Letní prognóza ČNB počítá s kurzem koruny v 3Q/24 na úrovni 24,7 CZK za EUR.

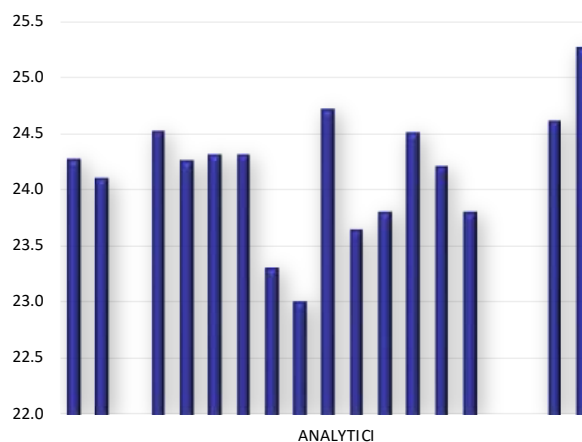
KURZ EUR/CZK

ROČNÍ PRŮMĚRNÁ PROGNÓZA A ROZPĚTÍ INDIVIDUÁLNÍCH ODHADŮ



INDIVIDUÁLNÍ ROČNÍ PROGNÓZY

EUR/CZK



VI. NOMINÁLNÍ MZDY

PROGNÓZY RŮSTU NOMINÁLNÍCH MEZD

(%)

Srpen 2023	běžný rok	+1Y
minimum	8.3	5.8
průměr	8.8	6.8
maximum	10.0	8.0

PROGNÓZY RŮSTU NOMINÁLNÍCH MEZD

(%)

Horizont predikce Predikce za měsíc	běžný rok	běžný +1Y
srpen 2022	6.9	7.5
listopad 2022	6.6	7.6
leden 2023	8.1	5.5
únor 2023	7.9	5.9
duben 2023	8.2	6.0
červen 2023	8.7	6.5
červenec 2023	8.5	6.4
srpen 2023	8.8	6.8

Míra registrované nezaměstnanosti v ČR mírně vzrostla a ke konci července dosáhla 3,5 %. Počet uchazečů se meziměsíčně zvýšil o více než 9 tis. a meziročně o více než 18 tis. Přesto množství zájemců o zaměstnání je menší než počet volných pracovních míst a podle analytiků se trh práce nadále potýká s významným nedostatkem pracovních sil. Spolu s oživením ekonomiky by se měl obnovit vzestup zaměstnanosti, proto se v blízkém časovém období ani výraznější nárůst nezaměstnanosti podle analytiků nedá příliš očekávat.

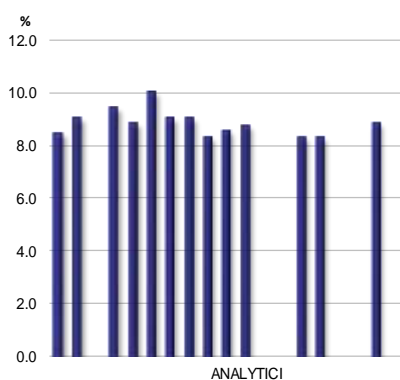
S ohledem na přetrvávající silné napětí na pracovním trhu a dosavadní strmý pokles reálných výdělků spatřují analytici prostor pro pokračující svižný růst nominálních mezd. Pro letošní rok tak v průměru předpokládají 8,8% tempo, což je o 0,3 procentního bodu více než v minulém šetření. Příští rok by měla mzdová dynamika zpomalit, ovšem o něco méně, než bylo očekáváno v červenci. V roce 2024 by se měly nominální mzdy v průměru navýšit o 6,8 %, tedy o 0,4 procentního bodu více než vyplynulo z minulého průzkumu.

S odezníváním inflace a relativně rychlým růstem nominálních mezd se nevyhnutelně k růstu vrátí i reálné mzdy. Minimálně jeden z respondentů se domnívá, že reálné mzdy se mezičtvrtletně zvýšily již ve druhém čtvrtletí letošního roku. Tento trend by mohl pokračovat i v následujících čtvrtletích. Růst mezd by podle některých názorů neměl být pro firmy problém. Ty totiž dokázaly zvýšené náklady přenášet na konečné spotřebitele, a dokonce navyšovat i své ziskové marže. Inflace tak značně dopadala na zaměstnance. Výše uvedené argumenty se pravděpodobně budou promítat do dalších mzdových vyjednávání, která se navíc odehrají právě na pozadí relativně nízké míry nezaměstnanosti a nedostatku pracovní síly na trhu práce.

Podle letní prognózy ČNB mají nominální mzdy v roce 2023 vzrůst o 8,7 % a v roce 2024 o 7,8 %.

INDIVIDUÁLNÍ PROGNÓZY

PRŮMĚR PŘÍŠTÍHO ROKU



RŮST MEZD KE KONCI BĚŽNÉHO ROKU

PRŮMĚR A ROZPĚTÍ PROGNÓZ V %

