

Inflační očekávání finančního trhu

9/2023



Obsah

| | |
|---|----------|
| I. SHRNU TÍ | 3 |
| II. INFLACE | 4 |
| III. HRUBÝ DOMÁ CÍ PRODUKT | 5 |
| IV. ÚROKOVÉ SAZBY – 2T REPO, PRIBOR, IRS | 6 |
| V. MĚNOVÝ KURZ | 8 |
| VI. NOMINÁLNÍ MZDY | 9 |

I. SHRnutí

Záříjového šetření Inflačních očekávání FT se zúčastnilo šestnáct domácích a dva zahraniční respondenti. Z výsledků vyplývá, že názor na vývoj inflace a HDP v letošním roce se nezměnil. Vyhledky ekonomického růstu v roce 2024 jsou nepatrně méně optimistické než před měsícem. Všichni dotázaní respondenti počítali s tím, že základní úrokové sazby ČNB se v září nezmění, nicméně během následujících měsíců by 2T repo sazba měla poklesnout o 2 procentní body. Názor na budoucí vývoj kurzu koruny odráží její oslabení v posledních týdnech. Analytici se zároveň domnívají, že z aktuálních úrovní bude koruna v ročním horizontu spíše mírně posilovat. Prognóza růstu nominálních mezd byla korigována dolů, a to jak na letošní, tak i na příští rok.

| DOMÁCÍ ANALYTICI | I. | II. | III. | IV. | V. | VI. | VII. | VIII. | IX. | X. | XI. | XII. |
|---|-----------|------------|-------------|------------|-----------|------------|-------------|--------------|------------|-----------|------------|-------------|
| Jiří Polanský, Česká spořitelna | + | + | | + | + | + | + | + | + | | | |
| David Marek, Deloitte Czech Republic | + | + | + | + | + | + | + | + | + | | | |
| Jan Vejrnělek, Komerční banka | + | + | + | + | + | + | + | + | + | | | |
| Patrik Rožumberský, Unicredit Global Research | + | + | + | + | + | + | + | + | + | | | |
| Helena Horská, Vratislav Zámeš, 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 | | + | + | + | + | + | + | | + | | | |
| ZAHRAŇIČNÍ 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 26. 9. 2023

II. INFLACE

PROGNÓZA MEZIROČNÍHO RŮSTU CPI

(%)

| Září 2023 | CPI | |
|--------------|-----|-----|
| | 1Y | 3Y |
| minimum | 1.6 | 2.0 |
| průměr | 2.7 | 2.4 |
| maximum | 3.5 | 3.5 |

ROČNÍ A TŘÍLETÁ PROGNÓZA RŮSTU CPI

(%)

| Predikce v měsíci | ANALYTICI | | ČNB v % |
|----------------------|-----------|-----|------------|
| | 1Y | 3Y | 1Y |
| září 2022 | 6.7 | 2.8 | 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 |
| srpen 2023 | 2.7 | 2.4 | |
| září 2023 | 2.7 | 2.4 | 3Q: 1.9 |

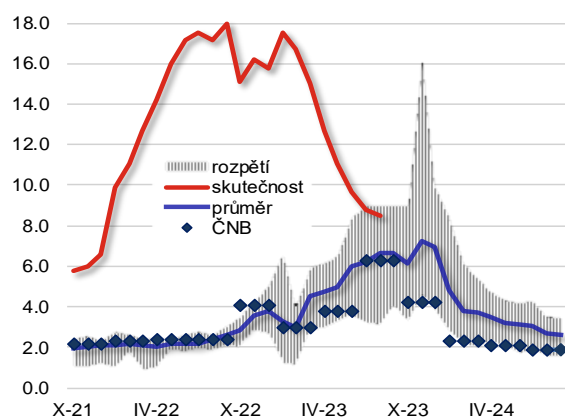
Meziroční index spotřebitelských cen v srpnu snížil tempo svého růstu na 8,5 %, což je o 0,3 procentního bodu méně než v červenci. Podle ČSÚ zpomalení cenového růstu nastalo ve většině oddílů spotřebního koše, zmírňováno však bylo vývojem cen pohonných hmot v oddíle doprava. A zdražení pohonných hmot mělo největší vliv i na meziměsíční růst, který dosáhl 0,2 %. Zveřejněné údaje analytiky pravděpodobně nepřekvapily, jelikož jejich prognózy v našem šetření nedoznaly žádné změny. V ročním horizontu je tak nadále očekáváno, že inflace vykáže hodnotu 2,7 %. V tříletém časovém horizontu by potom mohla dále zpomalit ke 2,4 %. Rozpětí individuálních odhadů se u ročních prognóz zúžilo díky poklesu maximální hodnoty, zatímco u tříletých prognóz k jeho zúžení přispěl jak pokles maximální, tak i nárůst minimální hodnoty.

Zpomalování inflace by mělo podle analytiků dále pokračovat díky přetrvávajícímu efektu vysoké srovnávací základny, slabší spotřebě domácností a poklesu cen zemědělských výrobců. Projevovat by se mohla i levnější elektrická energie s tím, jak prodejci signalizují úpravy svých ceníků směrem dolů. V září by se tak inflace podle některých odhadů mohla dostat pod 8% úroveň. V posledním čtvrtletí letošního roku bude proces zpomalování inflace přechodně přerušen v důsledku loňského zavedení úsporného tarifu, který byl statisticky započítán jako snížení cen elektrické energie. Zásadní však bude začátek příštího roku, to by inflace (po odeznění statistického vlivu úsporného tarifu a vysoké základny po prudkém zdražení z úvodu letošního roku) měla skokově poklesnout a vrátit se do tolerančního pásma okolo 2% cíle ČNB. Předpokládá se, že ke zpomalování inflace v průběhu příštího roku přispěje fiskální konsolidace a uvolnění napjatého trhu práce. Výraznou oboustrannou nejistotu představují ceny energií.

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

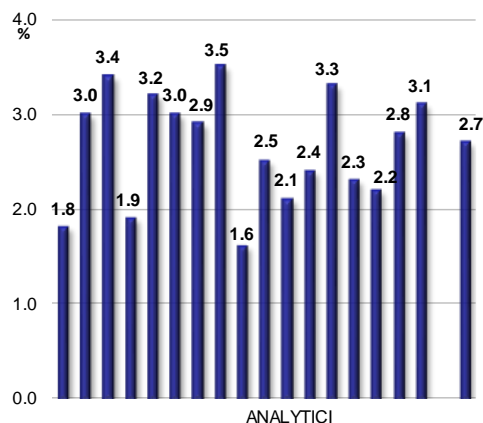
INDEX SPOTŘEBITELSKÝCH CEN ZA 1 ROK

PRŮMĚR A ROZPĚTÍ PROGNÓZ



INDEX SPOTŘEBITELSKÝCH CEN ZA 1 ROK

PREDIKCE JEDNOTLIVÝCH ANALYTIKŮ V %



III. HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

PROGNOZA RŮSTU HDP

(%)

| Září 2023 | běžný rok | +1Y |
|-----------|-----------|-----|
| minimum | -0.2 | 0.8 |
| průměr | 0.1 | 2.2 |
| maximum | 0.3 | 3.0 |

PROGNOZA RŮSTU HDP

(%)

| Horizont predikce Predikce za měsíc | běžný rok | běžný+1Y |
|--|-----------|----------|
| září 2022 | 2.4 | 1.2 |
| 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 |
| srpen 2023 | 0.1 | 2.3 |
| září 2023 | 0.1 | 2.2 |

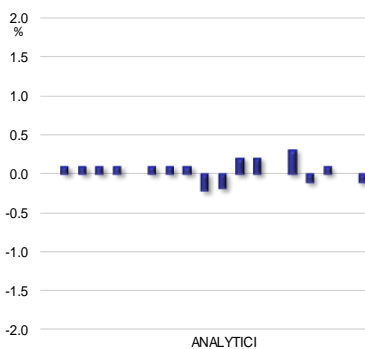
ČSÚ revidoval růst HDP ve 2Q letošního roku. Zatímco meziroční změna byla korigována z -0,6 % na -0,4 %, mezičtvrtletní hodnotu statistici potvrdili na 0,1 %. Na meziročním poklesu českého ekonomického výkonu se podílela nižší konečná spotřeba domácností a úbytek zásob, zatímco hlubšímu propadu bránila spotřeba vládních institucí, investice a zahraniční poptávka. Mezičtvrtletní růst byl tažen investicemi, zahraniční poptávkou, ale i spotřebou domácností, která vzrostla poprvé po šesti čtvrtletích. Zásoby se naproti tomu staly brzdícím prvkem. Pohled analytiků na budoucí výkon domácí ekonomiky se příliš nezměnil, v letošním roce je podobně jako v minulém šetření očekáván mírný nárůst, a to o 0,1 %. Příští rok by pak měl růst české ekonomiky akcelarovat na 2,2 %, což je o 0,1 procentního bodu méně než v srpnu. Rozpětí individuálních odhadů na letošní rok se vlivem poklesu maxima i nárůstu minima zúžilo. U výhledu na příští rok došlo jen k mírnému zúžení vlivem hlubšího poklesu maxima.

Přestože meziročně ekonomika poklesla a pro letošní rok se počítá skoro se stagnací, s kutečností, že spotřeba domácností mezičtvrtletně vzrostla, přináší podle některých analytiků mírný optimismus. Právě útraty domácností totiž budou důležitým faktorem návratu ekonomiky na předpandemickou úroveň. K tomu přispěje svižný růst nominálních mezd při zpomalující inflaci, což povede k růstu reálných mezd. Pozitivně je vnímána i obnovená investiční aktivita firem. U části respondentů však převažuje opatrnost, jelikož upozorňují, že s ohledem na nepovzbudivé aktuální údaje z globální ekonomiky může mít optimismus o aktuálním oživení pouze přechodný charakter. Riziko tak spočívá především v zahraničním vývoji a v signálech útlu pro ČR významného obchodního partnera – Německa. Robustnější hospodářský růst je proto spíše očekáván až v příštím roce, kdy by se měla zlepšovat kondice ekonomiky eurozóny a kdy spolu s poklesem inflace (resp. růstem reálných mezd) posílí i spotřeba českých domácností.

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

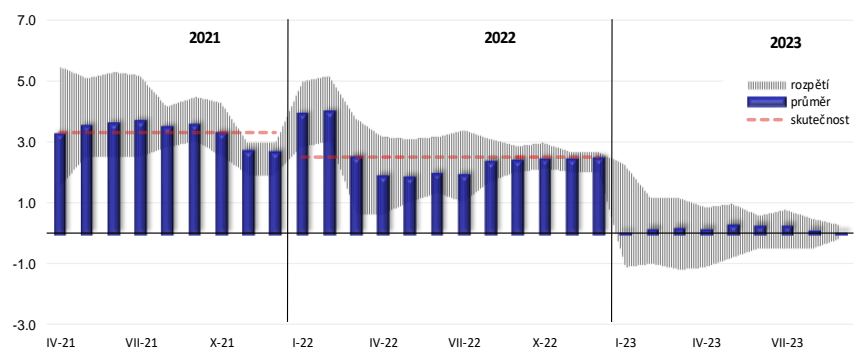
INDIVIDUÁLNÍ PROGNOZY

ODHAD NA LETOŠNÍ ROK



RŮST HDP KE KONCI ROKU

PRŮMĚR A ROZPĚTÍ PROGNOZ V %



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

PROGNOZY 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 |
| září 2022 | 7.00 | 6.04 | 7.42 | 5.98 | 5.12 | 4.51 | 4.55 | 4.14 |
| 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 |
| srpen 2023 | 7.00 | 5.11 | 6.96 | 4.88 | 4.34 | 3.84 | 4.11 | 3.66 |
| září 2023 | 7.00 | 4.90 | 6.89 | 4.70 | 4.42 | 3.74 | 4.17 | 3.61 |

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

(%)

| Září 2023 | 2T repo sazba | | 12M PRIBOR | | 5Y IRS | | 10Y IRS | |
|--------------|---------------|------|------------|------|--------|------|---------|------|
| | 1M | 1Y | 1M | 1Y | 1M | 1Y | 1M | 1Y |
| minimum | 7.00 | 4.00 | 6.50 | 3.80 | 4.20 | 3.20 | 4.00 | 2.94 |
| průměr | 7.00 | 4.90 | 6.89 | 4.70 | 4.42 | 3.74 | 4.17 | 3.61 |
| maximum | 7.00 | 6.00 | 7.20 | 5.80 | 5.23 | 4.50 | 4.40 | 4.30 |

AKTUÁLNÍ HODNOTY K TERMÍNU ODEVZDÁNÍ DOTAZNÍKŮ

(%)

| | 2T repo sazba | 12M PRIBOR | 5Y IRS | 10Y IRS |
|-------|------------------|---------------|-----------|------------|
| 15.9. | 7.00 | 6.84 | 4.27 | 4.13 |

Úplně všichni dotázaní respondenti v souladu s komunikací ČNB opět předpokládali, že zářijové měnověpolitické zasedání změnu základních úrokových sazeb nepřinese a dvouměsíční repo sazba zůstane nastavena na 7,00 %.

Analytici ve svých výhledech reflektují rétoriku členů BR a dobře vnímají jejich příklon k obezřetnosti. Všimají si výroků, že někteří členové BR si například nedokáží představit snižování sazeb v momentě, kdy je ECB naopak zvyšuje, nebo že varují před rizikem poptávkových tlaků spojených s napjatým trhem práce. Přestože podle názorů některých analytiků čistě ekonomická data implikují potřebu snižování sazeb již během třetího čtvrtletí, jelikož se očekávaná inflace pro příští rok nachází relativně blízko 2% cíle, ČNB bude s největší pravděpodobností chtít déle počkat a začít snižovat sazby později, aby měla jistotu, že inflace je pod kontrolou. Proto je odhadován první pokles základních úrokových sazeb ČNB v listopadu nebo až na začátku příštího roku.

PROGNOZA ANALYTIKŮ – NASTAVENÍ 2T REPO SAZBY ZA 1Y

(%)

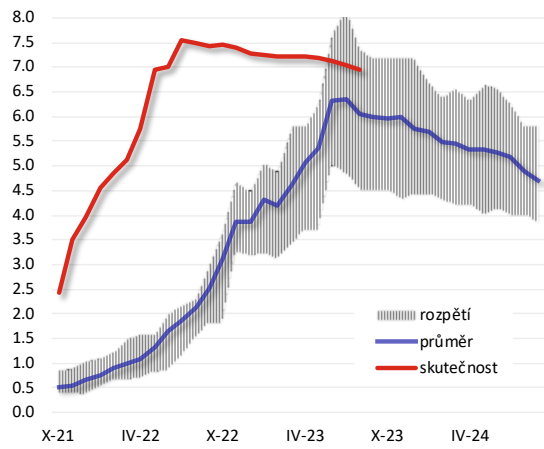
| úroveň 2T repo sazby za 1Y (%) | 4.00 | 4.25 | 4.50 | 4.75 | 5.00 | 5.25 | 5.50 | 5.75 | 6.00 | 6.25 |
|------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| počet analytiků - aktuální šetření | 3 | 0 | 5 | 1 | 3 | 2 | 1 | 0 | 3 | 0 |
| - minulé šetření | 0 | 1 | 5 | 0 | 3 | 2 | 2 | 0 | 1 | 2 |

Tržní úrokové sazby se od uzávěrky minulého šetření vyvíjely smíšeně a smíšené revize zaznamenaly také prognózy analytiků, ovšem mnohdy v opačném směru než pohyby odpovídajících sazeb na trhu. 12M referenční mezibankovní úroková sazba PRIBOR od minulého šetření vzrostla, ale průměrné měsíční i roční odhady se posunuly dolů. V případě IRS došlo na trhu k poklesu, ovšem měsíční prognózy zaznamenaly růst, zatímco roční prognózy poklesly. Analytici v průměru počítají, že příští rok v září se bude 12M PRIBOR pohybovat okolo 4,70 %, což je více než 2 procentní body pod současnou hodnotou. Navzdory takovému svižnému předpokládanému poklesu krátkých úrokových sazeb by se i za rok měly IRS sazby stále nacházet na nižších úrovních, a to na 3,74 % v případě 5Y IRS a na 3,61 % u 10Y IRS. Proces normalizace výnosové křivky by podle těchto odhadů měl tedy i z dnešního pohledu trvat déle než rok.

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

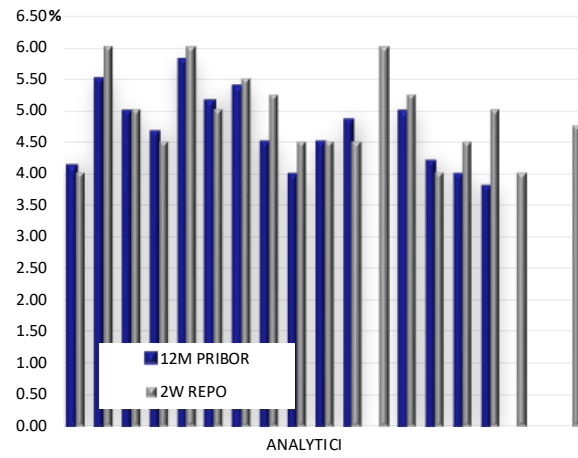
12M PRIBOR ZA 1 ROK

SKUTEČNOST, PRŮMĚR A ROZPĚTÍ PROGNÓZ



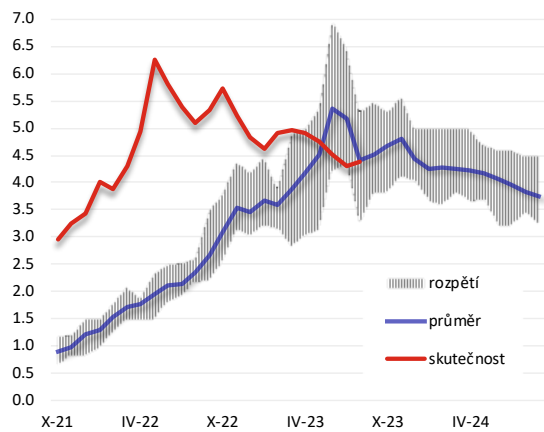
2W REPO A 12M PRIBOR ZA 1 ROK

PREDIKCE JEDNOTLIVÝCH ANALYTIKŮ



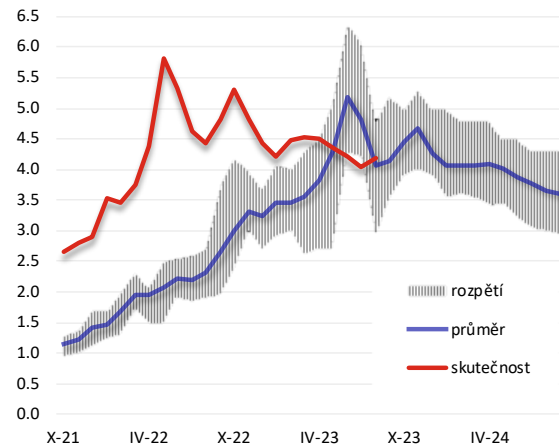
5R IRS ZA 1 ROK

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 |
| září 2022 | 24.64 | 25.03 |
| 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 |
| srpen 2023 | 24.16 | 24.16 |
| září 2023 | 24.45 | 24.28 |

PROGNÓZA/PREDIKCE KURZU KORUNY

| Září 2023 | kurz EUR/CZK | |
|--------------|--------------|-------|
| | 1M | 1Y |
| minimum | 24.10 | 23.00 |
| průměr | 24.45 | 24.28 |
| maximum | 24.90 | 25.50 |

KURZ KORUNY K TERMÍNU ODEVZDÁNÍ DOTAZNÍKŮ

| | |
|-------|-------|
| 15.9. | 24.51 |
|-------|-------|

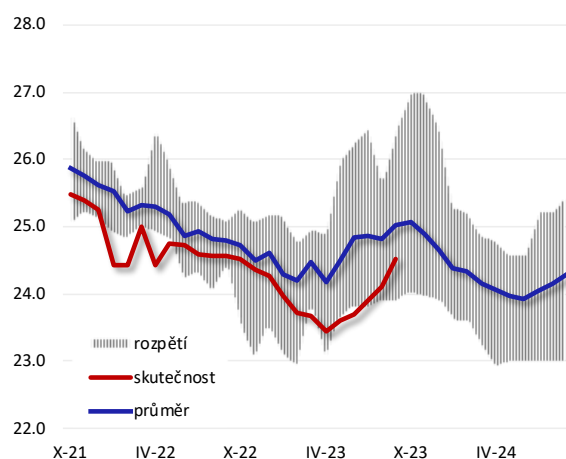
Kurz koruny od poloviny srpna do poloviny září oslabil a posunul se z 24,14 CZK za EUR ke 24,51 CZK za EUR. Tento vývoj byl značně ovlivněn nečekaně razantním uvolněním měnové politiky v Polsku a souvisejícím oslabením zlatého. K depreciaci koruny přispěly obavy a spekulace, že i ČNB by mohla přistoupit k rychlejšímu než očekávanému uvolňování své měnové politiky. Ke korekci přispěl slova guvernéra A. Michla, který v televizním rozhovoru brzké snížení úrokových sazeb po vzoru Polska odmítl.

S ohledem na poslední vývoj kurzu koruny i analytici korigovali své výhledy. Větší změnu zaznamenala měsíční prognóza. V polovině října by se tak koruna podle průměrného odhadu měla nacházet poblíž 24,45 CZK za EUR. Analytici se pravděpodobně domnívají, že nedávné oslabení je příliš velké a jen přechodné, jelikož v ročním horizontu již nepředpokládají oslabení, ale naopak mírné posílení české národní měny. V září 2024 pak očekávají korunu na hladině 24,28 CZK za EUR.

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

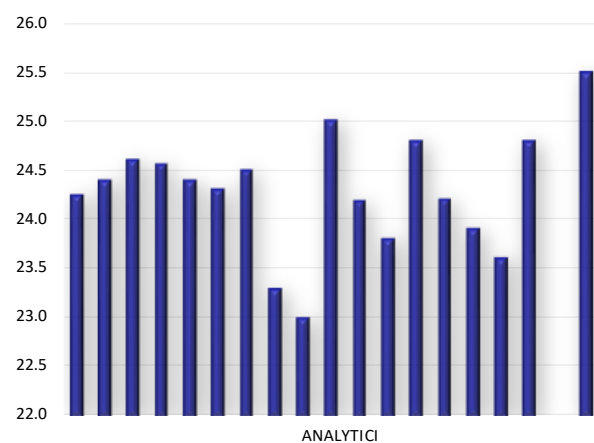
KURZ EUR/CZK

ROČNÍ PRŮMĚRNÁ PROGNÓZA A ROZPĚTÍ INDIVIDUÁLNÍCH ODHADŮ



INDIVIDUÁLNÍ ROČNÍ PROGNÓZY

EUR/CZK



VI. NOMINÁLNÍ MZDY

PROGNÓZY RŮSTU NOMINÁLNÍCH MEZD

(%)

| Září 2023 | běžný rok | +1Y |
|-----------|-----------|-----|
| minimum | 7.7 | 5.1 |
| průměr | 8.4 | 6.7 |
| maximum | 9.4 | 8.0 |

PROGNÓZY RŮSTU NOMINÁLNÍCH MEZD

(%)

| Horizont predikce Predikce za měsíc | běžný rok | běžný +1Y |
|--|-----------|-----------|
| září 2022 | 6.8 | 7.7 |
| 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 |
| srpen 2023 | 8.8 | 6.8 |
| září 2023 | 8.4 | 6.7 |

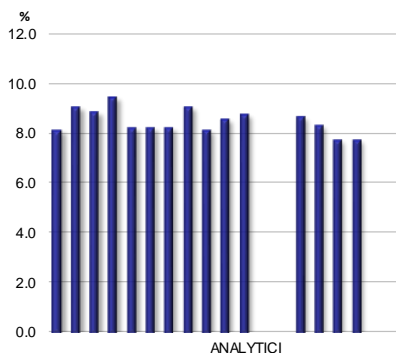
Míra registrované nezaměstnanosti v ČR vzrostla o 0,1 procentního bodu a ke konci srpna dosáhla 3,6 %. To je o 0,2 procentního bodu více než ve stejném období loňského roku. Počet volných pracovních míst však stále převažuje počet uchazečů a nadále platí, že v mezinárodním srovnání patří nezaměstnanost v ČR mezi nejnižší v rámci EU. Trh práce tak nadále zůstává relativně napjatý. Průměrná hrubá nominální měsíční mzda ve 2Q letošního roku meziročně vzrostla o 7,7 % na 43 193 Kč. Po zohlednění inflace se však opět reálně snížila o 3,1 %.

V porovnání se mzdovým růstem v 1Q (o 8,7 %), jde o překvapivě nízkou dynamiku. Zároveň se nenaplnily obavy z dvojciferného tempa. Vzhledem ke slabším datům a vysokým sazbám ČNB se podle některých názorů zvyšuje pravděpodobnost dalšího pozvolného vzestupu míry nezaměstnanosti. V souvislosti s tím se objevují i komentáře, že mírné zvýšení nezaměstnanosti může být vnímáno spíše jako návrat přehřátého a proinflačně působícího trhu práce k rovnováze. V návaznosti na slabší mzdový růst v 2Q a s očekávaným pozvolným vzestupem míry nezaměstnanosti nabývá na velikosti riziko pomalejšího mzdového růstu ve zbytku letošního roku. Analytici pravděpodobně proto v průměru snížili své odhady růstu nominálních mezd v letošním i příštím roce. V roce 2023 by se tak měly mzdy v průměru navýšit o 8,4 %, což je o 0,4 procentního bodu méně, než bylo odhadováno v srpnu. Výhled na příští rok nyní vychází na 6,7 %, tedy o 0,1 procentního bodu méně než před měsícem. Zároveň podle některých názorů hrozí, že ani relativně rychlý růst nominálních mezd pohybující se okolo 8 % nemusí letos stačit na pokrytí inflace. Reálné mzdy by tak mohly v průměru za celý rok 2023 ještě poklesnout.

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 %

