

# Inflační očekávání finančního trhu

---

## 11/2023



# Obsah

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

## I. SHRUTÍ

V listopadu zaslalo svůj příspěvek do pravidelného průzkumu Inflačních očekávání FT šestnáct domácích a dva zahraniční analytici. Z výsledků šetření vyplývá, že jejich inflační očekávání se v ročním ani tříletém časovém horizontu nezměnila. Naproti tomu názor na výkon domácí ekonomiky je o poznání méně optimistický. Zároveň se počet respondentů, kteří očekávají pokles základních úrokových sazeb na příštím měnovém zasedání, o dva zvýšil. Trajektorie předpokládaného vývoje kurzu koruny se mírně posunula na slabší úroveň a očekávané tempo růstu nominálních mezd bylo pro letošní i příští rok korigováno směrem dolů.

<b>DOMÁCÍ ANALYTICI</b>	<b>I.</b>	<b>II.</b>	<b>III.</b>	<b>IV.</b>	<b>V.</b>	<b>VI.</b>	<b>VII.</b>	<b>VIII.</b>	<b>IX.</b>	<b>X.</b>	<b>XI.</b>	<b>XII.</b>
Jiří Polanský, Česká spořitelna	+	+		+	+	+	+	+	+	+	+	+
David Marek, Deloitte Czech Republic	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Jan Vejmělek, 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		+	+	+	+	+	+		+		+	+
<b>ZAHRANIČNÍ ANALYTICI</b>												
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 23. 11. 2023

## II. INFLACE

PROGNÓZA MEZIROČNÍHO RŮSTU CPI  
(%)

Listopad 2023	CPI	
	1Y	3Y
minimum	1.9	1.9
průměr	2.8	2.3
maximum	4.2	3.5

ROČNÍ A TŘÍLETÁ PROGNÓZA RŮSTU CPI  
(%)

Predikce v měsíci	ANALYTICI		ČNB v %
	1Y	3Y	1Y
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
září 2023	2.7	2.4	3Q: 1.9
říjen 2023	2.8	2.3	
listopad 2023	2.8	2.3	4Q: 2.8

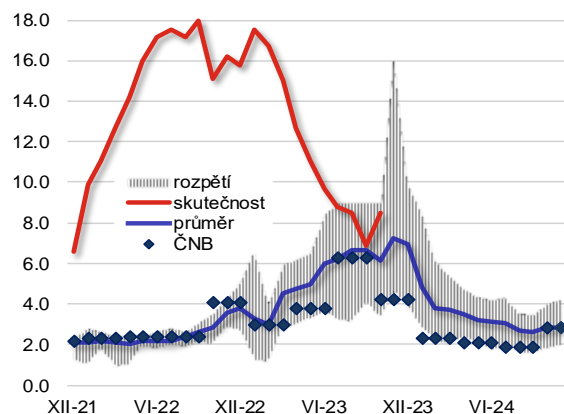
V říjnu inflace zvýšila tempo svého meziročního růstu, a to na 8,5 %. Jde však o čistě technickou záležitost, která byla zapříčiněna především loňským promítnutím úsporného tarifu do cen elektřiny. ČSÚ uvádí, že pokud by očistil inflaci o dopad úsporného tarifu, vykazala by pouze 5,8 %. V meziměsíčním vyjádření došlo k nárůstu spotřebitelských cen o 0,1 %, přičemž ceny zboží v souhrnu stagnovaly a ceny služeb vzrostly o 0,2 %. Vzhledem k tomu, že technické zrychlení inflace bylo analytiky očekáváno, celkové vyznění říjnové inflace nebylo velkým překvapením. Jejich průměrné prognózy v našem šetření se nezměnily. V ročním horizontu zůstávají na 2,8 % a v tříletém potom na 2,3 %. Vzhledem k mírnému nárůstu minimální a maximální hodnoty ve stejném rozsahu se rozpětí individuálních ročních prognóz nezměnilo. V tříletém časovém horizontu došlo k jeho mírnému rozšíření vlivem poklesu minima.

Analytici si jsou přirozeně vědomi, že zrychlení inflace nesouvisí s cyklickým vývojem ekonomiky. Pouze z mírného meziměsíčního růstu naopak usuzují, že v ekonomice nadále působí protiinflační tlaky. Podle některých odhadů by mělo i meziroční tempo cenového růstu do konce roku pozvolna klesat, když domácí poptávka a ekonomický vývoj zůstávají utlumeny. Na začátku příštího roku, poté co odezní dopad úsporného tarifu, by měla inflace prudce klesnout. Objevují se odhady, že zhruba k 3 %. V průběhu příštího roku by se pak tempo růstu cenové hladiny mohlo pohybovat pod touto úrovní. Ve směru zpomalení inflace bude působit zvýšení míry nezaměstnanosti, jen pozvolné oživení domácí poptávky, očekávaná fiskální konsolidace nebo vyšší sazby ČNB. Jednou z významných nejistot je však plánovaný růst regulovaných cen elektřiny v příštím roce, případně jeho druhotné efekty prosakující prostřednictvím cen zboží a služeb.

Podzimní prognóza ČNB předpokládá, že ve 4Q/24 spotřebitelské ceny meziročně vzrostou o 2,8 %.

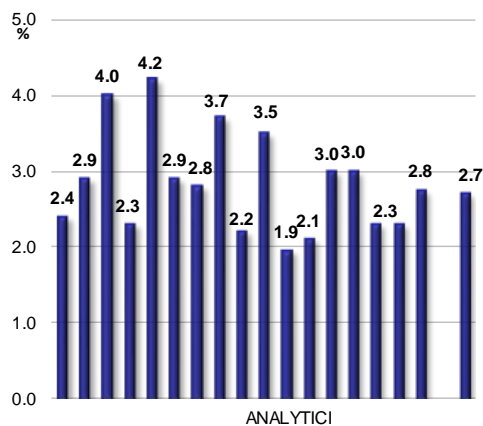
## INDEX SPOTŘEBITELSKÝCH CEN ZA 1 ROK

PRŮMĚR A ROZPĚTÍ PROGNÓZ



## INDEX SPOTŘEBITELSKÝCH CEN ZA 1 ROK

PREDIKCE JEDNOTLIVÝCH ANALYTIKŮ V %



### III. HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

#### PROGNÓZA RŮSTU HDP

(%)

Listopad 2023	běžný rok	+1Y
minimum	-0.5	0.8
průměr	-0.3	1.8
maximum	0.0	2.5

#### PROGNÓZA RŮSTU HDP

(%)

Horizont predikce Predikce za měsíc	běžný rok	běžný+1Y
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
září 2023	0.1	2.3
říjen 2023	0.0	2.1
listopad 2023	-0.3	1.8

Od minulého šetření ČSÚ zveřejnil předběžný odhad vývoje HDP ve 3Q letošního roku, který zaostal za odhady. Podle publikovaných údajů česká ekonomika mezikvartálně poklesla o 0,3 % a meziročně dokonce o 0,6 %. Mezičtvletní pokles byl ovlivněn především zahraniční poptávkou, zatímco domácí poptávka stagnovala. Meziroční hodnota byla zatížena nižšími výdaji na konečnou spotřebu domácností a nižší tvorbou hrubého kapitálu.

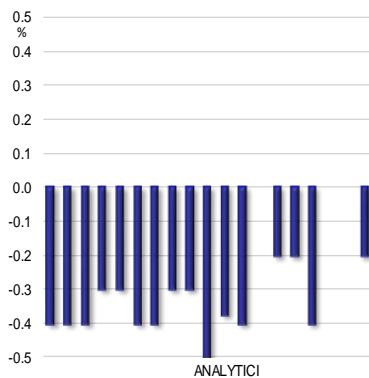
Zveřejněná čísla podle analytiků potvrzují, že útlum české ekonomiky pokračuje a je navíc výraznější, než se čekalo. Jelikož ještě nebyly publikovány jednotlivé složky, nezbyvá než zatím hledat hlavní příčinu slabého výkonu domácího hospodářství v ochlazení německé ekonomiky, která může být ovlivněna slabou čínskou poptávkou a obecně špatným sentimentem německých firem a domácností. Analytici v souvislosti s tím korigovali své prognózy v průměru o 0,3 procentního bodu dolů. A to jak pro letošní, tak i pro příští rok. Letos už se výraznější oživení neočekává z důvodu nízké spotřeby domácností a navíc i ochlazení v eurozóně. Za celý rok 2023 se proto počítá s poklesem HDP o 0,3 %. V roce 2024 by pak díky opětovnému nastartování domácí spotřeby a zesílení zahraniční poptávky mělo dojít k hospodářskému oživení, ovšem pouze o 1,8 %. Slabé údaje z Německa však zvyšují riziko horšího než výše nastíněného scénáře.

Vlivem poklesu maxima i minima ve stejném rozsahu se rozpětí individuálních odhadů na letošní rok nezměnilo. U prognóz na příští rok došlo k jeho zúžení z titulu poklesu nejvyšší hodnoty.

*Podle podzimní prognózy ČNB HDP v roce 2023 poklesne o 0,4 % a v roce 2024 vzroste o 1,2 %.*

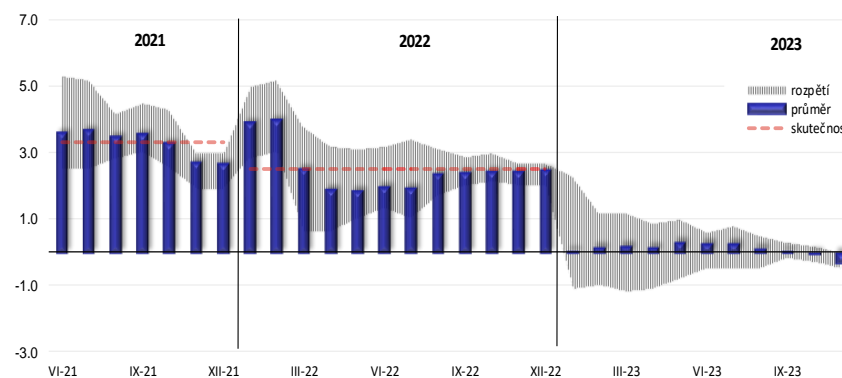
#### INDIVIDUÁLNÍ PROGNÓZY

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
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
září 2023	7.00	4.90	6.89	4.70	4.42	3.74	4.17	3.61
říjen 2023	6.94	4.78	6.64	4.58	4.38	3.67	4.30	3.58
listopad 2023	6.83	4.38	6.40	4.25	4.30	3.62	4.23	3.64

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

(%)

Listopad 2023	2T repo sazba		12M PRIBOR		5Y IRS		10Y IRS	
	1M	1Y	1M	1Y	1M	1Y	1M	1Y
minimum	6.75	3.25	5.50	3.50	4.00	3.10	4.00	2.86
průměr	6.83	4.38	6.40	4.25	4.30	3.62	4.23	3.64
maximum	7.00	5.00	7.35	5.00	4.74	4.30	4.60	4.50

## AKTUÁLNÍ HODNOTY K TERMÍNU ODEVZDÁNÍ DOTAZNÍKŮ

(%)

	2T repo sazba	12M PRIBOR	5Y IRS	10Y IRS
15.11.	7.00	6.48	4.24	4.21

Počet analytiků, kteří očekávají pokles základních úrokových sazeb na příštím zasedání BR ČNB o 25 bp na 6,75 %, se zvýšil na šest. To je o dva více než v říjnu. Argumentem k uvolnění měnové politiky jsou nepříznivé makroekonomické údaje, které byly v poslední době publikovány a které signalizují horší než očekávaný budoucí vývoj. Zřetelně převažující většina (tedy zbývajících 12 z celkového počtu 18 analytiků) se však domnívá, že ani prosincové zasedání ještě změnu v nastavení klíčových sazeb ČNB nepřinese a 2T repo sazba tak minimálně do února zůstane nastavena na 7,00 %. Tomu může narávat ještě větší vyznění zápisu posledního zasedání BR ČNB, kde byla diskutována především proinflační rizika. Navíc většina BR se neobává negativního vlivu vyšších sazeb na reálnou ekonomiku. Vedle toho podle některých komentářů mohlo část potřebného uvolnění měnových podmínek obstarat oslabení kurzu koruny. Podle některých vyjádření by ale ještě rozhodování členů BR mohly ovlivnit další makroekonomické aspekty, například zveřejnění růstu mezd ve třetím kvartále letošního roku nebo výsledek mzdových vyjednávání, včetně školství či zdravotnictví.

## PROGNÓZA ANALYTIKŮ – NASTAVENÍ 2T REPO SAZBY ZA 1Y

(%)

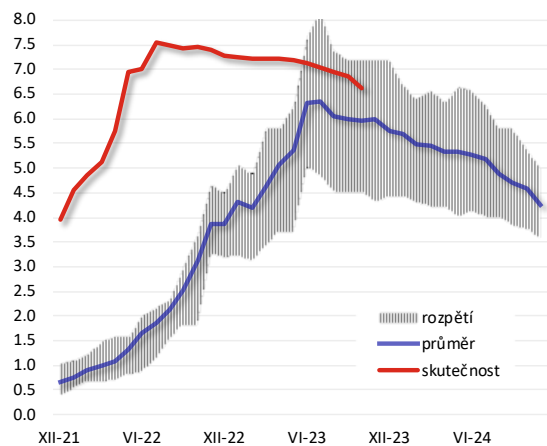
úroveň 2T repo sazby za 1Y (%)	3.25	3.50	3.75	4.00	4.25	4.50	4.75	5.00	5.25	5.50	5.75
počet analytiků - aktuální šetření	1	0	2	3	1	5	3	3	0	0	0
- minulý šetření	0	1	0	2	2	3	2	2	3	0	3

Tržní úrokové sazby se od uzávěrky minulého šetření snížily. Také jejich prognózy v rámci našeho šetření se převážně posunuly dolů, přičemž větší pohyby byly patrné u referenčních sazeb mezibankovního trhu (PRIBOR) než u úrokových derivátů (IRS). Pokles tržních sazeb by měl pokračovat, v souladu s předpokládaným snižováním základních sazeb, jelikož roční prognózy se nachází zřetelně pod svými měsíčními protějšky. V případě ročních prognóz IRS se tentokrát již výhled 10Y sazby nachází těsně nad 5Y a sklon teoretické budoucí IRS křivky se tak překlápí do mírně kladných hodnot.

Podzimní prognóza ČNB implikuje ve 4Q/24 nastavení 2T repo sazby na 3,4 %.

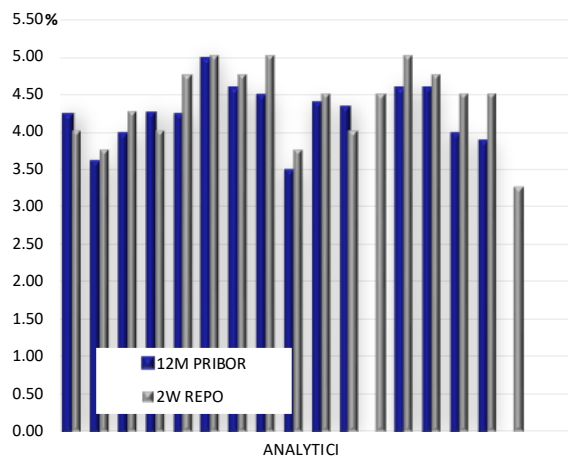
### 12M PRIBOR ZA 1 ROK

SKUTEČNOST, PRŮMĚR A ROZPĚTÍ PROGNÓZ



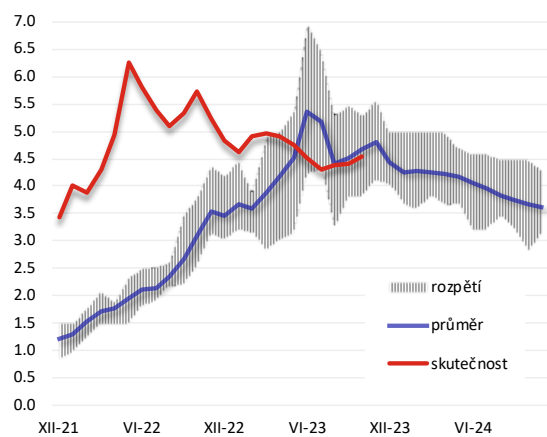
### 2W REPO A 12M PRIBOR ZA 1 ROK

PREDIKCE JEDNOTLIVÝCH ANALYTIKŮ



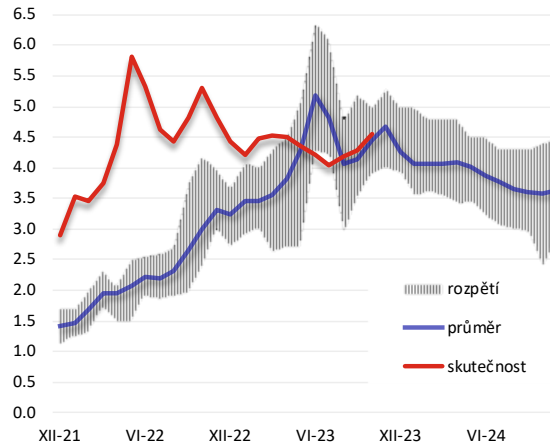
### 5R IRS ZA 1 ROK

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
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
září 2023	24.16	24.16
říjen 2023	24.57	24.41
listopad 2023	24.63	24.58

### PROGNÓZA/PREDIKCE KURZU KORUNY

Listopad 2023	kurz EUR/CZK	
	1M	1Y
minimum	24.30	23.25
průměr	24.63	24.58
maximum	24.90	26.25

### KURZ KORUNY K TERMÍNU ODEVZDÁNÍ DOTAZNÍKŮ

<b>15.11.</b>	24.51
---------------	-------

Kurz koruny na devizovém trhu od říjnového šetření mírně posílil, když se posunul z 24,67 CZK za EUR ke 24,51 CZK za EUR. K této apreciaci do značné míry přispělo listopadové rozhodnutí BR ČNB, na základě kterého zůstaly základní úrokové sazby v ČR zachovány na původní úrovni. Přestože koruna od minulého šetření posílila, průměrná prognóza analytiků v měsíčním i ročním časovém horizontu se posunula na slabší úroveň. V měsíčním horizontu je počítáno s úrovní 24,63 CZK za EUR a v ročním horizontu pak 24,58 CZK za EUR.

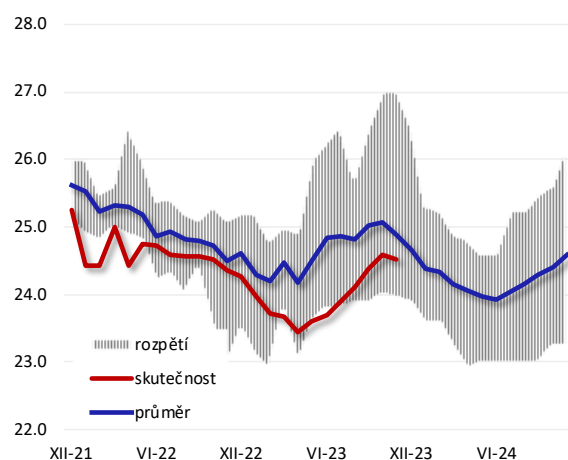
Z některých komentářů vyplývá, že faktory ve prospěch slabší koruny mohou převažovat až do poloviny příštího roku. Jako příklad je zmíněno zužování úrokového diferenciálu nebo přetrvávající nadhodnocení kurzu koruny. V příštím roce by však tyto depreciační tlaky mohly být převáženy očekávaným zpomalením domácí inflace a oživením domácí ekonomiky, případně oslabením kurzu amerického dolaru. Svou roli by mohlo sehrát i pozdější a pomalejší snižování repo sazby ČNB, než trh očekává.

Mezi rizika, která mohou mít dopad na vývoj kurzu koruny, je možné zařadit pomalejší oživení domácí ekonomiky doprovázené dřívějším, případně rychlejším snižováním základních úrokových sazeb ČNB. Riziko spočívá také v možné eskalaci geopolitické situace nebo ve vývoji kurzu amerického dolaru, který by v případě příznivého vývoje americké ekonomiky mohl držet své silné pozice po delší dobu. Od znovuobnoveného prodeje výnosů z devizových rezerv analytici výrazné dopady na kurz koruny neočekávají.

*Podzimní prognóza ČNB počítá s kurzem koruny ve 4Q/24 na úrovni 24,4 CZK za EUR.*

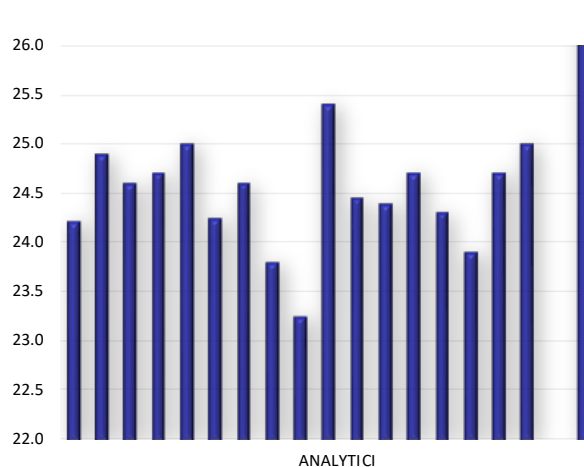
### KURZ EUR/CZK

ROČNÍ PRŮMĚRNÁ PROGNÓZA A ROZPĚTÍ INDIVIDUÁLNÍCH ODHADŮ



### INDIVIDUÁLNÍ ROČNÍ PROGNÓZY

EUR/CZK





## VI. NOMINÁLNÍ MZDY

## PROGNÓZY RŮSTU NOMINÁLNÍCH MEZD

(%)

Listopad 2023	běžný rok	+1Y
minimum	7.7	5.1
průměr	8.1	6.5
maximum	8.7	8.0

## PROGNÓZY RŮSTU NOMINÁLNÍCH MEZD

(%)

Horizont predikce Predikce za měsíc	běžný rok	běžný +1Y
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
září 2023	8.8	6.8
říjen 2023	8.2	6.6
listopad 2023	8.1	6.5

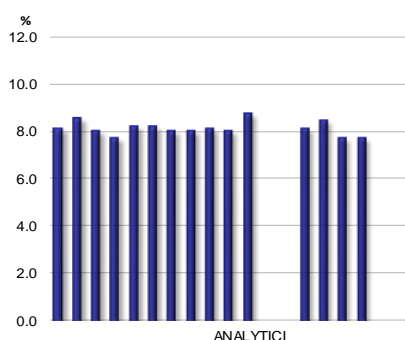
Podle Úřadu práce ČR podíl nezaměstnaných osob v říjnu meziměsíčně klesl o 0,1 procentního bodu na 3,5 %. To odpovídá hodnotě, na které se míra nezaměstnanosti pohybovala před rokem. Navzdory přetrvávající nízké míře nezaměstnanosti na českém trhu práce, tempo růstu nominálních mezd je podle analytiků (jak naznačují i údaje za 2Q letošního roku) relativně umírněné.

Analytici s ohledem na poslední vývoj dále mírně korigovali očekávanou dynamiku mzdového růst v letošním i příštím roce. V obou případech snížili předpokládané tempo o 0,1 procentního bodu. V roce 2023 by tak mzdy měly vzrůst v průměru o 8,1 % a v roce následujícím by mzdový růst měl zpomalit na 6,5 %. Vzhledem k výši inflace však růst reálných mezd zůstává mezeročně záporný, přestože v mezičtvrtletním vyjádření již k navyšování reálných mezd dochází. A stejný vývoj je odhadován i ve zbytku letošního roku. Celkově za rok 2023 tak reálné mzdy pravděpodobně ještě poklesnou, byť o poznání méně než loni.

Podle podzimní prognózy ČNB mají nominální mzdy v roce 2023 vzrůst o 7,5 % a v roce 2024 o 6,7 %.

## INDIVIDUÁLNÍ PROGNÓZY

PRŮMĚR PŘÍŠTÍHO ROKU



## RŮST MEZD KE KONCI BĚŽNÉHO ROKU

PRŮMĚR A ROZPĚTÍ PROGNÓZ V %

