

**Měření inflačních očekávání finančního trhu – výsledky 80. měření
(prosinec 2005)**

Do prosincového průzkumu inflačních očekávání finančního trhu zaslalo svoje predikce budoucího vývoje inflace a dalších indikátorů jedenáct domácích a dva zahraniční analytici. Oproti listopadovému šetření došlo k mírnému snížení prognózy inflace. Nižší než analyticky nedávno očekávané sekundární efekty relativně vyšších cen energií, nepovedou podle nich k tak výraznému zvyšování úrokových sazeb. Analyticky očekávaná nižší trajektorie úrokových sazeb spolu s očekávanou nižší apreciací koruny povede oproti listopadovému šetření k mírně uvolněnějším měnovým podmínkám a rychlejšímu růstu HDP v příštím roce.

1. Inflace

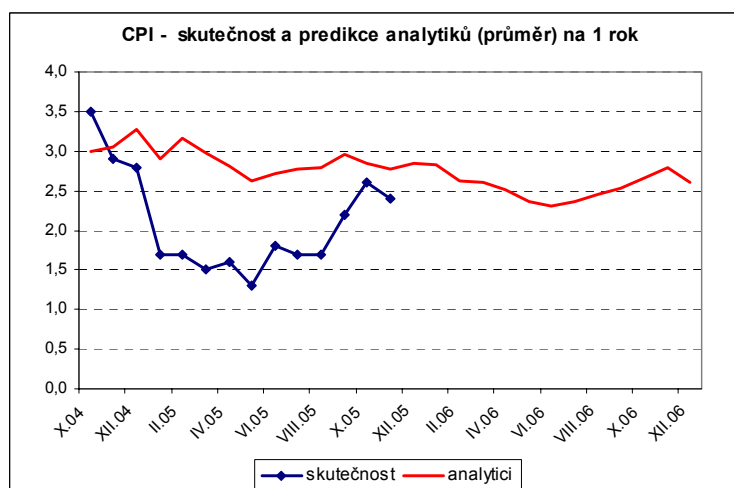
XII-05	mzr. CPI v%	
	1 rok	3 roky
min	2,0	2,0
průměr	2,6	2,5
max	3,0	3,2

Oproti listopadovému šetření došlo k nepatrnému snížení prognózy inflace. Oslovení analytici v horizontu 1R očekávají nárůst CPI o 2,6 % mzr. a v horizontu 3R nárůst o 2,5 % mzr. Dlouhodobá inflační očekávání jsou tedy podle nich dobře ukotvena. Za přehodnocení prognózy inflace směrem dolů stojí nižší než očekávaný růst CPI v listopadu, kde byl mj. patrný pokles cen pohonných hmot způsobený levnější ropou. Sekundární dopad relativně

vysokých cen energií by tedy nemusel být podle analytiků tak významný, jak původně očekávali. Pro další vývoj inflace bude rozhodující vývoj regulovaných cen (plyn, elektřina a pravděpodobně i nájemné a spotřební daň na tabákové výrobky), ale i cen ropy (v prosinci dochází opět k jejich růstu). Po odeznění nákladového šoku, který na začátku roku 2006 vytlačí inflaci nad 3 %, lze očekávat návrat inflace zpět pod inflační cíl.

Rozpětí odhadů se oproti listopadu mírně zúžilo, což by mohlo odrážet nižší riziko ohledně možného přelítí vysokých cen energií do inflačních očekávání. Omezením však může být nižší počet respondentů.

Horizont predikce Predikce za měsíc	mzr. CPI	
	1 R	3 R
prosinec 2004	2,8	2,8
březen 2005	2,6	2,6
červen 2005	2,3	2,5
červenec 2005	2,4	2,5
září 2005	2,5	2,5
říjen 2005	2,7	2,5
listopad 2005	2,8	2,6
prosinec 2005	2,6	2,5



2. Hrubý domácí produkt

Horizont predikce Predikce za měsíc	růst HDP ke konci roku	
	stávajícího %	příštího %
prosinec 2004	3,8	4,0
březen 2005	4,0	3,9
červen 2005	4,0	3,9
červenec 2005	4,2	4,0
září 2005	4,7	4,2
říjen 2005	4,7	4,3
listopad 2005	4,7	4,3
prosinec 2005	4,9	4,4

XII-05	růst HDP ke konci roku	
	tohoto roku	příštího roku
min	4,5	3,8
průměr	4,9	4,4
max	5,0	4,7

Analytici v prosinci revidovali své prognózy růstu HDP pro letošní i příští rok k vyšším hodnotám. Za přehodnocením odhadů stojí příznivé výsledky HDP za 3Q/05 a oproti listopadovému šetření očekávání mírně uvolněnějších měnových podmínek v roce 2006. Jde o očekávanou nižší trajektorii úrokových sazeb a očekávanou nižší apreciaci koruny. Pozitivně jsou vnímány i další známky oživení v Evropě.

Struktura očekávaného růstu zůstává zachována. I v roce 2006 budou hlavním tahounem růstu čisté exporty, jejich váha však bude pomalu slábnout a budou zčásti nahrazeny mírným oživením spotřebitelské poptávky vlivem klesající nezaměstnanosti a růstu reálných mezd.

Rozpětí odhadů pro rok 2006 se oproti listopadu výrazně zúžilo, což by mohlo odrážet menší nejistotu ohledně budoucího vývoje v Německu a větší důvěru v oživení domácí spotřebitelské poptávky.

3. Úrokové sazby

XII-05	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	2,00	2,00	2,20	1,90	3,10	2,80	3,50	3,30
průměr	2,00	2,40	2,47	2,75	3,21	3,47	3,62	3,89
max	2,00	2,75	2,60	3,00	3,30	3,70	3,90	4,20

Očekávaná trajektorie úrokových sazeb oproti listopadovému šetření mírně klesla (v průměru o 10 bp). Vlivem přehodnocení prognózy inflace k nižším hodnotám analytici očekávají menší razanci při zvyšování úrokových sazeb ČNB. Pravděpodobnost přehodnocení prognózy inflace spolu s revizí očekávané trajektorie úrokových sazeb několikrát zmínili i samotní představitelé ČNB. Za nižší trajektorii sazeb stojí i silnější kurz koruny, který zpřísňuje měnové podmínky a oddaluje očekávané zvýšení úrokových sazeb ČNB.

Podle analytiků by na prosincovém měnověpolitickém zasedání ČNB měly zůstat sazby stabilní, největší část analytiků očekává jejich zvýšení v 1Q/06, do konce roku 2006 by pak podle některých mohlo dojít k dalšímu zvýšení až na 2,5 %.

Rozpětí odhadů 12M PRIBORu v horizontu 1R se oproti listopadu mírně snížilo. Rizikem ve směru vyšších sazeb zůstává vyšší než prognózovaný vliv sekundárních dopadů vysokých cen energií, naopak ve směru nižších sazeb by mohla působit silnější koruna. Důležitým faktorem očekávané měnové politiky bude i vývoj sazeb v Eurozóně.

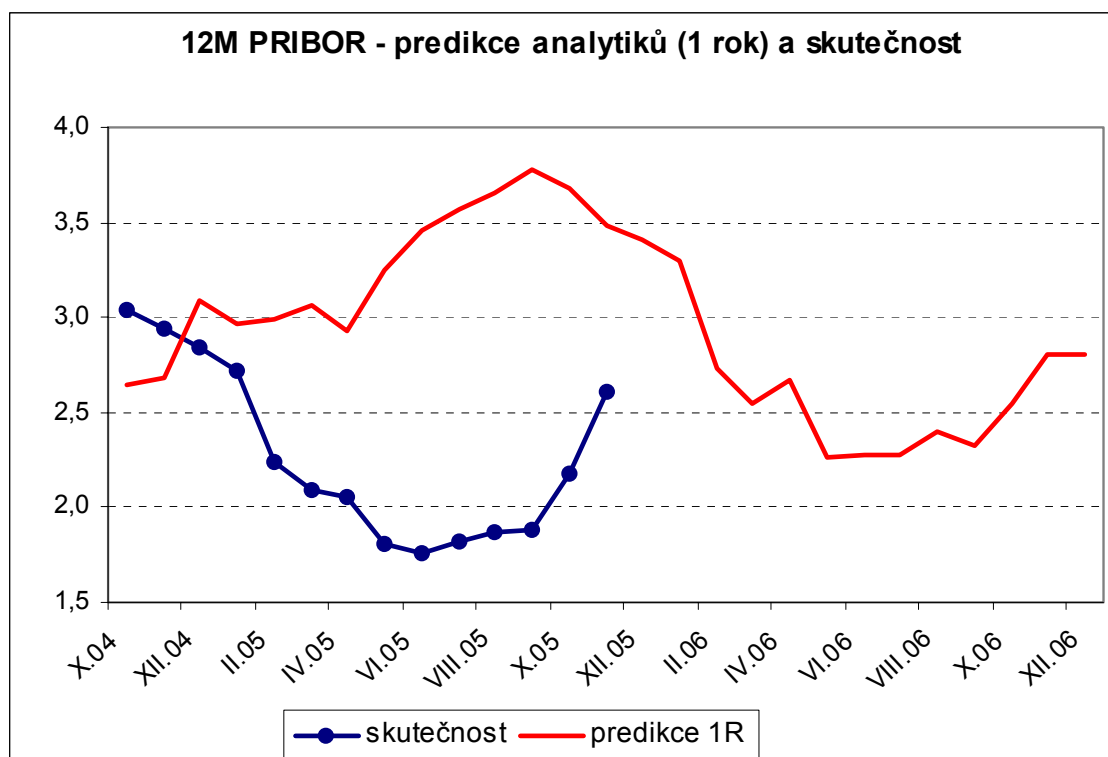
Očekávané dlouhodobé úrokové sazby oproti listopadovému šetření také mírně klesly. Zatímco oproti současné výši by v horizontu 1M mělo dojít k jejich poklesu, v horizontu 1R se očekává jejich růst. Důvodem je vývoj ve světě a nevyzpytatelná fiskální politika, kde není jasno, jaký bude deficit v letošním roce, kolik prostředků chce vláda v roce 2006 získat z emise eurobondů, ani zda využije schválený rámec na emisi 22 mld. Kč na úhradu garance vůči ČNB.

Horizont predikce Predikce za měsíc	2T repo sazba		12M PRIBOR		5R IRS		10YR IRS	
	1 M	1 R	1 M	1 R	1 M	1 R	1 M	1 R
	%		%		%		%	
prosinec 2004	2,49	3,04	2,91	3,41	3,68	4,27	4,15	4,76
březen 2005	2,02	2,26	1,99	2,55	2,90	3,58	3,49	4,08
červen 2005	1,75	1,93	1,75	2,27	2,59	3,22	3,28	3,85
červenec 2005	1,76	1,94	1,78	2,31	2,58	3,21	3,29	3,84
září 2005	1,75	2,06	1,86	2,32	2,71	3,15	3,31	3,69
říjen 2005	1,75	2,25	2,06	2,54	2,95	3,36	3,43	3,88
listopad 2005	2,04	2,46	2,55	2,80	3,32	3,57	3,77	4,00
prosinec 2005	2,00	2,40	2,47	2,75	3,21	3,47	3,62	3,89

**/ výnos 10Y benchmarku*

Aktuální hodnoty indikátorů k termínu pro odeslání dotazníků

	2T repo sazba	12M PRIBOR	5R IRS	10R IRS
9.12.	2,00%	2,53%	3,26%	3,65%



4. Devizový kurz

XII-05	kurz Kč/EUR	
	1 měsíc	1 rok
min	28,86	27,90
průměr	29,06	28,55
max	29,40	29,70

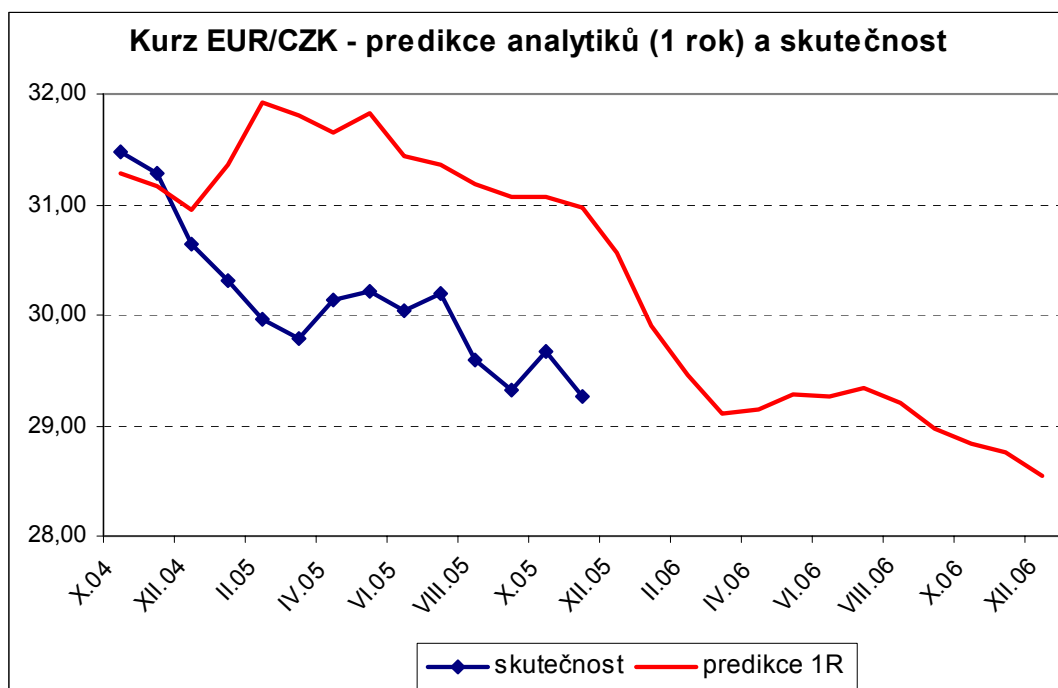
Fixing Kč/EUR k termínu pro odeslání dotazníků

9.12.	29,035
-------	--------

Horizont predikce	devizový kurz	
	1 měsíc	1 rok
Predikce za měsíc	Kč/EUR	
prosinec 2004	30,89	30,56
březen 2005	29,48	29,11
červen 2005	30,10	29,27
červenec 2005	30,09	29,34
září 2005	29,28	28,97
říjen 2005	29,43	28,83
listopad 2005	29,33	28,76
prosinec 2005	29,06	28,55

Oproti listopadu došlo k poklesu očekávané míry apreciacie koruny vůči euru. V horizontu 1R trh očekává apreciaci o 1,7 %, zatímco v listopadu o 2,1 %. Důvodem je listopadové posílení koruny v reakci na uklidňující se situaci na polských zlotých, vstupu slovenské koruny do ERM II a technickým faktorům. Očekávaná nižší apreciacie může být způsobena i zpomalováním trendu zlepšování obchodní bilance.

Nicméně pozitivní výhled na korunu přetrvává. Důvody jsou již notoricky známé: rychlejší růst HDP než v zemích eurozóny, konvergence české ekonomiky k zemím EU a pokračující příliv FDI (zde analytici nejčastěji uvádí očekávané oznámení o výstavbě automobilky Hyundai).



Rozpětí odhadů kurzu koruny zůstalo oproti listopadovému šetření stabilní, v obou horizontech došlo k posunu na silnější úroveň. Nejslabší kurz koruny odhadují již tradičně zahraniční analytici (jeden z nich 29,70 CZK/EUR). Možným důvodem je očekávaný posun úrokového

diferenciálu ve prospěch eurových sazeb. Naopak rychlejší apreciacie koruny by podle analytiků mohla být způsobena pozastavením zvyšování úrokových sazeb Fedem.

Za příspěvky do tohoto průzkumu inflačních očekávání finančního děkujeme:

Davidu Navrátilovi z České spořitelny

Davidu Markovi z Patria Finance

Janu Vejmělkovi z Komerční banky

Pavlu Sobiškovi z HVB Bank Czech Republic

Vladimíru Pikorovi z Volksbank

Heleně Horské z Raiffeisenbank

Janu Kubíčkoví z Newton Holding

Petru Dufkovi z ČSOB

Patrikovi Rožmberskému z Živnobanky

Radomíru Jáčovi z PPF Asset Management

Markétě Šichtčřové z Next Finance

Andersovi Faergemannovi z AIG International Limited

Gillian Edgeworthové z Deutsche Bank London

Dále bychom chtěli zvláště poděkovat analytickým týmům České spořitelny a Komerční banky za komentáře k prognózám.

V Praze dne 14.12.2005