

## Měření inflačních očekávání finančního trhu – výsledky 58. měření (únor 2004)

Únorový průzkum očekávaného vývoje vybraných indikátorů finančního trhu přinesl mírné změny předpovědí budoucího vývoje inflace, a také nastavení 2W repo sazby v horizontu 1 rok. Mírně se zvýšila i očekávaná hladina střednědobých sazeb. Nejvýraznější posun však zaznamenává předpověď budoucího vývoje kurzu koruny, když analytici postupně redukuje očekávané tempo apreciacie domácí měny.

Únorového průzkumu se zúčastnilo dvanáct domácích a dva zahraniční analytici.

### 1. Inflace

II-04	mzr. CPI v%	
	1 rok	3 roky
min	2,5	2,3
průměr	3,2	2,8
max	4,0	4,0

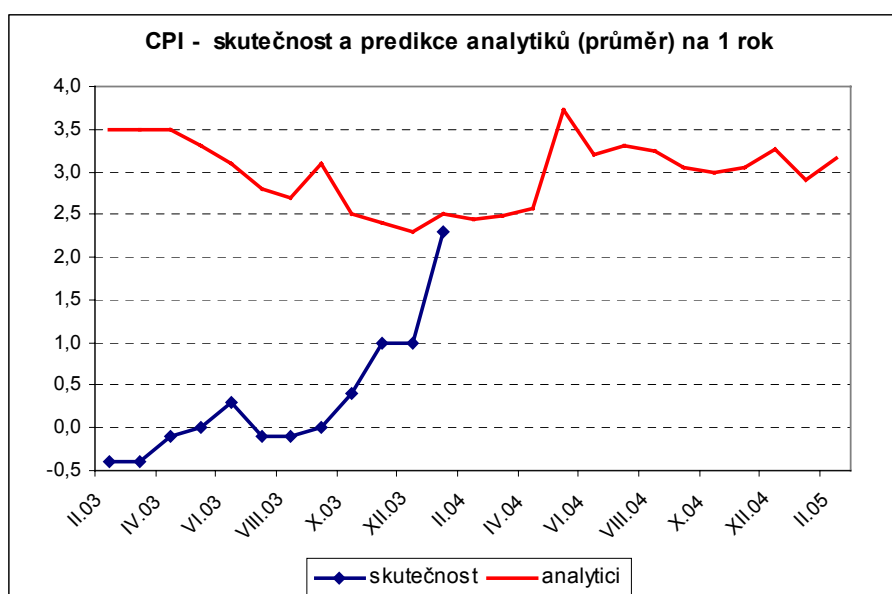
Průměr predikcí meziročního růstu CPI v horizontu 1R se oproti lednu mírně zvýšil a pro únor 2005 činí 3,2%. Rozpětí predikcí se oproti lednu mírně zúžilo, jednotlivé predikce se pohybují mezi 2,5% - 4,0%.

Lednový nárůst inflace byl rychlejší, než většina trhu předpokládala. Přitom analytici zmiňují, že dopady zvýšení spotřebních daní (konkrétně u alkoholu a cigaret) se kvůli předzásobením obchodníků projeví v cenové hladině nejspíš až v březnu. V průběhu dalších měsíců budou posouvat inflaci vzhůru vyšší ceny potravin a vyšší ceny výrobců. Rizikem může být snaha strany nabídky využít daňových úprav ke zvýšení cen. V květnu má přijít další vlna daňových úprav, ta však vzhledem k neukončené diskusi o konkrétních změnách DPH vnáší do prognóz budoucího vývoje inflace značnou nejistotu. Podobná je situace s uvolňováním regulace nájemného.

Růst inflace na spodní straně odhadů je typický pro zahraničí. Podle komentáře vychází tato prognóza z předpokladu, že nárůst inflace z titulu daňových úprav a cen energií nebude mít sekundární dopady a inflační vývoj zůstane klidný, neboť slabý růst eurozóny bude zřejmě tlumit i domácí poptávku. Riziky této prognózy může být členství v eurozóně a slabší koruna.

V roce 2005 analytici předpokládají zklidňování cenového vývoje, neboť ze statistických základů vymizí daňové úpravy. V delším období by měla posílit role kupní síly domácností a efektu vstupu do EU. V horizontu tří let zůstávají predikce budoucího inflace víceméně stabilní, průměrný odhad analytiků činí 2,8%.

Horizont predikce Predikce za měsíc	mzr. CPI	
	1 R	3 R
	%	
únor 2003	2,4	2,8
březen 2003	2,5	2,9
červen 2003	3,2	2,7
září 2003	3,1	2,7
prosinec 2003	3,3	2,8
leden 2004	2,9	2,9
únor 2004	3,2	2,8



## 2. Hrubý domácí produkt

Horizont predikce Predikce za měsíc	růst HDP ke konci roku stávajícího příštího %	
	leden 2004	3,2
únor 2004	3,2	3,6

II-04	růst HDP ke konci tohoto r.   příštího r.	
	min	2,8
průměr	3,2	3,6
max	3,5	4,0

Pro rok 2004 předpovídá naprostá většina analytiků mírnou akceleraci růstu HDP; změnu by měla zaznamenat i struktura růstu. V důsledku vyšší inflace zpomalí tempo růstu reálných mezd, což by mělo oslabit dosavadní vysoký růst spotřeby domácností. Spotřebitelská poptávka by měla být postupně nahrazena vyšší investiční aktivitou. Postupně lze počítat i s pozitivním příspěvkem čistého exportu. Vývoz by měl být podporován slabší korunou a oživením poptávky v členských zemích EU. Lepšího výsledku by měla dosáhnout také bilance služeb.

Růst ekonomiky by měl podle odhadů v letošním roce překonat 3%-ní hranici (průměr predikcí pro r. 2004 činí 3,2%) a v následujícím roce ještě dále zrychlit (průměr predikcí pro r. 2005 činí 3,6%).

## 3. Úrokové sazby

II-04	2T repo sazba v %		12M PRIBOR v %		5R IRS v %		výnos CR 3,70/13	
	1 měsíc	1 rok	1 měsíc	1 rok	1 měsíc	1 rok	1 měsíc	1 rok
min	2,0	2,3	2,1	2,7	3,9	4,2	4,7	4,8
průměr	2,0	2,6	2,3	3,0	4,0	4,4	4,8	5,2
max	2,0	3,0	2,5	3,3	4,1	4,8	4,9	5,5

Oproti lednu doznala očekávání analytiků jen mírný růst v segmentu střednědobých sazeb. Postupné uzavírání důchodové mezery, vyšší inflace a pomalejší posilování koruny podle analytiků povedou ke zvyšování sazeb ČNB k hladině, jež je vůči růstu ekonomiky neutrální. Za pravděpodobné považují, že ČNB bude při svém rozhodování o nastavení měnových podmínek brát v úvahu i kroky ECB.

První zpřísnění měnové politiky ČNB očekává většina analytiků v druhém pololetí letošního roku, tedy až poté, co se také květnové zvýšení daní projeví v inflaci. Přitom za jeden rok by se repo sazba měla podle prognóz pohybovat nejpravděpodobněji na úrovni 2,50%. V tomto horizontu se však očekávání výrazněji rozcházejí, prognózy nastavení repo sazby za jeden rok se pohybují v rozmezí 2,25-3,00%.

Výhled vývoje střednědobých sazeb a dlouhodobých dluhopisů bude podle komentářů determinován především vývojem evropských trhů a vyhlídkami vývoje české ekonomiky. Očekávání růstu úrokových sazeb, vysoký plánovaný deficit státního rozpočtu pro letošní rok a dosavadní průběh jednání o reformě veřejných financí, které se zatím jako cesta ke zlepšení stavu veřejných financí nejeví, budou zvyšovat tlak na další růst střednědobých sazeb a výnosů dluhopisů. V horizontu 1 roku se odhad spreadu mezi výnosy českých a německých dlouhodobých dluhopisů pohybuje okolo 50 bp.

V horizontu 1 měsíce se průměrné predikce krátkodobých sazeb tradičně pohybují v těsné blízkosti jejich aktuálních hodnot, predikce pro delší horizont - 5R IRS a výnos desetiletého dluhopisu se oproti současné úrovni liší o cca 10 bp. oběma směry. Výnosy českých dluhopisů by v nejbližší době měly kolísat okolo stávajících úrovní. Dominantním faktorem pro dluhopisy by mělo zůstat chování evropských trhů, domácí impulsy (např. aukce) mohou způsobit spíše jen dočasné výkyvy.

Průměrná predikce pro horizont 1 roku se u 2T repo sazby a u 5Y IRS posunula v porovnání s lednovým průzkumem o 10 bp výš, predikce 12M PRIBORu a desetiletého dluhopisu zůstala shodná.

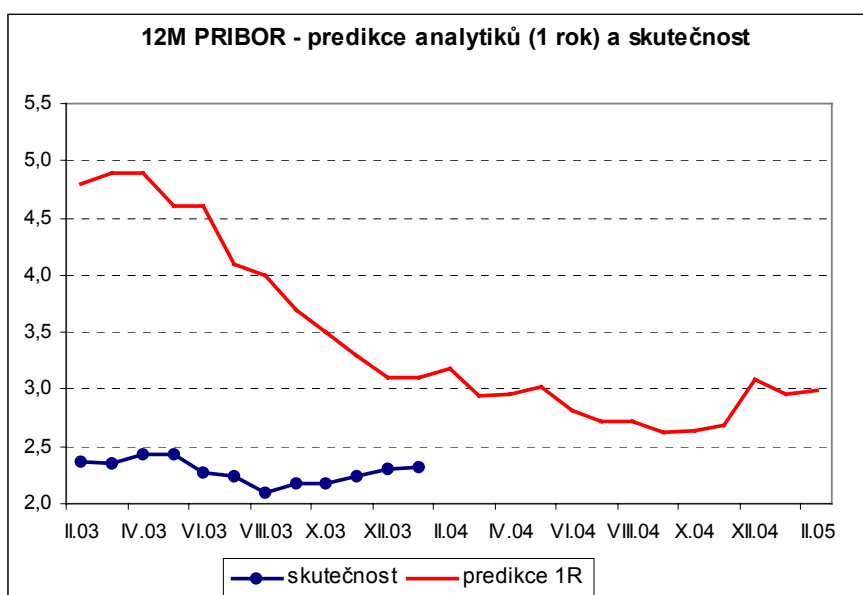
Horizont predikce Predikce za měsíc	2T repo sazba		12M PRIBOR		5R IRS		výnos CR 3,70/13	
	1 M	1 R	1 M	1 R	1 M	1 R	1 M	1 R
	%		%		%		%	
únor 2003	2,5	2,8	2,6	3,2	3,5	4,1	4,1	4,6
březen 2003	2,4	2,7	2,3	2,9	3,0	3,8	3,6	4,3
červen 2003	2,4	2,6	2,2	2,8	2,9	3,5	3,5	4,1
září 2003	2,0	2,3	2,1	2,6	3,6	3,8	4,3	4,4
prosinec 2003	2,1	2,5	2,3	3,1	4,0	4,5	5,0	5,4
leden 2004	2,0	2,5	2,3	3,0	3,8	4,3	4,7	5,2
únor 2004	2,0	2,6	2,3	3,0	4,0	4,4	4,8	5,2

*/\* predikce 1T PRIBORu*

*\* / výnos ČR 6,55/11*

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

	2T repo sazba	12M PRIBOR	5R IRS	výnos CR 3,70/13
10.2.2004	2,00	2,32	3,89	4,88



#### 4. Devizový kurz

	kurz Kč/EUR	
	1 měsíc	1 rok
II-04		
min	32,20	30,50
průměr	32,96	31,93
max	33,50	34,00

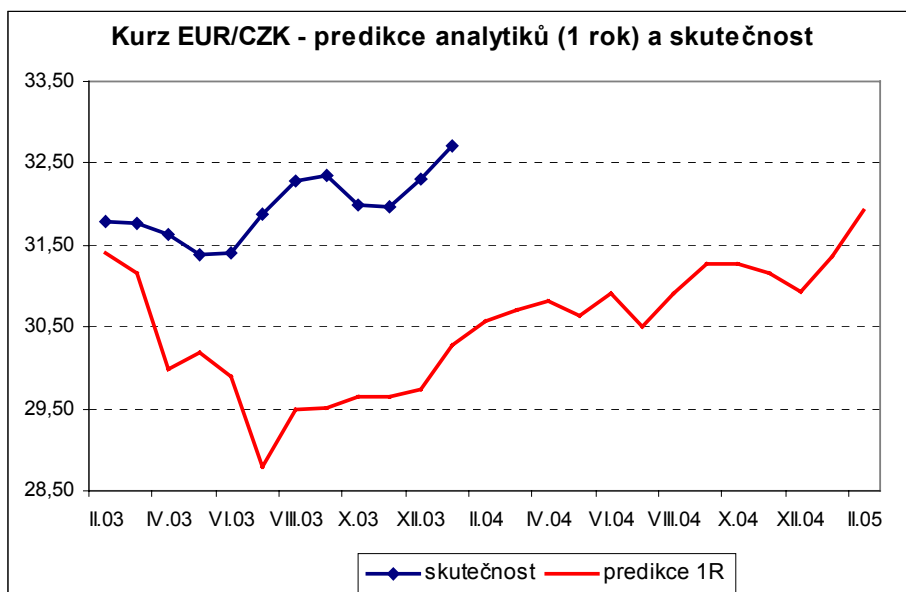
Horizont predikce Predikce za měsíc	devizový kurz	
	1 měsíc	1 rok
	Kč/EUR	
únor 2003	31,74	30,56
březen 2003	31,74	30,70
červen 2003	31,39	30,92
září 2003	32,70	31,27
prosinec 2003	31,79	30,94
leden 2004	32,34	31,37
únor 2004	32,96	31,93

#### Fixing Kč/EUR k termínu pro odeslání dotazníků

10.2.2004	33,120
-----------	--------

Směnný kurz koruny v horizontu 1M by se měl podle názorů respondentů průzkumu pohybovat v rozmezí 32,20-33,50 Kč/EUR, průměr očekávání činí 32,96 Kč/EUR. Hlavní příčinu nedávného oslabování koruny analytici spatřují ve využívání koruny jako zdroje pro financování investic do dalších středoevropských měn, zvláště do slovenské koruny. Proti české koruně stojí nejnižší úrokové sazby ze všech zemí nově přistupujících k EU, a také rostoucí deficit běžného účtu. Částečně hraje roli i síla eura vůči dolaru.

České koruně podle analytiků v současné době chybějí výraznější impulsy pro pohyb jedním či druhým směrem. Zatímco domácí analytici téměř bez výjimky předpokládají v krátkodobém horizontu mírné posílení či stagnaci koruny, názor zahraničí je pesimističtější a směřuje spíše k předpokladu oslabení



V delším pohledu se názor zahraničních a domácích analytiků rozchází ještě zřetelněji. Zahraničí počítá s oslabením (odhady v rozmezí 33,50-34,0 Kč/eur), domácí analytici se kloní k výhledu posílení koruny. Jejich názory na rychlost posílení se však různí, což je patrné z rozpětí odhadů (30,50 -32,30 Kč/eur). Ke změně trendu by podle domácích subjektů měly v průběhu roku přispět přímé zahraniční investice, očekávané mírné zlepšení výsledků platební bilance v tomto roce a nárůst výnosů na trhu dluhopisů. Kurz koruny bude ovlivňován i vývojem kurzu eura k dolaru a přechodně oslabován repatriací zisků a odlivem dividend. Názor na tempo apreciacie však oproti minulosti citelněji redukuje i domácí subjekty s poukazem na negativní sentiment v regionu, negativní úrokový diferencál a fiskální nestabilitu.

Průměrný odhad kurzu domácí měny pro horizont 1 roku činí 31,93 Kč/EUR.

V Praze dne 17. 2. 2004