

## Měření inflačních očekávání finančního trhu – výsledky 66. měření (říjen 2004)

V říjnu analytici zredukovali předchozí očekávání rychlejšího růstu inflace. Pravděpodobné pomalejší tempo utahování měnové politiky ČNB a pochybnosti ohledně zrychlení růstu světové ekonomiky posunuly níž odhady krátkodobých i dlouhodobých sazeb a výnosu desetiletého dluhopisu. Pozitivní data z domácí reálné ekonomiky posilují očekávání rychlejšího růstu HDP v letošním i příštím roce, průměrný odhad kurzu koruny k euru v horizontu 1 roku zůstává víceméně stabilní.

V říjnu zaslalo do ČNB svoje prognózy třináct domácích a dva zahraniční analytici.

### 1. Inflace

X-04	mzr. CPI v%	
	1 rok	3 roky
min	2,2	2,4
průměr	2,8	2,9
max	3,8	3,5

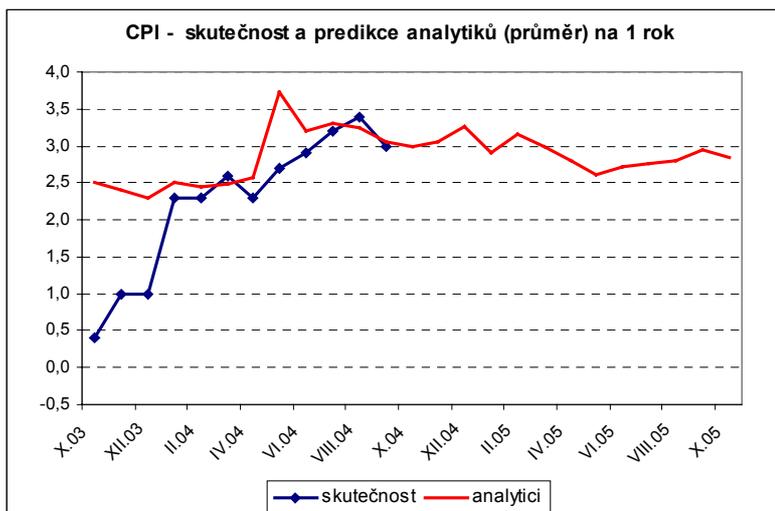
Nižší údaje o vývoji spotřebitelských cen v září vedly část respondentů průzkumu ke snížení predikcí budoucího vývoje inflace, průměr očekávání CPI v horizontu 1 roku se opět dostal pod tříprocentní hranici. Analytici stále hodnotí prostředí v České republice jako nízkoinflační, neboť letošní nárůst inflace byl způsoben především změnami nepřímých daní a nákladovými faktory. Současný razantní růst produkčních cen by se měl díky

silné konkurenci přenést do spotřebitelských cen pouze v omezeném měřítku. V této souvislosti je rizikem stále se zvyšující cena ropy. Naopak příznivý dopad by mělo mít zpomalení růstu zemědělských cen a letošní dobrá úroda.

Podle předpokladů analytiků by měl růst cen kulminovat letos v říjnu, kdy by se meziroční inflace měla přiblížit k úrovni čtyř procent. V následujících měsících roku by však již měla inflace zpomalovat. Mírný pokles indexu spotřebitelských cen by měl pokračovat i v příštím roce, většina respondentů očekává jeho návrat pod hladinu tří procent. Pro další vývoj inflace budou důležité mimo jiné ceny ropy na světových trzích, ceny energií, předpokládaná změna nájemného, ceny tabákových výrobků. Rizikovým faktorem pro inflaci může být selektivní zvyšování mezd ve státním sektoru, jež vyvolává zvýšené mzdové požadavky ostatních zaměstnanců veřejného i soukromého sektoru.

V horizontu tří let zůstává predikce vývoje inflace víceméně stabilní, dlouhodobě se pohybuje v rozmezí 2,6-2,9%. Průměrný odhad v říjnovém průzkumu činí 2,9%, vývoj cen v ČR má v tomto horizontu podléhat obdobným vlivům jako cenová hladina eurozóny.

Horizont predikce Predikce za měsíc	mzr. CPI	
	1 R	3 R
	%	
říjen 2003	3,0	2,7
prosinec 2003	3,3	2,8
březen 2004	3,0	2,8
červen 2004	2,7	2,7
srpen 2004	2,8	2,7
září 2004	3,0	2,9
říjen 2004	2,8	2,9



## 2. Hrubý domácí produkt

Horizont predikce Predikce za měsíc	růst HDP ke konci roku	
	stávajícího %	příštího
březen 2004	3,3	3,7
květen 2004	3,3	3,6
červen 2004	3,4	3,6
červenec 2004	3,4	3,7
srpen 2004	3,4	3,6
září 2004	3,6	3,8
říjen 2004	3,8	3,9

X-04	růst HDP ke konci	
	tohoto roku	příštího roku
min	3,5	2,7
průměr	3,8	3,9
max	4,0	4,5

Příznivé zprávy z reálné ekonomiky přiměly většinu respondentů dále mírně zvýšit svoje předpovědi růstu HDP v letošním i příštím roce. Průměrný odhad se zvýšil pro oba časové horizonty, pro letošní rok o 0,2% na 3,8% a pro příští rok o 0,1% na 3,9%.

Růst domácí ekonomiky by podle analytiků měl být tažen zejména investicemi. Oživení globální, především evropské ekonomiky a silnější vnější poptávka podporují zvyšování produkčních kapacit domácích firem. Příspěvek čistých vývozu k růstu HDP sice zůstává negativní, ale exportní výkonnost české ekonomiky se zlepšuje, pozitivně se projevuje členství ČR v EU. Růst spotřebních výdajů domácností letos slábne, i když pomaleji oproti původním předpokladům. Letošní nižší růst disponibilních příjmů domácnosti řeší pomocí úvěrů. V příštím roce by se mohla spotřebitelská poptávka opět oživit.

Rizikem většinového scénáře akcelerace růstu domácího HDP zůstává pomalejší oživení světové ekonomiky a oslabení přílivu přímých zahraničních investic.

## 3. Úrokové sazby

X-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	2,5	2,3	3,0	2,7	4,2	3,8	4,8	4,4
průměr	2,6	3,3	3,1	3,7	4,3	4,7	5,0	5,3
max	2,8	3,8	3,3	4,1	4,4	5,0	5,1	5,8

Analytici spíše předpokládají, že ČNB bude pokračovat v pozvolném zvyšování úrokových sazeb. Oproti minulému měsíci však došlo ke korekci předpokládaného tempa zvyšování. Zatímco v předchozím průzkumu se část analytiků domnívala, že zvýšení sazeb může přijít na řadu již v září a většina respondentů tento krok očekávala v říjnu, nyní se načasování dalšího zpřísnění měnové politiky odsouvá blíže k závěru roku. V září se také část analytiků domnívala, že ČNB do konce roku 2004 zvýší sazby dokonce dvakrát, nyní předpokládají maximálně jedno zvýšení. Důvodem pro změnu očekávání je nižší inflace a umírněné komentáře představitelů ČNB z posledních týdnů.

Odhady nastavení repo sazby v horizontu 1 roku se pohybují v rozmezí 2,25% - 3,75%, přitom největší počet respondentů (sedm) předpokládá v tomto horizontu nastavení repo sazby na úrovni 3,25 %, pět respondentů na úrovni 3,50%, nastavení repo sazby na úrovních 3,00% a 3,75% má po jednom zastánci. Odlišný scénář, tedy snížení sazeb zpět na úroveň 2,25%, vidí jako pravděpodobné jeden ze zahraničních respondentů. Ten si dlouhodobě udržuje poměrně pesimistický názor o udržitelnosti oživení globální ekonomiky, předpokládá tudíž i zpomalení českého hospodářství, opětovné uvolnění měnové politiky a oslabení české koruny vůči euru.

U střednědobých sazeb a výnosu desetiletého dluhopisu lze podle analytiků v horizontu jednoho měsíce očekávat jen velice mírný pohyb. Většina respondentů předpovídá jejich mírné zvýšení. Uvádějí, že jejich dalšímu poklesu by měla bránit jejich nynější relativně nízká úroveň a očekávání dalšího zvyšování domácích sazeb. Naopak prostor pro růst výnosů by měl být omezen nízkou inflací a slabší výkonností světové ekonomiky.

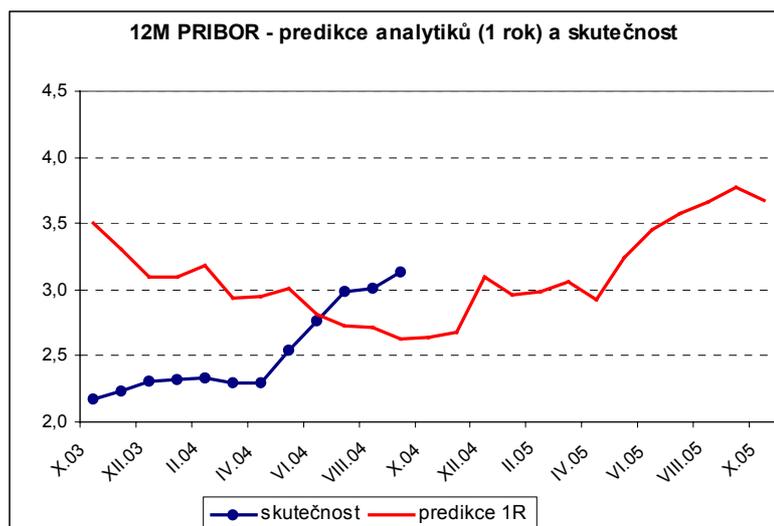
V delším výhledu by mělo být rozhodující očekávání vývoje úrokových sazeb ČNB a situace na globálních trzích. Respondenti průzkumu většinou předpokládají návrat světové ekonomiky k silnějšímu růstu a posun výnosové křivky do mírně vyšších hladin.

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
	%		%		%		%	
říjen 2003	2,0	2,3	2,1	2,6	3,6	3,8	4,4	4,6
prosinec 2003	2,1	2,5	2,3	3,1	4,0	4,5	5,0	5,4
březen 2004	2,0	2,7	2,4	3,1	3,8	4,4	4,7	5,2
červen 2004	2,1	2,9	2,7	3,5	4,2	4,8	5,1	5,5
srpen 2004	2,4	3,2	3,0	3,7	4,3	4,8	5,1	5,5
září 2004	2,5	3,4	3,1	3,8	4,5	4,9	5,2	5,6
říjen 2004	2,6	3,3	3,1	3,7	4,3	4,7	5,0	5,3

*/\* predikce 1T PRIBORU*

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

	2T repo sazba	12M PRIBOR	5R IRS	výnos CR 3,70/13
<b>12.10.</b>	2,50	3,05	4,25	4,87



**4. Devizový kurz**

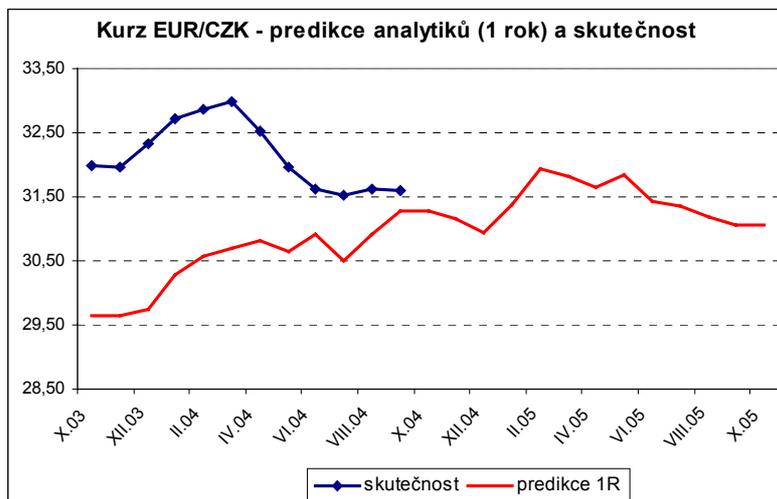
X-04	kurz Kč/EUR	
	1 měsíc	1 rok
min	31,30	30,50
průměr	31,51	31,06
max	31,70	33,00

Fixing Kč/EUR k termínu pro odeslání dotazníků

<b>12.10.</b>	31,390
---------------	--------

Horizont predikce Predikce za měsíc	devizový kurz	
	1 měsíc	1 rok
	Kč/EUR	
říjen 2003	31,92	31,28
prosinec 2003	31,79	30,94
březen 2004	32,81	31,81
červen 2004	31,63	31,44
srpen 2004	31,51	31,19
září 2004	31,66	31,07
říjen 2004	31,51	31,06

Podle názoru analytiků lze v horizontu jednoho měsíce očekávat pohyb koruny v rozmezí 31,30 – 31,70 Kč/EUR, oproti aktuálnímu kurzu v době průzkumu tedy většina respondentů počítá s mírným oslabením koruny. Ve prospěch koruny podle komentářů hovoří dobré výsledky zahraničního obchodu, dynamický růst průmyslové výroby, dynamika růstu HDP i očekávání růstu úrokových sazeb ČNB. Naopak rizika pro korunu analytici spatřují v nadcházejícím projednávání státního rozpočtu na příští rok, v pokračujících repatriacích zisků zahraničních investorů s blížícím se koncem roku a ve vývoji kurzu EUR/USD.



Střednědobě bude kurz koruny ovlivňován poměrem mezi vývojem bilance běžného účtu a finančního účtu, zvláště objemem přímých zahraničních investic. V delším časovém horizontu by měl koruně vytvářet podporu příznivý vývoj obchodní bilance spolu s očekáváním mírného růstu úrokových sazeb. Objem repatriací, který byl v tomto roce kvůli vstupu ČR do EU mimořádně velký by se již neměl opakovat. Většina respondentů průzkumu proto očekává trend mírného posilování koruny. Dva respondenti předpokládají spíše stagnaci kurzu a jeden ze zahraničních analytiků setrvává u očekávání oslabení koruny k úrovni 33 Kč/EUR.

V Praze dne 15. 10. 2004