

1. čtvrtletí 2008

# Ekonomika pod lupou



Fokus

**Budeme  
konečně ČNB  
rozumět?**

Ekonomické a strategické analýzy

research@csas.cz (+420 224 995 177)

[www.csas.cz/analyza](http://www.csas.cz/analyza)

Důležitá upozornění, složení analytického týmu  
a další kontakty viz poslední strany publikace

Uzávěrka: 21. února 2008

**ČESKÁ**   
**SPŮŘITELNA**

## SHRNUTÍ PROGNOZY

- Ekonomika USA se skoro zastavila. Fed bude snižovat sazby tak dlouho, dokud se neujistí, že ekonomika má nejhorší za sebou; čekáme ještě 50 bodů tento rok. Růst americké ekonomiky budou ještě delší dobu komplikovat nemovitosti. Zpomalení – i když jenom mírné, k 2%, čeká i EU. Sazby v Evropské unii klesnou o 25-50 bodů letos, obrát dolaru k EUR až v druhé polovině roku.

... str. 3

- Česká ekonomika letos zpomalí na 4,3%, zejména v důsledku poklesu spotřeby a kvůli nižšímu příspěvku čistého exportu. Spotřeba poklesne kvůli nižší reálné mzdě (jako důsledek vyšší inflace) a kvůli vládním reformám. Nezaměstnanost už nepoklesne tolik jako loni; obchodní bilance zůstane pozitivní (+77 mld. CZK)

... str. 5

- Průměrná inflace letos dosáhne 6,1%, zejména začátek roku je hodně vysoko (leden 7,5%). Důvody jsou potraviny, paliva a administrativní zásahy (reforma DPH, regulované ceny). Do konce roku bude inflace zpomalovat, v Q4 dosáhne kolem 5%. Hrozba přelití do inflačních očekávání udrží v pozornosti ČNB.

... str. 6

- V 1. pololetí čekáme korekci na koruně, vidíme oslabení k 26,80 – zlepšení vyhlídek na americkou ekonomiku navrátí investorům chuť k dolaru. Fundamentálně jsou ale v delším období stále důvody k posilování, i když slabší než v roce 2007 – obchodní bilance v menším přebytku, potenciálně vyšší toky dividend a mírně nižší příliv PZI.

...str. 7

- Inflace na desetiletém maximu, její struktura (potraviny, regulované ceny) a očekávané oslabení koruny vrátí do Bankovní rady jestřábí náladu. Sazby letos vyrostou o 25 bodů na 4.00%. S dalším impulzem k růstu v roce 2009 (EU fondy, Hyundai) a s nižším inflačním cílem od roku 2010 půjdou další dvě zvýšení sazeb v roce 2010.

...str. 9

- Aktuální Fokus popisuje změny v komunikační strategii ČNB, ke kterým došlo od roku 2008.

...str. 10

## Obsah

Shrnutí prognózy	1
Tabulka prognózy	2
Zahraniční vývoj	3
Poptávka a nabídka	5
Inflace	6
Měnové podmínky	7
Fokus	10
Důležitá upozornění	
Kontakty	

## TABULKA PROGNOZY

ROČNĚ (průměry)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008F	2009F	2010F
<b>Poptávka</b>									
HDP (s.c. %)	1,9	3,6	4,5	6,4	6,4	6,6	4,3	5,6	6,2
Spotřeba domácností (s.c. %)	2,2	6,0	2,9	2,3	5,4	6,1	3,5	3,7	3,1
Investice (s.c. %)	5,2	0,5	4,0	2,2	5,5	5,6	5,8	7,9	1,3
Export (s.c. %)	2,1	7,2	20,6	12,0	14,5	13,2	10,7	18,6	6,1
Import (s.c. %)	5,0	7,9	17,9	5,2	13,9	13,8	8,3	14,5	15,8
Mezera výstupu (%) <sup>1</sup>	-1,2	-1,4	-1,0	-0,5	0,2	1,0	0,7	1,5	13,1
Průmyslová výroba (s.c. %)	1,9	5,5	9,6	6,6	11,2	7,9	5,5	8,2	2,0
Maloobchod (%)	3,0	4,9	2,4	4,0	6,5	8,1	3,9	3,7	5,7
<b>Veřejné rozpočty</b>									
Saldo státního rozpočtu (% HDP)	-1,9	-4,2	-3,3	-1,9	-3,0	-1,9	-2,3	-2,5	-2,1
Saldo veřejných rozpočtů (% HDP)	-0,5	-5,1	-3,8	-2,2	-3,3	-2,2	-2,6	-2,7	-2,3
<b>Trh práce</b>									
Nezaměstnanost (%) <sup>2</sup>	(9,2)	(9,9)	9,4	8,9	8,1	6,6	6,3	6,1	5,6
Nominální mzdy (%)	7,3	6,6	6,7	5,3	6,4	7,5	8,9	7,9	7,8
Reálné mzdy (%)	5,4	6,5	3,8	3,4	3,8	4,5	2,9	3,4	3,4
<b>Vnější vztahy</b>									
Obchodní bilance (mld. CZK)	-71	-70	-26	39	40	86	77	127	198
Obchodní bilance (%HDP)	-2,8	-2,7	-0,9	1,3	1,3	2,0	2,0	3,0	4,0
Běžný účet (mld. CZK)	-136	-161	-147	-49	-100	-119	-143	-94	-19
Běžný účet (%HDP)	-5,5	-6,1	-5,2	-1,5	-3,0	-3,2	-3,6	-2,1	-0,4
<b>Ceny</b>									
CPI inflace (%)	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,9	6,1	4,3	4,3
Poptávková inflace (%) <sup>3</sup>	2,5	0,6	1,4	1,1	2,3	1,2	2,5	4,5	4,8
PPI inflace (%)	-0,5	-0,3	5,7	3,0	1,6	4,1	3,8	3,8	3,6
<b>Měnové podmínky</b>									
CZK/EUR	30,8	31,9	31,9	29,8	28,4	27,8	26,4	26,1	25,8
CZK/USD	32,7	28,2	25,7	24,0	22,6	20,3	18,6	20,8	22,1
2W repo sazba (%)	3,59	2,29	2,22	1,96	2,17	2,86	3,90	4,27	4,46
3M PRIBOR (%)	3,5	2,3	2,4	2,0	2,3	3,1	4,1	4,4	4,5
12M PRIBOR (%)	3,6	2,3	2,7	2,1	2,6	3,4	4,3	4,5	4,5
10Y dluhopis (%)	4,9	4,2	4,9	3,6	3,8	4,3	4,4	4,9	4,7
<b>ČTVRTLETNĚ (průměry)</b>									
	2007	2008			2009				
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
<b>Poptávka</b>									
HDP (s.c. %)	6,5	6,4	6,9	4,8	4,2	4,1	4,3	5,0	5,9
Spotřeba domácností (s.c. %)	6,0	5,6	6,4	3,8	3,9	3,0	3,3	4,3	3,9
Investice (s.c. %)	6,0	5,7	6,2	6,5	5,0	5,9	5,9	7,9	8,3
Mezera výstupu (s.c. %) <sup>1</sup>	1,0	1,1	1,1	0,8	0,5	0,6	0,7	1,2	1,6
Průmyslová výroba (s.c. %)	9,1	6,1	4,9	4,0	5,5	5,9	6,4	6,4	7,1
<b>Trh práce</b>									
Nezaměstnanost (%) <sup>2</sup>	6,5	6,3	5,8	6,8	6,1	6,2	6,2	6,7	5,9
Reálné mzdy (%)	4,8	4,8	2,2	2,1	3,3	2,6	3,9	4,7	3,6
<b>Vnější vztahy</b>									
Obchodní bilance (mld. CZK)	64	72	86	86	87	94	77	82	115
Běžný účet (mld. CZK)	-111	-118	-119	-127	-129	-127	-143	-139	-107
<b>Ceny</b>									
CPI inflace (%)	2,5	2,6	4,9	7,3	6,5	5,8	5,1	4,3	4,5
Poptávková inflace (%) <sup>3</sup>	1,3	1,0	1,5	1,9	1,7	2,9	3,5	4,2	4,8
PPI inflace (%)	4,2	3,9	5,0	4,5	3,7	3,4	3,8	3,8	3,8
<b>Měnové podmínky</b>									
CZK/EUR	28,3	28,0	26,8	25,9	26,8	26,6	26,2	26,2	26,3
CZK/USD	21,0	20,3	18,5	17,6	18,5	19,0	19,4	20,0	20,6
2W repo sazba (%)	2,59	3,02	3,34	3,67	3,92	4,00	4,00	4,17	4,25
3M PRIBOR (%)	2,8	3,3	3,8	4,1	4,1	4,1	4,1	4,3	4,3
12M PRIBOR (%)	3,1	3,7	4,0	4,2	4,3	4,3	4,3	4,4	4,5
10Y dluhopis (%)	4,3	4,6	4,6	4,4	4,3	4,4	4,7	4,8	4,8

## Vysvětlivky:

Není-li uvedeno jinak, jsou prezentovány roční, resp. čtvrtletní průměry.

1 mezera výstupu představuje rozdíl mezi skutečným HDP a rovnovážným dlouhodobým HDP, nejlépe zachycuje poptávkové tlaky plynoucí z reálné ekonomiky

2 míra nezaměstnanosti před rokem 2004 je počítána z registrované míry nezaměstnanosti, počínaje rokem 2004 pak pomocí metodologie ILO

3 poptávková inflace je inflace očistěná o vliv změn regulovaných cen a nepřímých daní, cen potravin a pohonných hmot; je nejvíce ovlivněna poptávkou

4 je uvedeno saldo státního a veřejných rozpočtů podle metodologie GFS. Pro účely Maastrichtských kritérií a Paktu stability se deficit počítá podle ESA95, očekáváme, že takto spočítaný deficit bude vyšší než podle GFS

# ZAHRANIČNÍ VÝVOJ

## EVROPSKÁ UNIE A USA

	2006	2007	2008	2009
HDP EU12 (s.c. %)	2,9	2,6	2,1	2,3
CPI Eurozóny (%)	2,2	2,1	2,6	2,3
Sazba ECB (%)	2,78	3,85	4,00	4,00
12M EURIBOR (%)	3,4	4,4	4,0	4,5
HDP US (s.c. %)	3,3	2,2	2,4	2,4
CPI US (%)	3,2	2,7	2,3	2,3
Sazba Fed (%)	4,96	4,57	2,60	3,94
EUR/USD	1,26	1,37	1,42	1,26

### Amerika klopýtá

Situace ve Spojených státech se v posledním čtvrtletí loňského roku zhoršila. Pesimismus, který zavládl, se naplno projevil na akciových trzích - hlavní americké indexy ztratily od vydání poslední prognózy (koncem listopadu) zhruba 10% a výprodejů nezůstaly ušetřeny ani akciové trhy u nás.

Obavy o schopnost americké ekonomiky ustát situaci kolem subprime hypoték prohloubily obrovské ztráty renomovaných finančních ústavů (UBS 13,5 mld., Citigroup 18 mld. USD, Morgan Stanley 9,4 mld. USD atd.), zveřejněné koncem roku 2007. Sazby na peněžním trhu se ocitly na úrovních, které více než očekávání příštího nastavení klíčových sazeb centrálních bank reflektovaly strach peněžních ústavů z (i relativně) blízké budoucnosti. Už i tak dost napjatou atmosféru dále vyostřila data z trhu práce - ta lednová ukázala dokonce meziměsíční pokles počtu pracovních míst (o 17 tisíc). Neméně pesimistická byla data za růst HDP ve čtvrtém čtvrtletí - ten prakticky stagnoval (0.15% mezi třetím a čtvrtým čtvrtletím), a to zejména díky propadům v sektoru nemovitostí (=stávající slabost ekonomiky) a díky poklesu zásob (=očekávání slabosti do budoucna).

### Fed vrací úder

Dramatické propady akciových trhů vedly k nevídané reakci FEDu. Ten jenom v lednu srazil základní sazbu o 125 bodů, aby situaci uklidnil. Zdá se tak být celkem jasné, že inflační rizika jdou teď stranou a že FED je ochoten udělat co bude nutné, aby zabránil „katastrofickému“ scénáři dlouhé a hluboké recese.

Co tento vývoj znamená pro nás pro rok 2008? V důsledku zveřejněných dat je nepochybné, že riziko hlubšího propadu aktivity ve Spojených státech se za poslední dva-tři měsíce podstatně zvýšilo. Otázkou tak nyní není, jestli si americká ekonomika projde výrazným zpomalením nebo recesí (jakkoliv definovanou), ale spíše to, jak dlouho to všechno potrvá. Budeme se s klopýtajícími Spojenými státy potýkat půlrok, rok nebo dokonce déle? A co to ovlivní?

Předně - Fed a vláda. Fed ukázal, že je skutečně připraven udělat, co je v jeho silách, aby se ve volebním roce americká ekonomika nepropadla do hluboké a protáhlé recese. Momentálně vidíme prostor pro ještě další snížení sazeb, a to v březnu o 50 bodů, sazby by tak měly klesnout až na 2,50%.

Při absenci dalších negativních signálů by mohlo být poslední. Vládní balíček opatření, který by měl pomoci agregátní poptávce, je také z pohledu vyhlídek americké ekonomiky pozitivní zprávou - i když potíže lidí s domy, na které již nemají, to nevyřeší.

Dále - spotřeba. Ta zůstává klíčem k celé hádance. Spotřeba tvoří cca ¾ americké ekonomiky. Za normálních okolností na ni má vliv triáda faktorů - stávající příjmy (čti: trh práce), možnost půjčování si oproti budoucím příjmům (čti: spotřebitelské úvěry) nebo ceny aktiv (efekt bohatství). S probíhajícím a dále hrozícím poklesem na trhu nemovitostí a s poklesy cen akcií je posledně zmiňovaný kanál bez síly. Z posledního průzkumu Fedu taktéž vyplynulo probíhající (zatím mírné) zpřísňování podmínek při poskytování spotřebitelských úvěrů. Zůstává tak hlavně trh práce - ten v lednu zklamal, zánik 17 tis. pracovních míst byl studenou sprchou pro trhy. Tato data ale bývají poměrně často a docela výrazně revidována (vzpomeňme na srpen 2007, kdy trhy vystrašil pokles míst o 4 tisíce aby se z něj po revizi stal růst o 74 tis.). Před vynášením soudů bych si tak počkal na finální data. Pokud by spotřeba dostala od trhu práce ránu, vidina rychlého znovuoživení by ustoupila možnosti protáhlé recese.

### Nemovitosti brzdou růstu ještě delší dobu

Obloukem zpátky na začátek - nemovitosti. Ty jsou konečným zdrojem celého stávajícího problému. V první polovině letošního roku si projde procesem přehodnocování úrokových sazeb podstatná část subprime hypoték (každý měsíc za průměrně cca 30 mld. USD).

I když to půjde relativně hladce a věřitelé i vlády vyjdou vstříc dlužníkům (banky mají stimul se individuálně dohodnout, vláda zvažuje pomoc dlužníkům), bude to konec problému? Situace v sektoru nemovitostí bude podle nás komplikovanější ještě delší dobu. I když letos vlna změn úrokových sazeb (tzv. reset) u subprime hypoték skončí, neskončí se tím problémy trhu s nemovitostmi. Od druhé poloviny roku 2009 si procesem resetu projde další velká vlna hypoték - tentokrát tzv. option ARM hypotéky, což jsou hypotéky s možností volby způsobu splácení. Tyto mimo jiného skýtají i možnost negativní amortizace (když dlužník splácí nejdřív méně, než by měl, aby umazával alespoň část jistiny), což dle Fitch Ratings, 3/4 z lidí využívají. A když k resetu přijdou (většinou když dlužná částka vzroste na 115% původní hodnoty hypotéky), růst splátek bude pro mnoho lidí ještě větší problém, než u klasických subprime. A že těchto hypoték není málo je jasné - jenom v roce 2006 tvořily dle Inside Mortgage Finance 8,9% všech hypoték (těch bylo za cca 3000 mld. USD). Trh s nemovitostmi tak zůstane brzdou růstu ještě nějakou dobu.

Situace ve Spojených státech tak nevypadá nejlíp. Domníváme se, že měnová expanze Fedu sice zpomalí tento rok nezabrání, dokáže ale zabránit propuknutí nejhoršího. Tím myslíme hlubokou a poměrně dlouhou recesí, která by byla výsledkem kombinace úrokového zadření (credit crunch jako výsledek oslabení finančního sektoru v důsledku krize subprime hypoték), v důsledku čeho by nastalo delší, hlubší zpomalení spotřeby a investic s výrazným dopadem na trh práce. To by naopak znovu vedlo k dodatečnému oslabení spotřeby, vše

doprovázeno ranami finančnímu sektoru od zhoršující se kvality úvěrů v důsledku slabé ekonomiky. Proto čekáme, že slabost americké ekonomiky potrvá zhruba 2-3 čtvrtletí, postupem času se pak začne situace mírně zlepšovat.

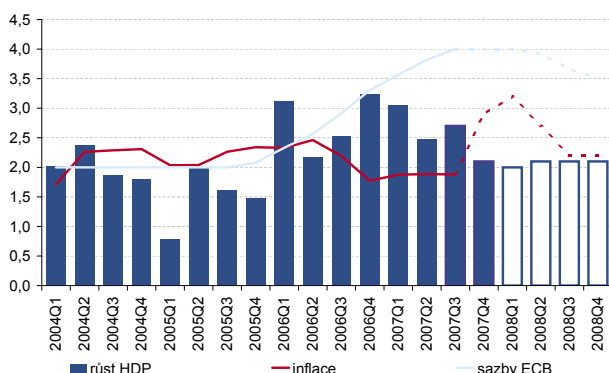
**Nakolik zpomalí Evropa?**

Když Amerika zakašle, dostane Evropa rýmu, říká se. Co tedy tento vývoj v Americe znamená pro Evropu? Ve srovnání s naší poslední prognózou jsme revidovali růst ekonomik EU12 v příštím roce směrem dolů, a to zejména díky vývoji za oceánem. Momentálně se tak kloníme k růstu o zhruba 2 procenta, rizika jsou v stávající situaci spíše směrem dolů. Toto zpomalení růstu se České republiky dotkne zpomalením exportů - vzhledem k dovozní náročnosti českých exportů je ale vliv zpomalení v Evropě na český růst mírný (zpomalení německé ekonomiky o procentní bod se za normálních okolností do českého růstu promítne zhruba jako zpomalení růstu ČR o 0.3 p.b.).

Nárůst nákladové inflace (zejména kvůli cenám ropy a potravin) na straně jedné, a rizika pro růst na straně druhé vytvářejí zapeklitou situaci pro ECB. I když váhy kladené na inflační a růstová rizika na protilehlých březích Atlantiku jsou diametrálně odlišné (americká centrální banka má dvojí mandát, zatímco ECB má dávat pozor jedině na cenovou stabilitu), minimálně implicitně se situace kolem růstu do uvažování ECB dostává. Představitelé ECB jako Trichet nebo Liebscher sice pokračují v projevech varujících před sekundárními efekty růstu cen potravin a energií, naproti tomu ale někteří, donedávna jednoznačně jestřábi, členové bankovní rady ECB (například Wellink) zmírňují tón a upozorňují na rizika pro růst ekonomiky, spotřebu a tím i na pokles inflačních tlaků.

Náš výhled sazeb ECB tak částečně reflektuje tato protichůdná vyjádření - tento rok čekáme pokles sazeb o 0 až 50 bodů, přičemž právě pokles o 50 bodů je našim hlavním scénářem. Domníváme se, že hrozba vyšší inflace udrží ECB na uzdě (=žádné snižování a la Fed), hrozba zpomalení Evropské unie ale přinutí ECB opustit svoji zarputilost a sazby snížit, i když až později v tomto roce.

**Růst HDP, inflace v EU12 (%)**

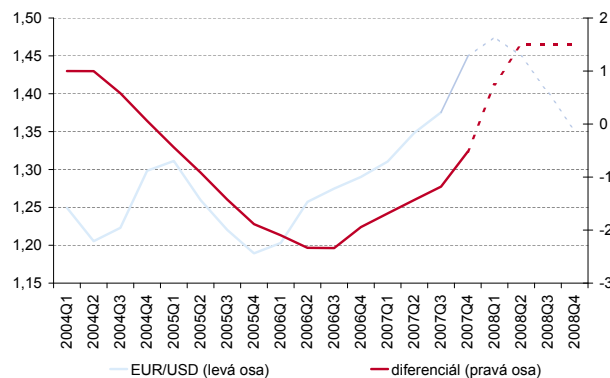


Vývoj dolaru zůstane závislý na vývoji reálné ekonomiky - myslíme si ale, že současné úrovně dolaru již reflektují až příliš negativní vyhlídky, a nečekáme další výraznější oslabení. Souhlasíme ale, že stávající potíže americké ekonomiky budou pro dolar ještě nějakou dobu brzdou - námi očekávaná korekce na dolaru tak bude trvat déle a bude pomalejší. Nevidíme tak

již tento rok návrat k 1,25, jak tomu bylo v předchozí prognóze, kloníme se spíše k návratu zhruba k 1,35 v posledním čtvrtletí tohoto roku.

Fundamentální příběh se ale nemění - důvodem je očekávání cyklického obratu v Americe, kdy předpokládáme, že snížení sazeb v USA podpoří růst ekonomiky a povede k pozitivnímu náhledu na americký dolar.

**Kurz dolaru k euru a úrokový diferenciál (EU12-USA, pb)**



**ROPA**

**Ceny ropy v dlouhém období porostou**

	2005	2006	2007	2008
Ropa WTI (USD)	56,4	66,1	72,4	87,7
Ropa Uralská (USD)	50,3	61,2	69,5	83,5
- % mzr.	47,5	22,9	14,5	24,0
Ropa Uralská (CZK)	1208	1382	1398	1557
- % mzr.	37,8	16,7	2,2	12,6

Pro ceny ropy tento rok bude nejpodstatnějším to, nakolik vážné a nakolik globální bude americké zpomalení. Ve světě ale není jenom Amerika. Růst ostatních zemí, ač do jisté míry na USA závislý, zůstane solidní (odhad IMF pro rok 2008 je 4.75%, zejména kvůli Číně, Indii a rozvíjejícím se trhům). Pokud se teze o existenci vícero, vzájemně poměrně nezávislých, ohnisek ekonomického růstu alespoň částečně vyplní, pak by americké problémy mohly mít jenom omezený dopad na světovou ekonomiku. Je pravdou, že za nastartováním růstu čínské ekonomiky byly původně exporty, které díky pevně ukotvenému juanu a levné pracovní síle neměly ve světě konkurenci, momentálně je ale mocným těžištěm růstu i čínská domácí poptávka. I případné výraznější zpomalení v USA by z čínského hladu po zdrojích (růst HDP v posledním čtvrtletí 2007 dosáhl v Číně 11,2 procenta) nejspíš neukrojilo tolik, aby cena ropy viditelně poklesla. Podobná situace je pak u dalších rozvíjejících se trhů, které vesměs vykazují vysoké tempa růstu. Cena ropy tak tento rok nejspíš setrvá kolem 80-90 dolarů za barel.

Střednědobým rizikem zůstává vývoj růstu globální ekonomiky (viz předešlá část), ochota OPECu zvyšovat těžební kvóty (nebo je naopak snižovat za účelem udržení ceny) a geopolitická rizika. V dlouhém období nečekáme zvrácení rostoucího trendu, který je dán především nerovnováhou mezi růstem nabídky a poptávkou.

# POPTÁVKA A NABÍDKA

## Zpomalí dovoz a vývoz...

Nejzásadnější změnou v porovnání s listopadovou prognózou je snížení tempa růstu exportů i importů.

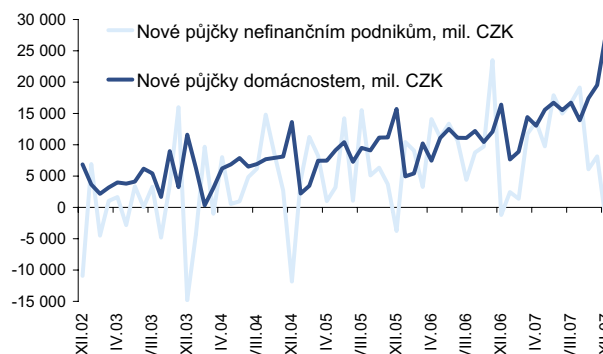
	2006	2007	2008	2009
HDP (s.c. %)	6,4	6,1	4,3	5,4
Spotřeba (s.c. %)	5,4	6,1	3,4	3,6
Investice (s.c. %)	5,5	5,6	5,7	7,5
Vývoz (s.c. %)	14,5	13,2	10,6	16,4
Dovoz (s.c. %)	13,9	13,8	8,5	13,5
Mezera výstupu (%)	0,2	1,0	0,6	1,2
Obchodní bilance (mld. Kč)	40	86	72	92
Běžný účet (mld. Kč)	-100	-119	-148	-130
Průmysl (s.c. %)	11,2	7,9	5,5	7,5
Maloobchod (s.c. %)	6,5	8,1	3,8	3,6

Za revizí našeho odhadu tempa růstu exportu stojí především očekávané zpomalení růstu v Evropské unii (přehodnocení růstu z 2,7 procenta k 2% v roce 2008) a silnější koruna (která je na současných úrovních mimo svůj trend a mimo fundamentálně odůvodnitelnou úroveň). Za revizí importů pak hledíme především zpomalení reálného růstu mezd, a tedy spotřeby domácností (a tudíž pokles spotřebitelsky orientovaného dovozu). Podobně, vzhledem k dovozní náročnosti českých vývozu pak pokles tempa růstu vývozu na sebe naváže i pokles tempa růstu dovozu. Obchodní bilance zůstane pozitivní, i když oproti roku 2007 bude její přebytek nižší (cca. 70 mld.). Investiční aktivita by měla zůstat solidní (růst 5,7%), podpoří ji čerpání fondů Evropské unie, opačným směrem pak bude působit zpomalení v EU.

### ...i reálná spotřeba domácností, a to kvůli inflaci...

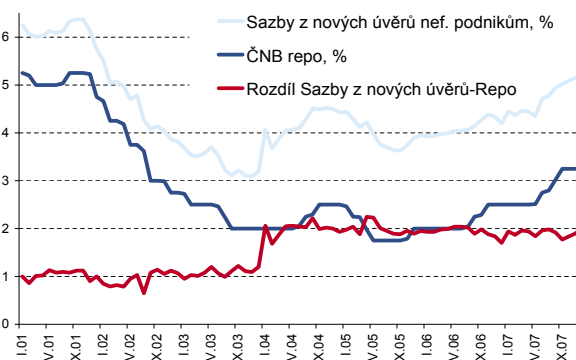
Nominální mzdy tento rok porostou o zhruba 8,7%, průměrná mzda tak dosáhne přibližně 23600 CZK. Reálné mzdy ale kvůli inflaci porostou mnohem méně - jenom o 2,8%. Zatímco v říjnu byla meziroční inflace na 4%, v lednu vystoupala až k 7,5% (více v části Inflace). Vyšší než očekávaná inflace ke konci roku překvapila i odboráře. Vzhledem k silnému makru by se dalo očekávat, že jejich mzdové požadavky budou spíše nadsazené. Nestalo se tak, požadovaný průměrný nárůst nominálních mezd o cca 8 procent se ve světle vysoké inflace ukazuje z jejich pohledu jako nízký. Na druhé straně ale stále solidní trh práce (kde pro tento rok čekáme průměrnou nezaměstnanost 6,3%) a nízké reálné úrokové sazby v důsledku vyšší inflace vybízejí k brání si spotřebitelských úvěrů. Vzhledem k nízké známé expozici tuzemských bank vůči problémům hypotečního trhu ve Spojených státech tak v České republice nehrozí dramatické utahování podmínek přístupu k úvěrům. Zůstává ale možnost, že z titulu vyšší rizikové přírážky pro region jako celek mohou spotřebitelské úvěry mírně podražít, přenos této složky úrokové sazby na klienty ale na druhé straně limituje silná konkurence na bankovním trhu. Zatím nejsou patrné žádné známky zpřísňování podmínek pro poskytování úvěrů (pokles nových úvěrů nefinančním podnikům je z velké části dán sezónností) :

## Nově poskytnuté úvěry v ČR



Stejně tak nepozorujeme ani výraznější růst sazeb z nově poskytnutých úvěrů - rozdíl mezi sazbou z nově poskytnutých úvěrů v ČR a klíčovou sazbou ČNB zůstává poměrně stabilní už delší dobu.

## Sazby z nově poskytnutých úvěrů

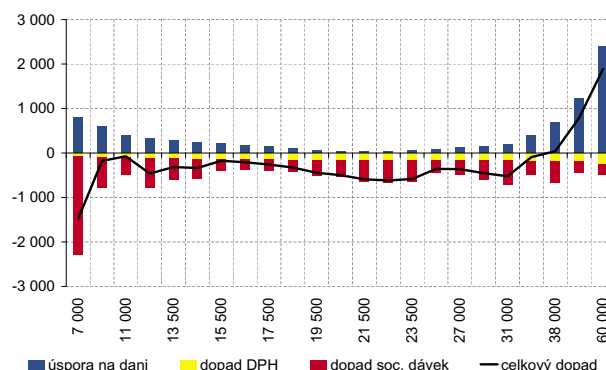


### ...a vládním reformám.

Přístup k úvěrům by ani letos neměl být problémový. Podobně, očekáváme, že tendence k nárůstu zadluženosti domácností by měla tento rok také pokračovat.

Jak jsme psali již minule, další ránu pro spotřebitelské výdaje bude tento rok pokles sociálních výdajů státu a související reforma daní. Disponibilní příjmy domácností tak v důsledku reformního balíčku poklesnou v roce 2008 o cca. 19 mld. Kč., v roce příštím pak o dalších cca 12 mld. Kč. Rozdílné budou samozřejmě dopady na jednotlivé skupiny obyvatelstva - pro lidi s příjmem pod cca 32 tisíc jsou totiž celkové dopady reformy negativní, pro lidi nad tento příjem (a zejména pak na příjem, na který se vztahuje strop pojistného) pak pozitivní.

## Dopad reforem podle příjmových skupin



Rozdílný sklon ke spotřebě se pak projeví v dodatečném poklesu agregátní spotřeby. Lidé s vyššími příjmy mají nižší sklon ke spotřebě (=dodatečný výdaj na spotřebu z dodatečné koruny, kterou dostanou) než lidé s nižšími příjmy - lidově řečeno, pokud dáte 1000 korun člověku s příjmem 20 tis. korun, nejspíš celou částku utratí, pokud ale dáte 1000 korun člověku s příjmem 100 tis. korun, patrně z ní neutratí nic.

Celkově tak spotřeba domácností tento rok zpomalí k 3,4% reálně (ze zhruba 6% v roce 2007), což při zhruba polovičním podílu na HDP znamená cca 1,3 procentního bodu do hospodářského růstu.

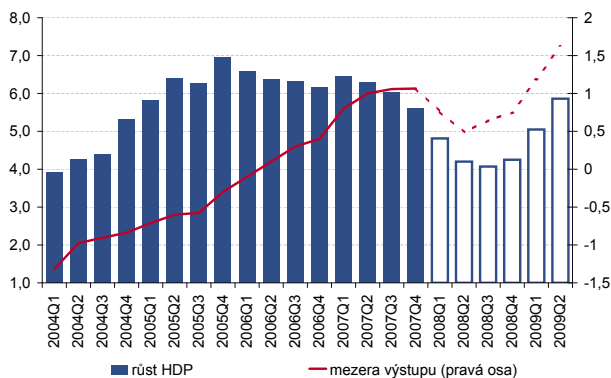
Nebude tento rok ale dále klesat nezaměstnanost, která by pak agregátním spotřebitelským výdajům pomohla?

Nezaměstnanost podle nás již naráží na své limity. Z celkového počtu cca 355 tis. uchazečů v evidenci úřadů práce ke konci loňského roku bylo 31% se základním vzděláním a 40% se středním odborným vzděláním s výučním listem. 40% uchazečů bylo v evidenci déle než rok, čtvrtina všech pak déle než 2 roky. Ve světle těchto čísel pak nepřekvapí, že proti 355 tis. nezaměstnaným je dlouhodobě nezaplňených 145 tis. míst, a i to jsou jenom místa, které se do evidence úřadů práce dostanou (nejsou v tom zahrnuta místa, které firmy hledají samy).

Tento rok tak sice nezaměstnanost bude průměrně nižší, než minulý rok, to je ale dáno nižším výchozím stavem z počátku roku 2008 oproti roku 2007 (meziroční rozdíl v počtu lidí evidovaných úřady práce je 100 tis. ve prospěch roku 2008). Další výrazný pokles nezaměstnanosti tento rok z důvodů očekávaného zpomalení ekonomik doma i venku nečekáme.

Dynamika růstu potenciálního výstupu vykáže zhoupnutí: po loňských cca 5,5% zpomalí ke 4% v příštím roce. K 5% se vrátí v 09/10 jako výsledek investic do továrny v Nošovicích a v důsledku čerpání fondů z Evropské unie. V dlouhém období očekáváme zpomalování ke 3-4%. Pomalejší spotřeba tak způsobí zpomalení růstu HDP v roce 2008 a zmenšení kladné mezery výstupu.

Prognóza růstu HDP a mezery výstupu (%)



## INFLACE

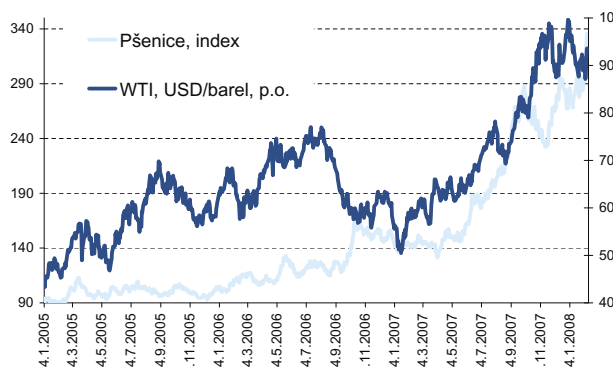
	2006	2007	2008	2009
Celková inflace	2,5	2,9	5,9	4,1
Regulované ceny	7,8	8,8	15,7	5,2
Poptávková inflace	2,3	1,2	2,5	4,2
Potraviny a nápoje	0,9	4,7	6,5	2,5
Pohonné hmoty	3,4	-0,2	-0,1	5,9
PPI inflace	1,6	4,1	3,8	3,7

### Inflace zvenku i zevnitř...

Inflace je v současnosti příběh č. 1 v České republice. Aby také ne, Česká republika byla dlouho známá jako krajina s nízkou inflací - ČNB se dařilo svůj cíl spíše podstřelovat než naopak, inflace se tak dlouhodobě držela pod třemi procenty.

Situace se změnila až koncem loňského roku - kombinace globálního růstu cen potravin (ceny pšenice vzrostly na burzách v roce 2007 o téměř 100%), cen ropy a daňových změn vedly k akcelerujícím cenám v České republice, na tlumení kterých nestačila ani rekordně silná koruna.

Exogenní cenové šoky - potraviny a ropa



Inflace tak v říjnu dosáhla 4,0%, o měsíc později 5%, v prosinci dokonce 5,4% - jenom v listopadu byl meziměsíční růst u potravin nejvyšší za deset let. V lednu si po dalším růstu cen potravin, růstu regulovaných cen a růstu spodní sazby DPH z 5 na 9% sáhla i celková inflace na desetileté maximum - 7,5%.

Co tedy leden v cenách konkrétně přinesl? V bydlení vzrostly ceny elektřiny o 9,5%, zemního plynu o 7,8%, tepla a teplé vody o 8,1%, vodného o 3,8%, stočného o 3,9%. Čisté nájemné v bytech s regulovaným nájemným vzrostly o 18,9% a v bytech s tržním nájemným o 0,5%. V podskupině zdraví se projevilo zavedení regulačních poplatků (vliv 0,5 procentního bodu na meziměsíčním úhrnném přírůstku indexu spotřebitelských cen). Jenom samotná DPH pak dle ČSÚ do meziměsíčního růstu cen 1,1 procentuálního bodu.

Tím jsme si administrativní šok zažili, co dál? Z nákladových faktorů se v roce 2008 situace příliš nezmění - ropa se udrží nad 80 dolary za barel, což bude zejména v první polovině roku nad úrovněmi z roku 2007. Zatímco vrchol inflace by tak měl být za námi, vysoká inflace se s námi udrží po většinu letošního roku, a výrazněji začne klesat znovu až koncem letošního a počátkem příštího roku. I to ale jenom

za předpokladu, že nedojde k dalším administrativním šokům (druhá fáze reformy). Průměr za celý rok 2008 tak dosáhne 6,1 %.

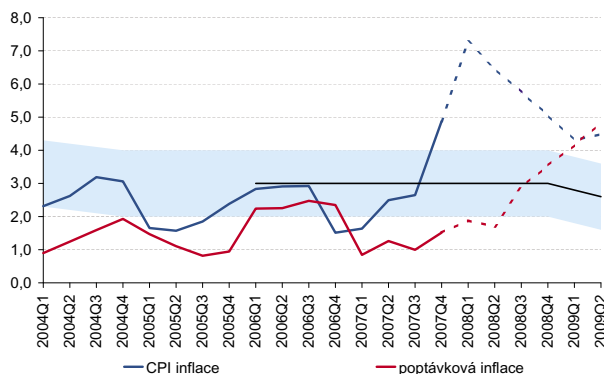
#### ...hrozbou pro inflační očekávání

Centrální banka v loňském roce zvedla sazby celkem o sto bodů, zejména z obav o akceleraci poptávkových tlaků. Koncem roku 2007 a počátkem roku 2008 ale jsou na pořadu dne spíše nákladové faktory. Jak k nim přistoupit?

Samozřejmě, z logiky věci by neměla centrální banka reagovat na jednorázové exogenní faktory, u kterých je možné domnívat se, že za rok z inflačních čísel vypadnou. Otázkou tak zůstává, jestli je právě tuto uklidňující domněnku v případě České republiky pro tento rok možné udělat. My se domníváme, že vzhledem k povaze inflace a její viditelnosti je riziko přelití vysoké celkové inflace do inflačních očekávání reálné. Situace je k tomu komplikovaná tím, že letošní růst reálných mezd bude právě kvůli vysoké inflaci (a nižšímu růstu nominálních mezd) nízký. Existuje tak možnost, že odbory budou v příštích mzdových vyjednáváních více důrazu klást na minulost než na budoucnost, a tudíž že jejich mzdové požadavky budou neúměrně očekávanému vývoji inflace a produktivity.

Na poptávkovou inflaci tak budou působit nejenom vyšší ochota zadlužovat se (podporována nižšími reálnými úrokovými sazbami a ochotou tuzemských bank půjčovat spotřebitelům), ale – zejména v roce 2009 – i vyšší inflační očekávání i v důsledku letošní vysoké celkové inflace.

#### Prognóza inflace a poptávkové inflace a inflační cíl



Vzhledem k tomu, že koruna je v současné době podstatně odchýlená od svého dlouhodobého trendu a že čekáme její návrat blíže fundamentálně více zdůvodnitelných úrovní, bude se tak její vliv na tlumení inflace v porovnání se současností postupně mírně omezovat. Co tento vývoj bude znamenat pro sazby?

## MĚNOVÉ PODMÍNKY

### Koruna oslabí, sazby mírně vyrostou

Tento rok čekáme v České republice ještě jedno zvýšení sazeb centrální banky (v květnu o 25 bazických bodů na 4 %), a to kvůli inflačním očekáváním, mělkému zpomalení v Evropské unii, opatrnému přístupu ČNB tváří v tvář inflaci na desetiletém maximu a očekávané korekci na koruně.

U té v porovnání s předchozí prognózou čekáme v našem hlavním scénáři mělčí oslabení (až k 26.70) ke konci prvního pololetí, a to zejména pod vlivem očekávaného dotknutí se dna americké ekonomiky. Ve druhé polovině roku pak čekáme opět posilování. Hlavním scénářem pro to, co zpustí korekci na koruně, je postupné (i když ne dramatické) zlepšení vyhlídek americké ekonomiky a návrat investorů k dolaru. Dlouhodobě zůstáváme na korunu pozitivní.

Podstatným rizikem zůstává déletrvajícím a hlubokou slabost za oceánem. To by se mohlo v první fázi projevit dalším posílením koruny. Jenom pokud by se zpomalení přelilo do Evropské unie a vyvolalo tlak na slabší krajiny regionu (Rumunsko, částečně Maďarsko), utrpěla by (i když asi relativně nejméně) i koruna.

### DEVIZOVÝ KURZ

Průměr	06	07	08	09	10	11	12	13
CZK/EUR	28,4	27,8	26,3	25,8	25,4	24,8	24,1	23,7
CZK/USD	22,6	20,3	18,5	20,5	21,7	21,6	21,0	20,6

Průměr	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	1Q08	2Q08
CZK/EUR	26,0	26,7	26,4	26,1	26,0	26,0	26,0	26,7
CZK/USD	17,6	18,4	18,8	19,3	19,8	20,4	17,6	18,4

### Koruna z extrému do extrému

Minulý rok byl pro korunu zvláštní – ta totiž v první polovině roku neposilovala, naopak celkem výrazně oslabovala. Nebylo to dáno špatnými domácími fundamentálními faktory, ani vyhlídkami na jejich zhoršení. Naopak domácí fundamenty byly spíše nakloněné posilování. Avšak vyhrály tzv. carry trades, čili krátkodobé spekulativní nákupy zahraničních aktiv financované z (tehdy) nízkouročené české koruny.

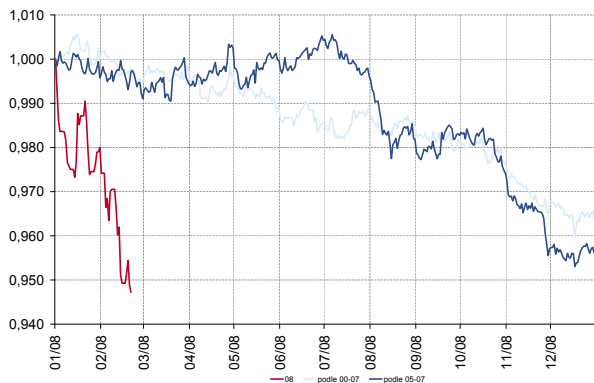
Propuknutí krize spojené s americkými subprime hypotékami v srpnu zvýšilo rizikovou averzi a investoři začali uzavírat spekulativní pozice a zpět nakupovat CZK. Koruna tak skokově posílila k 27 EUR/CZK a to i přesto, že toky na běžném účtu platební bilance jsou v letních měsících negativní pro korunu.

Ve druhé vlně nárůstu averze na podzim pak sehrála svou roli reputace české koruny – investoři si rychle uvědomili, že to je právě měna, ze které solidní makro a historický trend k posilování dělají právě to, co jim dolar již nemohl skýtat – bezpečný přístav. Koruna tak v několika skocích zlomila jeden rekord za druhým; absolutně se pak vývoj od počátku letošního roku vymyká tradiční sezónnosti, která byla na koruně několik let patrná.

Na konci ledna dosáhla CZK na nový rekord vůči EUR (mírně pod 25,60). Je sice pravdou, že obchodní bilance za rok 2007 vykazala téměř dvojnásobný přebytek oproti roku 2006 (86 vs. 46 mld. CZK), ani to ale neodůvodňuje stávající úrovně

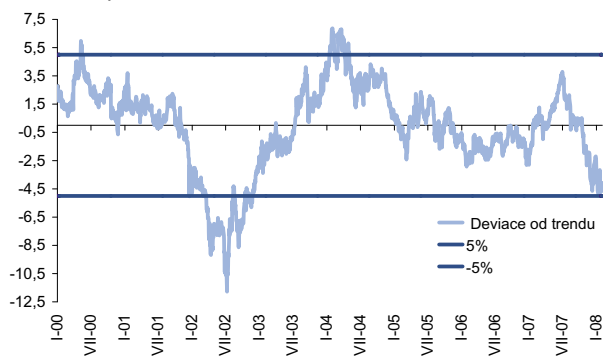


Sezónní vývoj CZK



CZK. Spíše, jak jsme již naznačili, za tím vidíme reputaci české koruny jakožto měny, která téměř neustále posiluje, a solidní české (a až na Maďarsko a Rumunsko) i regionální makro. Obrat koruny, která je teď mimo svou fundamentální úroveň, je samozřejmě obtížné časovat, nicméně situace podobné té stávající jsme tady již měli:

EUR/CZK - Deviace od dlouhodobého trendu, %



Obrázek znázorňuje procentuální odchylku spotového kurzu vůči EUR od dlouhodobého (lineárního) trendu koruny, který je odhadnutý z dat od ledna 2000 až po zhruba polovinu října roku 2007 (kdy se koruna od svého dosavadního trendu začala odpoutávat). Momentálně se tak koruna nachází cca 5 procent od něj (podotýkám, že tuto změnu neprovázely žádné fundamentální změny ve výhledu). To se v historii stalo - z pohledu dlouhodobého trendu - málokdy. Pokaždé se pak koruna dříve nebo později vrátila blíže své trendové trajektorii. Z čistě statistického hlediska je proces deviace od dlouhodobého trendu procesem náhodné procházky (a tudíž z definice nepředvídatelný), což znemožňuje rigorózně předvídat časování obratu. Co ale fundamenty - co by mohlo být spouštěčem obratu? Jednou z hypotéz, kterou stavíme, je obrat na dolaru. Hypotézou zde je, že s tím, jak se investoři přestanou k dolaru obracet zády, začne být i zdejší měna méně zajímavou a urychlí se výprodeje koruny.

**Návrat investorů k dolaru spustí korekci na koruně**

Oslabení koruny tak čekáme v souladu s výhledem americké ekonomiky spíše k polovině roku, a to v závislosti na tom, jak zlá situace ve Spojených státech bude. Pokud se naplní náš scénář rozsáhlého, ne však katastrofického zpomalení, mohl by obrat koruny přijít relativně rychle.

Situaci ale může krátkodobě zkomplikovat, a návrat na slabší úroveň zpomalit, výrazný pokles sazeb v Americe. Již nyní je mezi USA a ČR kladný úrokový diferencál, pokud by Fed v měnové expanzi pokračoval, mohla by se koruna ocitnout na opačné

straně carry-trade barikády, než tomu bylo v první polovině roku 2007. A zatímco většina vyspělých ekonomik sazby snižuje (nebo je alespoň dál nehodlá zvyšovat), střední Evropa jede vesměs opačným směrem (Polsko, Česko, Rumunsko). I když další výrazný růst sazeb v ČR nečekáme, i tak může být regionální makro pro investory lákadlem, stejně jako dobré vyhlídky české ekonomiky na „ustání“ případného zpomalení v Evropě a rozevírající se nůžky mezi sazbami za oceánem a zde v ČR. Klasický útěk z rizikových měn typu rozvíjejících se trhů k dolaru je momentálně spíše nepravděpodobný - jenom masivní zpomalení v Evropě, nebo problémy ekonomik Rumunska, Maďarska a Pobaltí, by vyvolaly obavy z růstových možností.

**Fundamenty budou korunu dále posilovat**

Tolik momentální sentiment a jeho vyhlídky. Co domácí fundamenty?

Pro dlouhodobého investora nadále zůstáváme pozitivní na EUR/CZK a očekáváme pokračování posilujícího trendu koruny, který je dán konvergenční historkou české ekonomiky a pozitivním vývojem obchodní bilance.

	Dlouhodobé	Střednědobé	Krátkodobé
Posílení	Konvergence	Reálné toky (obchodní bilance) finanční toky (EU peníze, FDI) reformní úsilí vlády	CZK jako bezpečný přístav, růst averze vůči riziku
Oslabení		Odliv dividend Úrokový diferencál	USD, carry trades

Dlouhodobým faktorem posilující CZK je přibližování českých cen k cenám v EU15. Ceny v ČR jsou na nižší úrovni než v EU15 (cca 66%), proto se toto vyrovnávání projevuje posilováním reálného kurzu zhruba o 3% ročně. To znamená, že inflace u nás je vyšší než v zahraničí a/nebo posiluje nominální kurz koruny. Předpokládáme, že konvergence bude postupně zpomalovat s přibližováním se a bude se více projevovat přes kurz, čemuž bude napomáhat i proexportní struktura ekonomiky.

Střednědobým faktorem ovlivňujícím kurz jsou reálné a finanční toky na platební bilanci. V souhrnu bude platební bilance posilovat kurz, ale méně ve srovnání s předcházejícím rokem.

Úrokový diferencál se z negativních hodnot vrátil (vůči EMU) téměř k nule, vůči Spojeným státům se dokonce díky dramatickému snížení sazeb Fedu zhouplnul do kladných čísel (momentálně 75 bodů). Pro tento rok čekáme další uvolnění měnové politiky za oceánem, její opětovné utahování (tempem mnohem pomalejším než jakého jsme byli svědky při pohybu dolů) pak jenom za podmínky, že se situace ve Spojených státech dál nezhorší. I tak ale zůstane úrokový diferencál mezi USA a ČR v letošním roce kladný. Mezi EMU a ČR pak diferencál zůstane bez změny, možným scénářem je mírný pokles sazeb v Eurozóně ke konci roku a tudíž kompletní umazání úrokového diferenciálu.

Z titulu úrokového diferenciálu (zejména vůči Spojeným státům) a v kombinaci s již zmiňovanou reputací české koruny je možné krátkodobě očekávat posílení CZK, zejména při dalších negativních zprávách z americké ekonomiky. Silná koruna však v tom případě bude tlačit ČNB do snižování sazeb (co například poslední tiskovka ČNB nevyloučila), a tudíž k zmenšování vlivu

úrokového kanálu. Zlepšení situace v USA pak korunu vrátí blíže rovnovážné trajektorii posilování (3-4% ročně).

Co obchodní bilance? Ta minulý rok skončila téměř dvounásobným přebytkem oproti roku 2006 (86 vs. 46 mld. CZK), a i tento rok zůstane pozitivní. V důsledku poklesu poptávky domácností a poklesu exportu do krajin Evropské unie v důsledku zpomalení růstu EU poklesne tempo růstu dovozu i vývozu. Silná koruna po nezanedbatelnou část letošního roku také utlumí export (i když vliv CZK je částečně kompenzován vyšším množstvím exportérů, kteří loňské slabé úrovně koruny využili k zajištění se na delší dobu). V čistém vyjádření tak přebytek obchodní bilance dosáhne kolem 70 mld. CZK, nebude ale už tolik jak minulý rok přispívat k fundamentálnímu posilování české koruny.

Dividendy mohou být tento rok to, co bude na korunu tláčit směrem k oslabení – pokud se projeví tendence zahraničních podniků o výplatu zvýšených dividend ve snaze dostat se k prostředkům, které by buď mohli pokrýt již existující ztráty (například u bank) nebo k prostředkům, kterými by mohli nahradit obtížněji dostupné úvěry od bank.

Loni dosáhl čistý příliv přímých zahraničních investic cca 140 mld. Kč. V letošním roce očekáváme, že příliv dosáhne 130 mld. Kč (bez privatizačních příjmů, ty by však nejspíš nebyly směňovány na trhu), investiční aktivita zahraničí bude částečně utlumena zpomalením hospodářského růstu. Ve střednědobém horizontu očekáváme klesající vliv přímých zahraničních investic na kurz. Za prvé, roste podíl reinvestovaného zisku (zisk společností vlastněných zahraničním vlastníkem není vyplacen, ale je použit na investice) na přílivu kapitálu. Za druhé, postupně rostou investice českých společností v zahraničí.

## PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

Průměry za období v %	2006	2007	2008	2009
Repo sazba	2,17	2,86	3,90	4,27
3M PRIBOR	2,3	3,1	4,1	4,4
12M PRIBOR	2,6	3,4	4,3	4,5
10Y dluhopis	3,8	4,3	0,5	0,1

Jak jsme již uvedli, čekáme, že ČNB tento rok zvedne sazby ještě jednou (v květnu), na konci roku tak budou na 4%.

### ČNB na vrcholu nebo v základním táboře?

Centrální banka za posledních 12 měsíců zvýšila sazby celkem o 100 bazických bodů. Naposledy o 25 bazických bodů v únoru. A po novém nás poinformovala i o tom, jak si model ČNB představuje další vývoj sazeb (více Fokus). A co byste řekli? Nejbližší pohyb je dle modelu dolů. A že ne málo – do konce roku by měl být 3M PRIBOR o cca 60 bodů níže, než co máme teď.

Věříme jim? Spíše ne. Zdá se nám, že prognózovaný pokles sazeb je funkcí silné koruny, která je patrně vstupním předpokladem modelu. Za druhé, souvisí si to i s tím, že ČNB ve své poslední prognóze (v porovnání s říjnovou) u hlavního scénáře klade větší váhu na vpřed hledící aspekt inflačních očekávání a omezuje „průsak šoků“. To v podstatě znamená, že růst cen v jedné oblasti (= potraviny) se projeví méně v růstu cen v jiných oblastech. Obojí má pak za následek to, že současný růst cen se v modelu nepřelije tak výrazně do jádrové inflace.

My ale zůstáváme u názoru, že na české poměry je takto vysoká

inflace větší hrozbou pro očekávání, než se ČNB může zdát. K tomu se jedná o inflaci, která je ostřeji vnímaná právě z titulu, že rostou ceny základních věcí. To je první z věcí, pro kterou se domníváme, že sazby zůstanou tento rok buď stabilní, případně že ještě jednou povyroste. Odbory byly vysokou inflací koncem roku překvapeny, lednová inflace je asi také zrovna nepotěšila, tudíž je zde riziko, že nejbližší mzdová vyjednávání budou drsnější, a odboráři více zpět hledící, než co by si ČNB přála.

Dalším faktorem je očekávané oslabení koruny – to odebere jeden z nejsilnějších důvodů proč sazby nezvedat (silná koruna má tendenci tlumit růst cen). S tím, jak se koruna vrátí nad 26 CZK, vrátí se i do Rady nálada k dalšímu zvýšení sazeb.

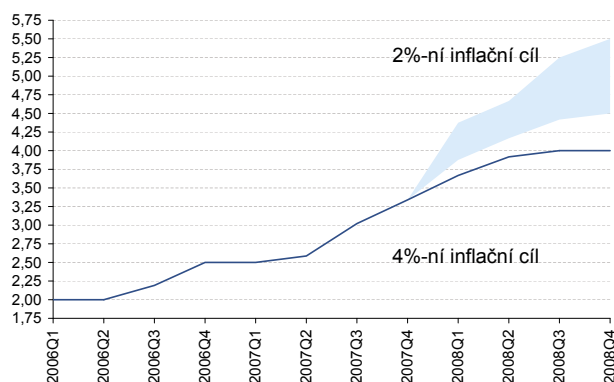
Posledním z důvodů je taktický aspekt – pokud se později ukáže, že rozhodnutí sazby ještě mírně zvednout bylo neodůvodněné, není problém je zase snížit (advokátů flexibilního přístupu k měnové politice v Radě několik je).

Naopak, proti dalšímu zvyšování sazeb bude působit zejména zpomalení v zahraničí, zejména pokud by se promítlo (nebo hrozilo promítnout) do zásadnějšího zpomalení v české ekonomice.

Na konci roku tak čekáme sazby 4 % (nejbližší zvýšení sazeb tak podle nás přijde v květnu), s rizikem toho, že zůstanou stabilní na 3,75%. Jenom další setrvalé posílení koruny (pod 25 korun) by zvedlo pravděpodobnost toho, co maluje poslední prognóza ČNB – snížení sazeb.

Co vývoj na delším horizontu? Vycházíme znovu ze scénáře, kdy Spojené státy začnou relativně rychle znovu hospodářsky expandovat (i když jenom mírně) a koruna po oslabení tento rok začne tempem kolem 3% ročně dále posilovat. V polovině tohoto roku se na horizontu měnové politiky objeví už nižší cíl – od ledna 2010 bude ČNB cílovat místo 3% jenom 2%. Vzhledem k tomu, že si nemyslíme, že by ČNB chtěla inflaci srážet skokově, ale že se bude chtít spíše více opírat o ukotvená inflační očekávání, pak máme další argument k růstu sazeb. V roce 2009 tak čekáme růst sazeb o dalších 50 bazických bodů.

### Trychtýř sazeb dle úrokových pravidel a naše prognóza



Z obrázku je patrné, že se nacházíme pod prognózovaným trychtýřem sazeb, který ukazuje model založený na minulém chování ČNB. Proč? Ke konzervativnímu přístupu nás vede skutečnost, že koruna spíše překvapuje směrem k posílení než oslabení, a také skutečnost, že momentální inflace je tak vysoká, na jakou model ve své historii ještě nemusel reagovat. Vzhledem k tomu, že modelované vztahy platí nejpřesněji pro malé změny inflace, upravujeme prognózu sazeb oproti modelu směrem dolů.

## FOKUS

### ČNB PO NOVÉM

ČNB od počátku letošního roku přistoupila ke změnám, které mají přinést více transparentnosti. Co tedy konkrétně a co z toho budeme mít?

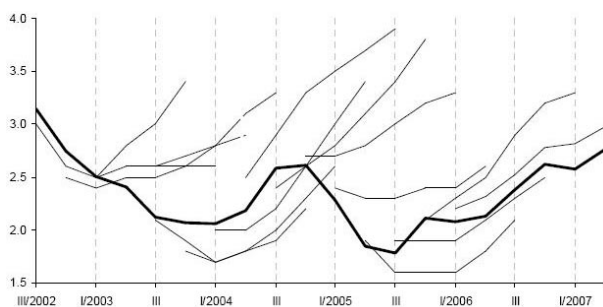
Počet měnově-politických zasedání se snižuje z 12 za rok na 8 za rok. Toto opatření hodnotíme pozitivně, jednotlivé situační zprávy budou zahrnovat delší období (a budou tak moci reflektovat více událostí). Zůstane tak i delší období na případné komentáře jednotlivých členů Rady.

Od ledna se začíná zveřejňovat i to, kdo jak konkrétně hlasoval. Toto opatření sice na první pohled vypadá dobře, lechce se ale může stát dvousečnou zbraní. Na jedné straně to znamená, že nebude už tak jednoduché v médiích říkat jednu věc a hlasovat pak jinak, protože trhy by u takto nekonzistentního člena Bankovní rady začaly snižovat váhu, kterou jeho slovům přikládají. Na straně druhé to ale může znamenat, že z těch samých důvodů bude pro bankéře problematičtější vyjadřovat se konkrétně a budou spíše volit vágnější způsob komunikace, zejména v období, kdy nemají k dispozici novou prognózu.

To nejlepší na konec. Centrální banka začala v lednu zveřejňovat trajektorii úrokových sazeb, která je konzistentní s modelem. Co to znamená? Nejdřív trošičku z toho, jak vlastně prognóza, kterou ČNB dělá, vypadá. Centrální banka může dělat prognózu 2 způsoby – jako prognózu podmíněnou a prognózu nepodmíněnou. Ta první ukazuje, co by se za daných vstupních předpokladů (např. vývoj ropy, vývoj v zahraničí) stalo s inflací, pokud by sazby zůstaly bez změny. Ta druhá pak ukazuje, jak musí být sazby za daných předpokladů nastaveny proto, aby na horizontu měnové politiky inflace směřovala do cíle ČNB. A právě takovou prognózu ČNB dělá. Doposud ale centrální banka nezveřejňovala tuto prognózu - tudíž jediné, co Vám ČNB byla ochotná sdělit bylo, že inflace bude na cíli. To Vám samo o sobě moc neřekne – už z definice inflačního cílení nemůže ta inflace být na horizontu měnové politiky mimo. Teď ale vidíme i to, jak si model tu cestu sazeb představuje.

Znamená to tedy, že máme tyto informace brát jako sdělení ČNB, kde budou sazby za rok? Máme čekat s hypotékou jenom proto, že model ČNB maluje pokles sazeb? Zdaleka ne:

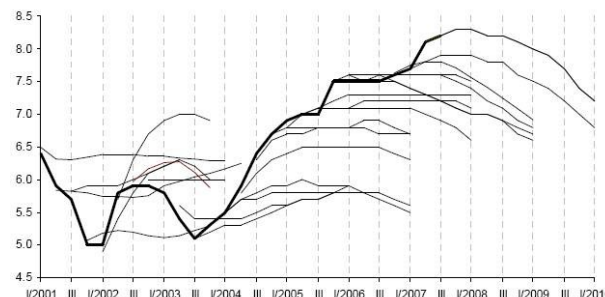
Modelová trajektorie sazeb ČNB a skutečné sazby, %



Tenké čáry naznačují historicky jak vypadala modelová prognóza sazeb a (hrubá čára) jak se sazby nakonec vyvíjely.

Proč ten rozdíl? Je to tím, že jsou v ČNB prostě špatní v předvídání budoucnosti? Ani ne.

Modelová trajektorie sazeb centrální banky Nového Zélandu a skutečné sazby, %



Jak je vidno, ani na Novém Zélandu se prognózovaná trajektorie sazeb neshoduje vždy s aktuální. Proč? Trajektorie sazeb je představa matematického modelu za daných podmínek o nevyhnutném nastavení sazeb. Bankovní rada, která ve finále rozhoduje, se ale nemusí ztotožnit jak s předpoklady či riziky modelu (může např. vnímat jinak rizika) tak také může reagovat jinak, než co navrhuje model, protože se prostě mezi vznikem modelu a samotným rozhodnutím objevily jiné, v prognóze nezahrnuté skutečnosti.

Podobné to bude i v České republice – představu, kterou nám každé tři měsíce naservíruje model, bude potřeba brát s rezervou. Nebude možné se na ní spoléhat bezvýhradně, a vždy tak bude muset člověk zvažovat, jestli jsou předpoklady, na kterých je prognóza postavena, tím, co člověk skutečně čeká.

## DŮLEŽITÁ UPOZORNĚNÍ

**Obecně.** Tento dokument je považován za doplňkový zdroj informací našich klientů a není nabídkou ani propagačím nákupem či prodejem cenných papírů. Je založen na nejlepších informačních zdrojích dostupných v době tisku. Použité informační zdroje jsou všeobecně považované za spolehlivé, avšak Česká spořitelna, a.s. neručí za správnost a úplnost uvedených informací. Názory, prognózy a odhady v materiálu prezentované odrážejí naše nejlepší znalosti ke dni vydání publikace a mohou se změnit bez udání důvodu. Publikace neprošla jazykovou úpravou. Správním úřadem vykonávajícím dozor nad Českou spořitelnou, a.s. je Česká národní banka.

**Poctivá prezentace doporučení.** Emitenti analyzovaných investičních nástrojů nebyli před rozšířením této analýzy seznámeni s jejím obsahem a analýza nebyla na základě jejich pokynů nijak upravována. Analýza je tvořena na základě standardních finančních a ekonometrických modelů. V případě akciových doporučení se jedná zejména o různé varianty metody diskontování budoucích cash flows a metodu čisté hodnoty aktiv společnosti. V případě dluhopisů a měn jsou standardními metodami uzavřené makroekonomické modely typu Clarida-Gali-Gertler nebo typu QPM ČNB.

**Stupeň investičního doporučení u akciových titulů.** Cílové ceny pro 12-měsíční horizont akcií odrážejí férovou hodnotu akcií, při jejímž stanovení jsou brány v potaz fundamentální faktory a další informace relevantní pro cenu akcie. Všechna slovní doporučení vychází z fundamentální hodnoty cenných papírů a neodrážejí relativní výkonnost akcie vůči jiným regionálním titulům. Slovní doporučení odrážejí vztah mezi cílovou cenou a cenou akcie při určení cílové ceny, tj. vydáním příslušné podnikové analýzy. V závorkách jsou uvedeny příslušné číselné hodnoty: kupovat (cílová cena 20% nad cenou akcie), akumulovat (10% až 20% nad), držet (0% až 10% nad), redukovat (cílová cena leží v pásmu -10% až 0% vzhledem k ceně akcie při určení cílové ceny) a prodávat (pod -10%).

**Rizika.** Minulý výkon investičních nástrojů nezaručuje srovnatelný budoucí výkon. Různé investiční nástroje a investice s sebou nesou různý stupeň investičního rizika. Hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní částky. Česká spořitelna,

Tabulka 1: Přehled minulých investičních doporučení na pokrývané akcie v systému SPAD

ČEZ			Zentiva		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
14.2.2008	1 155	držet	13.11.07	1 090	akumulovat
8.6.2007	1 045	držet	16.8.07	1 520	koupit
22.11.06	989	držet	25.5.07	1 760	koupit
18.10.06	989	koupit	16.3.07	1 650	koupit
1.8.06	962	koupit	7.11.06	1 460	akumulovat
29.5.06	962	koupit	10.8.06	1 390	akumulovat
Telefónica O2 ČR			Unipetrol		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
2.11.07	650	akumulovat	1.10.07	367	koupit
31.7.2007	620	držet	20.11.06	262	koupit
8.3.07	600	držet	10.7.06	251	koupit
25.9.06	550	koupit	22.2.06	261	prodat
4.5.06	608	koupit			
Komerční banka			Orco		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
5.5.07	4 400	akumulovat	1.10.07	129 (€)	koupit
27.3.06	3 800	akumulovat	28.3.07	3 690	držet
			21.4.06	108.8 (€)	akumulovat
CME			ECM		
Datum	Cílová cena (USD)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
31.1.07	98	akumulovat	1.10.07	1 880	akumulovat
3.2.06	68	koupit	14.6.07	2 160	akumulovat
			15.2.07	1 914	kupovat
Pegas			Philip Morris CR		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
3.7.07	849	držet	6.12.07	8 800	držet
1.3.07	806	akumulovat	12.6.07	9 655	redukovat

a.s. nepřebírá odpovědnost za případné ztráty způsobené přímo či nepřímo využitím informací v tomto dokumentu. Prognózovaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena může být ohrožena různými typy rizik. Mezi ně patří například rizika související s nabídkou a poptávkou po daném investičním nástroji, rizika konkurence, cen vstupů či riziko tržních kolísání. Prognózovaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena vychází z předpokladů uvedených v analýze. Jiný než očekávaný vývoj těchto předpokladů představuje rovněž klíčové riziko.

**Aktualizace.** Investiční doporučení, analýzy a prognózy jsou aktualizovány v rámci pravidelných publikací České spořitelny, a.s. a Erste Bank Group. Cílové ceny akcií jsou aktualizovány v podnikových analýzách pokrývaných společností, které vycházejí nepravidelně a odrážejí aktuální dění v daném oboru nebo pokrývané společnosti. Přehled vydaných investičních doporučení za uplynulých 12 měsíců shrnuje tabulka 1.

**Hodnocení analytika.** Hodnocení analytiků není přímo závislé na výsledcích obchodování finanční skupiny ČS s pokrývanými investičními nástroji. Nepřímá vazba spočívá ve vazbě hodnocení analytiků na zisk celé Finanční skupiny České spořitelny, na kterém se do jisté míry podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

**Konflikt zájmů.** Česká spořitelna, a.s., Erste Bank, jejich dceřiné společnosti a klienti mohou mít pozice v investičních nástrojích uvedených v doporučení, mohou obchodovat s investičními nástroji společností uvedených v doporučení nebo mohou těmto společnostem poskytovat investiční nebo bankovní služby. Odbor ekonomických a strategických analýz České spořitelny, a.s. je organizačně a fyzicky oddělen od útvarů Divize finančních trhů České spořitelny, a.s.. Zájmy a z nich plynoucí případné střety zájmů Finanční skupiny České spořitelny vůči analyzovaným akciovým společnostem v České republice (společnosti obchodované v systému SPAD mimo Erste Bank) jsou uvedeny v příložené tabulce 2.

Tabulka 2

Typ střetu zájmu
(1) ČS a/nebo propojená osoba má přímý či nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta větší než 5 %
(2) emitent má přímý či nepřímý podíl na základním kapitálu ČS a/nebo propojené osoby větší než 5 %
(3) ČS a/nebo propojená osoba má jiný významný finanční zájem ve vztahu k emitentovi
(4) ČS a/nebo propojená osoba je tvůrcem trhu nebo osobou jinak zajišťující likviditu ve vztahu k finančním nástrojům vydaným emitentem
(5) ČS a/nebo propojená osoba byla v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem
(6) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřenu jinou smlouvu o poskytování investičních služeb
(7) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení.

Emitent	Sřet zájmu (uvedte zde číselné označení příslušného typu střetu zájmu)
CETV	4, 5
ČEZ	4, 6
Komerční banka	4
ORCO	4, 5
Philip Morris ČR	4
Teléfonica O2 Czech Republic	4
Unipetrol	4
Zentiva	4

Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení Erste Bank Group obsahuje tabulka 3 . Tabulka obsahuje poměr u investičních doporučení na pokrývané akcie obchodované v systému SPAD BCPP (SPAD7).

Tabulka 3

	SPAD10	SPAD se vztahem k EBG
Kupovat	20%	0%
Akumulovat	30%	40%
Držet	40%	60%
Redukovat	10%	0%
Prodávat	0%	0%

<b>Odbor Ekonomické a strategické analýzy</b>			
Ředitel odboru, investiční strategie	<b>David Navrátil</b>	+420/224 995 439	dnavratil@csas.cz
Makro tým (Střední Evropa)	Mária Hermanová	+420/224 995 232	mhermanova@csas.cz
Makro tým (ČR)	Martin Lobotka	+420/224 995 192	mlobotka@csas.cz
Makro tým (USA, EMU)	Luboš Mokráš	+420/224 995 456	mokras@csas.cz
Akciový tým (CEE Real Estate)	Petr Bártek	+420/224 995 227	pbartek@csas.cz
Akciový tým (ČR, CEE Media)	Radim Kramule	+420/224 995 213	rkrumule@csas.cz
Akciový tým (ČR), team-leader	Jakub Židoň	+420/224 995 340	jzidon@csas.cz
Akciový tým	Lenka Slámová	+420/224 995 289	islamova@csas.cz
<b>Úsek Finanční trhy - prodej a obchodování</b>			
Ředitel úseku	<b>Petr Witowski</b>	+420/224 995 800	pwitowski@csas.cz
	<b>Robert Novotný</b>	+420/224 995 148	rnovotny@csas.cz
<b>Oddělení Debt Capital markets - ředitel</b>	<b>Tomáš Černý</b>	+420/224 995 197	tcerny@csas.cz
	Alice Racková	+420/224 995 197	arackova@csas.cz
	Jolana Jarušková	+420/224 995 205	jjaruskova@csas.cz
<b>Odbor Obchody treasury - ředitel odboru</b>	<b>Libor Vošický</b>	+420/224 995 592	lvosicky@csas.cz
<b>Odbor Obchody na kapitálových trzích - ředitel odboru</b>	<b>Pavel Křivonožka</b>	+420/224 995 565	pkrivonozka@csas.cz
<b>Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty - ředitel odboru</b>	<b>Daniel Drahotský</b>	+420/224 995 178	ddrahotsky@csas.cz
<b>Odbor Proprietary trading</b>	Robert Novotný	+420/224 995 148	rnovotny@csas.cz
<b>Úsek Investiční bankovníctví</b>			
Ředitel úseku	<b>Jan Brabec</b>	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
	<b>Jiří Hrbáček</b>	+420/224 995 836	jhrbacek@csas.cz
<b>Odbor Finanční instituce - ředitel odboru</b>	Jana Daňková	+420/224 995 128	mmandankova@csas.cz
<b>Odbor Obchodování a distribuce aktiv - ředitel odboru</b>	<b>Jan Brabec</b>	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
<b>Erste Bank Vídeň - Global Macro &amp; CEE Equity</b>			
Head of Research	<b>Friedrich Mostböck</b>	+43 501 00 119 02	friedrich.mostboeck@erstebank.at
Co-Head of CEE Equities	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	henning.esskuchen@erstebank.at
Co-Head of CEE Equities	Gunther Artner, CFA	+43 501 00 115 23	guenther.artner@erstebank.at
akcie – sektor ropa, plyn	Jakub Židoň	+420 224 995 340	jzidon@csas.cz
akcie – sektor bankovníctví	Guenter Hohberger	+43 501 00 173 54	gunter.hohberger@erstebank.at
akcie – sektor bankovníctví	Gernot Jany	+43 501 00 119 03	gernot.jany@erstebank.at
akcie – sektor telekomunikace	Vera Sutedja, CFA	+43 501 00 119 05	vera.sutedja@erstebank.com
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+420 224 995 940	urbankovav@ersteinet.cz
akcie – sektor IT	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	daniel.lion@erstebank.at
akcie – sektor strojírenství	Gerald Walek	+43 501 00 163 60	gerald.walek@erstebank.at
akcie – sektor pojišťovnictví	Christoph Schultes	+43 501 00 163 14	christoph.schultes@erstebank.at
Head of Macro/Fixed Income Research: Global Macro	Veronika Lammer	+43 501 00 119 09	veronika.lammer@erstebank.at
Head of CEE Macro/Fixed Income Research	Rainer Singer	+43 501 00 111 85	rainer.singer@erstebank.at
<b>Brokerjet</b>	On-line obchodování s CP	+420 222 004 444	www.brokerjet.cz