

Martin Lobotka
tel.: 224 995 192, e-mail: mlobotka@csas.cz

19.2.2010

Prognóza sazeb: sazby ČNB na dně, obrat pozvolný, rizika směrem k delšímu období stability.

Průměr	II/10	III/10	IV/10	V/10	VI/10	VII/10	VIII/10	IX/10
Repo rate	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.25	1.50	1.50
3M PRIBOR	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7
12M PRIBOR	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1
2Y swap	2.2	2.3	2.3	2.4	2.3	2.5	2.6	2.6
10Y swap	3.4	3.5	3.6	3.5	3.5	3.6	3.6	3.6

Průměr	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2020
Repo	2.86	3.49	1.53	1.27	2.25	3.00	3.68	4.00
3M PRIBOR	3.1	4.0	2.2	1.7	2.6	3.2	3.8	4.1
12M PRIBOR	3.4	4.2	2.6	2.1	2.9	3.6	4.1	4.2
5Y swap	3.9	3.9	3.3	3.2	3.6	4.2	4.5	4.4
10Y swap	4.2	4.2	3.7	3.6	3.8	4.4	4.5	4.6

Shrnutí a vývoj v minulosti

- ČNB svým prosincovým snížením sazeb dosáhla dna v tomto cyklu – sazby teď nějakou dobu zůstanou na (historicky nejnižší úrovni) 1%, pak zamíří nahoru. Otázkou zůstává, jak rychlý tento obrat bude.
- Dle nás je koruna stále slabší, než co by odpovídalo fundamentům (cca 25,20) a vzhledem k ekonomickému růstu, který v letošním (a pak zejména v příštím roce) čekáme, a k pozvolnému obratu v jádrové inflaci, vidí naše poslední prognóza (z ledna 2010) pozvolné utahování měnové politiky zhruba od poloviny letošního roku. Do konce roku tak v našem hlavním scénáři vidíme dvě (max. 3) zvýšení sazeb na 1,50% (1,75%).
- Rizikem v této situaci jsou nedávná překvapivá předběžná data o českém HDP ve 4Q/09 (nečekaný pokles o 6 desetin % q/q). Zatím není jasné, co bylo za tímto poklesem (vypadá to na poptávku domácností), ale implikace pro sazby jsou spíše směrem k pozdějšímu růstu. Dočkat se zvýšení sazeb ale v letošním roce dočkáme.
- Další normalizace sazeb nás čeká až v roce 2011, sazby se však nedostanou poblíž neutrální úrovně 3,5% dřív než koncem roku 2012.

Střednědobý výhled – obrat v sazbách pozvolný

- Prostor pro další pokles sazeb už moc nevidíme, a to i navzdory překvapivě slabým předběžným výsledkům českého hospodářství ve 4Q/09. Ekonomika dosáhla ve druhém čtvrtletí dna (růst +0,2 q/q), ve třetím už vyrostla dle předběžných dat o 0,8%, ve čtvrtém ale poněkud překvapivě znovu o 0,6% q/q poklesla. Zatím nevíme, proč se tak stalo - z předběžných dat to vypadá na spotřebu

domácností, ale její pokles musel být ve 4Q/09 výrazný a náhlý, aby způsobil takový výrazný propad ekonomické aktivity (a o to více, když uvážíme, že doposud ČSÚ spotřebu vykazoval velice houževnatou – i když četné revize obrázků znejasňovaly).

- I kdyby spotřeba takhle náhle ve 4Q/09 poklesla, sazby již dále klesat nebudou – my se slabostí spotřeby pro rok 2010 počítáme (vidíme pokles o 0,8%), více nás překvapovalo, že doposud moc neklesala (což možná ve 4Q/09 ČSÚ „dožene“). Zbylé sektory ekonomiky, zejména motor jejího růstu (průmysl a export), i ve 4Q/10 dále oživovaly – hrubá přidaná hodnota v průmyslu o 0,2% q/q vzrostla. A tento trend by měl pokračovat.
- Ačkoliv v roce 2010 oživení v ČR nebude nijak výrazné (a navíc mu bude škodit dopad balíčku úsporných opatření), na pokles sazeb v našem hlavním scénáři to není – oživení v západní Evropě je, zdá se, udržitelné, ekonomická situace by se měla v nejbližších čtvrtletích pozvolna zlepšovat, což začne postupně reflektovat i trh práce. Francie například ve 2Q - 4Q/09 kontinuálně rostla, Německo po dvou solidních kvartálech sice ve 4Q/09 stagnovalo, ale v dalším kvartálu by mělo znovu jemně růst, PMI indexy se v posledních 4 měsících drží v ČR nad 50 a nové objednávky rostou (v prosinci zahraniční +17%).
- Neznamena to ale, že by se sazby měly rychle otočit – ekonomiky se budou vzpamatovávat jenom pozvolna a zatímco postupně dojde k doplňování zásob z úrovně, které reflektovaly očekávání depresního vývoje, slabá spotřebitelská poptávka bude podvazovat růst delší dobu.
- Inflační výhled je ale vesměs příznivý - slabá reálná ekonomika (výrazná mezera výstupu), „rozumné“ ceny komodit způsobují, že na konci roku 2009 byla 1 % (výrazně pod spodním okrajem tolerančního pásma). Do budoucna je možné čekat mírný růst s tím, jak se minulá slabší koruna dostane do cen (i když kvůli slabé ekonomice asi méně, než by bylo obvyklé), a s tím, jak s oživením podraží ropa. K tomu se přidá efekt vyšších daní. I tak ale slabá reálná ekonomika způsobí, že inflace se dostane jenom k cíli ČNB do konce roku 2010.
- Z toho vyplývá následující: v hlavním scénáři nevidíme prostor pro další pokles sazeb. Obrat bude pozvolný – první zvýšení sazeb čekáme ve 2Q/10 (+25 b.b. na 1,25%), ve druhé polovině roku 2010 pak jedno, max. dvě (+25-50 b.b.) na 1,50-1,75% s tím, jak se měnová politika zacílí na rok 2011. Další zvýšení pak až v roce 2011 a normalizace k 3,00-3,50% až v roce 2012.
- Rizika ohledně sazeb ČNB jsou pro rok 2010 podle nás zhruba vyrovnaná, a to mezi delším obdobím jejich stability a rychlejším růstem. Hodně bude záviset na vývoji v reálné ekonomice a na kurzu koruny.

- Silnější koruna nebo naopak výrazné zpomalení zahraničního růstu po silné druhé polovině roku 2009 by vedli k tlaku na stabilní sazby po delší dobu (další pokles sazeb vidíme spíše jako mnohem méně pravděpodobnou alternativu – hlavně v případě rychlého posílení koruny, řekněme k 24 v první polovině roku 2010). Nezanedbatelným důvodem pro takový vývoj je i stále nedobře fungující (i když pomalu lepšící se) mezibankovní trh – ten v sobě stále zahrnuje prémii, která v podstatě neguje dva cuty po 25 bps. Pokles sazeb reálné ekonomiky je pak ještě menší – mnohdy došlo k růstu rizikových přírůžek (zejména u spotřebitelských úvěrů je efekt snižování sazeb ČNB absolutně neviditelný).
- Směrem k většímu růstu sazeb v letošním roce naopak může vést rychlejší růst ve světě a v EMU. To by se promítlo jak do vyššího růstu v ČR, tak do vyššího růstu cen komodit a i do vyššího stupně přenosu exogenního šoku v podobě vyšších daní do inflace. Druhou možností je nižší potenciální produkt po odeznění krize, což by vedlo k vyšším poptávkovým tlakům.
- Postupná normalizace v dalších letech bude souviset s dalším oživováním ekonomiky – na úroveň před krizí se ČR dostane zhruba v první polovině roku 2012, tomu budou odpovídat i sazby.
- Rizikem pro sazby v dalších letech je případná fiskální konsolidace. To má dva rozměry – prvním je menší vytlačování soukromých půjček (a tudíž, cet.par., vyšší růst spotřeby domácností i vyšší růst investic), tou druhou je bezprostřední negativní dopad do spotřeby domácností. Každý plán fiskální konsolidace totiž bude muset omezit výdaje státu, což se nepochybně dotkne i sociálních výdajů, anebo bude muset zvýšit daně – dopad obojího na spotřebu domácností je zřejmý. Kvantifikace těchto efektů ale bude záviset na konkrétních opatřeních.
- Delší sazby u swapů jsou zhruba na námi očekávané úrovni. 10Y swap zůstane v nejbližších měsících kolem 3,50, pozvolný růst začne až v příštím roce s tím, jak se přiblíží obrát měnové politiky.
- U dluhopisů rovněž došlo na podzim 2009 k námi očekávané normalizaci situace – nižší nabídka a zejména návrat zahraničních investorů do českého dluhu stlačil výnosy za 3 říjnové týdny 2009 z 5% až na 4,1%, pak došlo k dalšímu poklesu výnosů až pod 4%. To se nám zdálo ale už trochu moc - jako rozumnější jsme viděli hodnoty kolem 4,4%, kam se české bondy i v průběhu ledna 2010 nakonec dostaly. Ve zbytku první poloviny roku čekáme stagnaci – na jedné straně vyšší zahraniční emise ze strany vlády bude domácí poptávku udržovat nízkou, na druhé straně bude růst nervozita kolem voleb a jejich výsledku (k tomu se přidá i nervozita kolem Řecka). Obojí by mělo udržet českou desetiletku kolem 4,3-4,4%.
- Nejvýraznější riziko pro dluhopisy vidíme do druhé poloviny roku 2010 – jednak bude po volbách (což je v českých poměrech riziko samo: levice nebo další patová situace) a jednak se začne více selektovat mezi zeměmi, které s fiskálem něco chtějí a hodlají dělat, a zbytkem. Způsob, jakým se naložilo s rozpočtem na 2010 (jenom růst daní, žádné omezení výdajů) nedává moc optimismu na rozumnou fiskální konsolidaci na další roky. Investoři můžou z vysoké dynamiky zadlužení nervóznět – to by bylo negativní jak pro bondy, tak pro kačku.
- Náš dlouhodobý výhled vychází z kombinace odhadu neutrální sazby a doby přijetí eura.
- Neutrální sazbu odhadujeme na cca 3,5%. Inflační část je dána cílem ČNB na 2%. Rovnovážnou reálnou sazbu odhadujeme na 1,5% z produkční funkce ČR a charakteru ekonomiky (otevřená konvergující ekonomika s dlouhodobě posilujícím kurzem). Urychlení růstu v letech 2010 a 2011 pak povede k růstu sazeb až k 3%.
- Přijetí eura očekáváme v roce 2015. Konsensus trhu je nastaven na 2013. My vidíme rizika pro pozdější přijetí díky politickému cyklu (velký deficit ⇐ poslanecké volby v roce 2010), změnám v bankovní radě (posílení eurospektické části, kdy guvernér Tůma připustil dokonce oslavu stoletého výročí koruny v roce 2018) a procedurálním zpožděním. Naopak, krize by mohla přijetí EURA urychlit (zejména pokud by vstoupilo Polsko či Maďarsko)...
- Po přijetí eura nahradí české sazby sazby eurozóny. Pro eurozónu odhadujeme neutrální sazby na 4%.

Dlouhodobý výhled