

## Tabulka prognózy

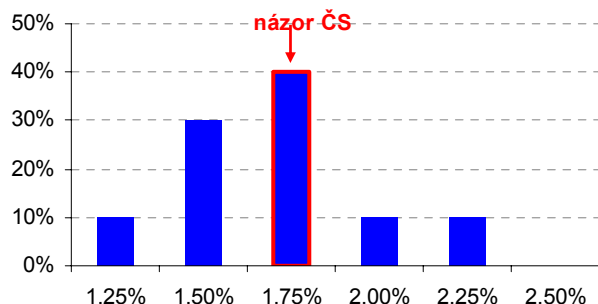
	II/10	III/10	IV/10	V/10	VI/10	VII/10	VIII/10	IX/10	X/10	XI/10	XII/10	I/11	II/11	III/11	IV/11
Repo rate	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.25	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75	1.75	1.75	2.00
3M PRIBOR	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3
12M PRIBOR	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1	2.2	2.3	2.3	2.6	2.7	2.8	2.9
2Y swap	2.2	2.3	2.3	2.4	2.3	2.5	2.6	2.6	2.8	2.8	3.0	3.0	3.1	3.1	3.2
10Y swap	3.4	3.5	3.6	3.5	3.5	3.6	3.6	3.6	3.7	3.7	3.7	3.8	3.7	3.8	3.8

## Shrnutí

- První letošní zasedání ČNB by se mělo nést v pokojném duchu – žádné drama jako v prosinci by se konat nemělo.
- Sazby zůstanou beze změny na historicky nejnižší hodnotě 1%, nová prognóza dle nás zásadní změnu nepřinese, ani s ohledem na růst v roce 2010 ani s ohledem na očekávanou inflaci.
- K prvnímu zvýšení sazeb se odhodlá ČNB dle nás na konci první poloviny roku (oživení je zatím solidní, žádný dramatický propad se po skončení fiskálních stimulů nekonal, předstihové indikátory se dále lepší), rizikem zůstává pozdější zvýšení sazeb – to může ČNB udělat jako pojistku.
- Další výhled zůstává neměnný – do konce roku dle nás sazby dále vyrostou, i když kačka bude potřebu jejich růstu dobře tlumit. Za celý rok tak čekáme 2-3 zvýšení sazeb, sazby na 1,50-1,75% na konci roku 2010. Další normalizace pak v roce 2011.

Varianty (bp)	Česká Spořitelna	Průzkum Reuters (28.1.2010)	Důvody dle ČS
0	100%	100	Dobrá makro data, stabilizovaná ekonomika, vyčkávání
-25	0%	0%	
+25	0%	0%	

### Očekávání o repo sazbě za 12M (Reuters)



Zdroj: Reuters

## Nová prognóza namaluje první hike na pomezí 2Q a 3Q/10

Na posledním (prosincovém) zasedání ČNB překvapivě snížila sazby o dalších 25 b.b., čímž je stlačila až na historicky nejnižší hodnotu 1%. Většina pozorovatelů (včetně nás) byla překvapena – ne že by těch dalších 25 bodů znamenalo zásadní změnu měnové politiky (to zvládá mnohem častěji koruna a krom toho, sazby v reálné ekonomice jsou stále hodně vysoko), ale z předchozích vyjádření i z dat, která v mezidobí (listopad-prosinec 2009) vyšla, se nezdálo, že by čtveřice těch, co v listopadu byli za stabilitu, měla mít v prosinci jiný názor. Stalo se, dle nás zafungoval spíše opatrnostní motiv – což je ale mimochodem důležité i pro další vývoj v roce 2010.

Co tedy reálná ekonomika od prosince?

1. *Konjunkturální indexy* se dále zlepšují, žádná katastrofa se ani po odeznění podpory automobilových prodejů nekonala – PMI v říjnu dosáhl poprvé více než 50 bodů (což je hranice, která – hrubě řečeno – odděluje růst od poklesu), v listopadu, v prosinci i v lednu dále vzrostla (v lednu až na 56.1). Ačkoliv nečekáme, že zlepšování bude pokračovat takto lineárně i dál, celkový trend by měl být pozitivní i nadále (vzhledem k našemu růstovému výhledu na EMU a Německo pro rok 2010).

2. *Koruna* byla o něco slabší, než co má v prognóze ČNB (4Q/09 25,6 vs. skutečnost 26,1) i vůči tomu, co jsme čekali jako fundamentální hodnotu na konci roku my (25,2-25,5). To je z hlediska naší prognózy i stávající prognózy ČNB stále proinflační riziko. Inflace rovněž překvapila ČNB: ČNB ve 4Q/09 čekala 0,1%, skutečnost byla 0,4%.

3. *Maloobchodní tržby* stále pokračují v poklesu - vyšší daně v letošním roce, do konce prvního půlroku ještě stále rostoucí nezaměstnanost ani nízký růst nominální mzdy spotřebě domácností nepomůžou. Na straně druhé, tempo, se kterým se zbavují podniky zaměstnanců, zpomaluje – to naznačil i lednový PMI, takže dosažení dna na trhu práce není asi již daleko.

4. *Průmysl* se meziročně dostal na nulu, stále je však zhruba 15% pod vrcholem z 2H/07 – 1H/08. Takhle vysoko se letos nevyšplhává, čekáme zhruba +6%, ale dno má již určitě za sebou – to, že by v nejbližších měsících české průmyslové

podniky měly mít co dělat, ukazují objednávky. Ty zahraniční vzrostly v prosinci r/r o 17%.

Mělo by tak být z předchozího zřejmé, že argumentů pro další snížení sazeb je poskrovnu (a dle nás jich kromě motivu „pojistky“ moc nebylo ani v prosinci).

Co ale další vývoj – jinak řečeno, kdy první hike? Naše prognóza v tom má jasno – oživení bude pokračovat pomalu, ale bez dramatického zpomalení (dvojitě W s druhým dnem v podobě záporného meziročního tempa růstu na rozdíl od stávající prognózy ČNB nečekáme), poptávková inflace začne pomalu vzlítnat<sup>1</sup> a s tím, jak se měnová politika zacílí na rok 2011, začne být zřejmá potřeba odklonu od „recesní“ měnové politiky. První hike tak vidíme na konci 2Q/10.

Jak se k tomu všemu tedy postaví nová prognóza ČNB? Viceguvernér Singer již ve druhé polovině ledna naznačil, že dojde k posunu v prognóze růstu pro rok 2010 směrem nahoru – jeho odhad jsou 2%. Tím by se dostala ČNB k našemu (již více než půlroku platnému) odhadu – pokud ano, budou dle nás muset rovněž obrousit druhé dno ve svém „W“. K tomu by se jim měla zvednout inflace na horizontu měnové politiky – zejména se slabší korunou ve 4Q/09 a i momentálně. Ačkoliv nečekáme žádnou výraznou utahovací aktivitu (na to je ekonomika moc slabá), hike na konci druhého čtvrtletí by jim prognóza navrhnutí měla. To platí o to více, že i předchozí prognóza indikovala růst sazeb, a to již od počátku roku 2010 (i když hlavně díky slabé očekávané koruně – 25,7 na 2010 vs. my 24,9).

Podtrženo, sečteno – dle nás nová prognóza ukáže vyšší růst, silnější korunu (to naznačil již V.Tomšík koncem ledna a slabá očekávaná koruna je již delší dobu naše největší „výtká“ vůči prognóze ČNB) a první hike na pomezí 2. a 3. kvartálu. Pravděpodobně zazní i obligátní komentář o fiskálu jako velkém riziku.

Teď už jenom poslední otázka – dodají bankéři skutečně hike dle prognózy? Zde vidíme riziko, že se znovu do popředí dostane motiv pojistky – myslíme si, že obecně se budou CB po minulém roce spíše více obávat předčasného utážení než vyšší inflace. V tom případě by hike až koncem 3Q/10 nebyl vyloučen. Do konce roku ale dle nás ČNB dodá ještě minimálně jeden, rizikem jsou spíše 2 – sazby tak na konci roku budou 1,50-1,75%.

Co dopad na trhy? Nečekáme žádný výrazný dopad – v trhu se i tak započítávají 3 hiky, takže pokud ČNB nepřekvapí a nenaznačí hike velice rychle (jako třeba další zasedání), dopad by neměl být velký. Zbylé alternativy s možným dopadem na trh (cut, například) mají mizivou pravděpodobnost.

## ➤ Hyde Park

- **(26/01/10, Bloomberg) V.Tomšík:** „Růst sazeb může přijít nejdříve ve 3. čtvrtletí. Osobně vidím možnost pozdějšího prvního růstu sazeb a může se stát, že přijde později, než se čekalo v listopadové prognóze (...) Pokud se znovu rozběhne konvergenční proces a pokud se bude běžný účet vyvíjet příznivě, koruna by měla posílit. To utlumí inflaci a udělá kus práce (za ČNB – pozn. ML)“. Jistě – listopadová prognóza měla první hike již v 1Q/10, to je moc brzy, takto s tou hlavní sazbou BR ČNB hýbat

nebude. Třetí kvartál je dle nás možný, ale spíše jako pojistka. Z makro dat dle nás plyne konec 2Q/10. Korunu pro 2010 bude dle nás mít ČNB silnější než 25,7 z předchozí prognózy, ale bude mít i vyšší růst.

- **(20/01/10 Reuters) R.Holman:** „Myslím, že prosincový cut byl trochu nepotřebný. Nemyslím, že měl jakýkoliv vliv na ekonomickou situaci..možná s výjimkou kurzu. (...) Růst sazeb bude pravděpodobně konzistentní s prognózou a myslím, že ve druhém nebo ve třetím čtvrtletí zvýšíme sazby o 25 b.b.“. Souhlas. Ve všech bodech.

<sup>1</sup> Více o našem makropohledu na ČR naleznete v našem posledním Čtvrtletníku, dostupném na [http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/Ctvrtletnik\\_2010\\_01\\_21.pdf](http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/Ctvrtletnik_2010_01_21.pdf)