

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

4.8.2010

Tabulka prognózy

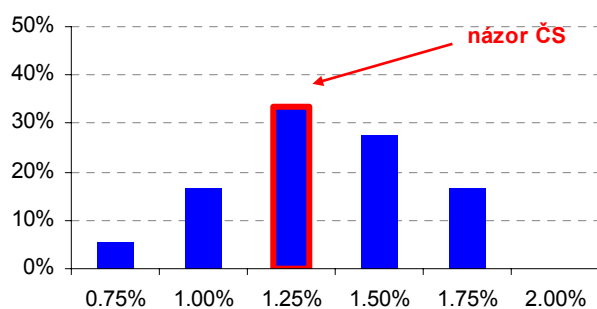
	VIII-10	IX-10	X-10	XI-10	XII-10	I-11	II-11	III-11	IV-11	V-11	VI-11	VII-11	VIII-11	IX-11	X-11
Repo rate	0.75	0.75	0.75	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.25	1.25	1.50	1.50	1.50
3M PRIBOR	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.6	1.6	1.6
12M PRIBOR	1.6	1.7	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2
2Y swap	1.6	1.9	2.1	2.2	2.2	2.3	2.3	2.1	2.2	2.2	2.4	2.7	2.8	2.9	2.9
10Y swap	2.6	2.7	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7	2.6	2.8	2.8	3.0	3.1	3.4	3.2	3.3

Shrnutí

- Na dalším zasedání ČNB ve čtvrtek sazby neklesnou, nová prognóza dle nás namaluje o něco slabší růst pro rok 2011 a tudíž i nižší trajektorii sazeb v roce 2011. Nejdůležitějším proti-inflačním rizikem, které zazní na tiskovce, bude momentální síla koruny. Ta zatím není katastrofální, ČNB ale bude chtít namalovat čáru v písku, aby se neopakovalo léto 2008.
- Data za poslední dobu ukazují na silný druhý kvartál, třetí kvartál bude rovněž růstový, ač dynamika oživení zpomalí. ČŘ stále profituje ze silného oživení německých vývozu.
- Fiskální konsolidace (zejména ta v ČR) o něco zbrzdí růst v roce 2011 a v letech dalších, protiváhou bude akomodativnější měnová politika. Turbulence z jihu Evropy za poslední dva měsíce opadly, globální oživení dle nás nevykolejí. Obecný směr pro české sazby (za předpokladu rozumné koruny) je jasný – nahoru, ač pomalu.

Varianty (bp)	Česká Spořitelna	Průzkum Reuters (28.07.2010)	Důvody dle ČS
0	80%	100%	Solidní makro data (průmysl), trh práce, nejistota
-25	20%	0%	Silná koruna
+25	0%	0%	

Očekávání o repo sazbě za 12M (Reuters)



Zdroj: Reuters

Nová prognóza s nižším růstem a nižšími sazbami - možná korekce koruny

Ve čtvrtek nás čeká další zasedání ČNB. Po překvapivém květnovém snížení sazeb se pak v červnu se sazbami nic nestalo, sazby tak zůstaly na historickém minimu 0,75%. Ani na nadcházejícím zasedání žádnou změnu sazeb nečekáme, nová prognóza dle nás bude o něco méně optimistická než předchozí (kvůli explicitnímu zahrnutí fiskální konsolidace v ČR) ale na bezprostřední rozhodnutí to nebude mít vliv – spíše to bude tlačit na nižší trajektorii sazeb v roce 2011. Co by mohlo způsobit další pokles sazeb je hlavně koruna (více níže).

Od posledního zasedání se obecně ve výhledu příliš nezměnilo, ekonomika zatím moc znaků výrazného zpomalování nevykazuje. Druhý kvartál byl hodně rychlý, na dlouhou dobu dle nás nejrychlejší (odhadem cca +1% q/q), ve druhé polovině roku dojde ke zpomalení, ale v žádném případě to na další recesi nevypadá.

Konkrétněji – PMI index se setrvale drží nad 55 (v červenci 56,8, v červnu 57,6) a i když jistě zpomalení nás zde čeká, expanze průmyslu by měla dále pokračovat. České ekonomiky se tak dle očekávání nedotýkají problémy na jihu Evropy (do zemí PIGS vyvážíme jenom cca 7,5% našeho vývozu, z toho více než polovinu do Itálie), ale naopak profitují z ožívování světového obchodu, nepřímé dopady rovněž nejsou příliš velké. Nadto došlo během července k dalšímu uklidnění kolem Řecka a Španělska, což mimo jiného utáhlo spready a dále uklidnilo situaci ohledně českých dluhopisů (ty se vrátily i díky hrozbě větší zahraniční, a tudíž menší domácí dluhopisové emise znovu zřetelně pod 4% na splatnosti 10 let). Import problémů skrze finanční trh tak, zdá se, nehrozí.

Paradoxně tak jediným pozůstatkem dubnové/květnové krize zůstává silnější koruna – po opadnutí největší nervozity, po zásahu ECB a MMF a s ohledem na nejsilnější regionální fundamenty se koruna dostala do hledáčku investorů, kteří ji koncem července a počátkem srpna posunuli až k 24.60. To je hodnota, kterou jsme očekávali až zhruba na konci letošního a začátku příštího roku, momentálně je tak směnný kurz zhruba o 40-60 hal. silnější, než co dle nás odpovídá kondici české (a evropské) ekonomiky. Není to zatím žádná katastrofa, očekáváme ale, že ze strany ČNB zazní, že se jedná o potenciální proti-inflační riziko. ČNB tak dle nás verbálně vytvoří čáru v písku a řekne trhům, že další posilování by nebylo akceptovatelné s ohledem na křehkost a nejistotu pokračování oživení. Agresivnější komentář může zpustit

korekci koruny – dle nás jsou hodnoty kolem 24.60 vhodné na nástup do krátkodobých spekulativních long EURCZK pozic.

Ani další makro data zatím na výraznější zadržnutí oživení nebo dokonce na (teď populární) „double-dip“ neukazují. Nezaměstnanost klesla omnoho výrazněji ve 2Q/10 než čekala ČNB (i my), a ačkoliv svůj potenciál pro pokles letos dle nás již vyčerpala, mírné pro-inflační riziko to je. Pro poptávku domácností bude letos alespoň nějakou oporou (v porovnání s 2009). Průmyslové objednávky v pro nás extrémně důležitém Německu, předstihové indikátory (IFO, ISM a pod.) ukazují rovněž na pokračování oživení německých vývozů, ač menší dynamikou. Samotná česká průmyslová produkce pak německé trendy (a ožívování světového obchodu) věrně kopíruje – posledních 6 měsíců vzrostla průměrně o 0,8% m/m, růst objednávek dle dat za průmyslovou produkci v květnu i dle indexu PMI z června i července ukazuje na dalších pár měsíců pokračujícího růstu produkce – jako jinde i zde ale platí, že objednávky nebudou růst tak rychle jako doposud.

Stávající hodnoty inflace jsou z pohledu ČNB úplně příznivé – poptávková inflace stále zůstává výrazně pod 0%, normalizovaná koruna a zpomalení zdejšího růstu v roce 2010 kvůli fiskální konsolidace zmírní tlak na její návrat do černých čísel a tudíž i na růst sazeb. V letošním roce na jeho konci čekáme růst sazeb o 25 bodů, v roce 2011 však jenom o dalších dohromady maximálně 50 bodů. To vše za předpokladu normálně se chovající koruny.

Hyde Park

- **(08/07/10, Reuters) M.Singer:** „Osobně – vzhledem k tomu, jak se věci vyvíjejí - nevidím žádný důvod k náhle změně (sazeb). Je celkem šance, že stávající sazby s námi zůstanou déle než si lidé mysleli (...). Naše vývozy nezávisí na řeckých úsporných opatřeních, naše vývozy jsou navázané na německé exporty (...)“. S tím, že restrikce příliš růst nezpomalí, souhlasíme. Určitě ale bude guvernér méně spokojen s korunou (se kterou byl na úrovních 25.46, kde byla v době tohoto interview, relativně spokojen) - na snížení sazeb by to být nemělo ale komentář přijde.