



Tabulka prognózy

Konec měsíce	II/07	III/07	IV/07	V/07	VI/07	VII/07	VIII/07	IX/07	X/07	XI/07	XII/07	I/08	II/08	III/08	IV/08
Repo rate	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.75	2.75	2.75	3.00	3.00	3.00	3.25	3.25	3.25	3.25
3M PRIBOR	2.6	2.6	2.6	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0	3.1	3.1	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3
12M PRIBOR	2.8	2.8	2.9	3.0	3.0	3.1	3.2	3.2	3.3	3.3	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5
10Y bond	3.8	4.0	4.1	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.3	4.3	4.2	4.2	4.0	4.0	3.7

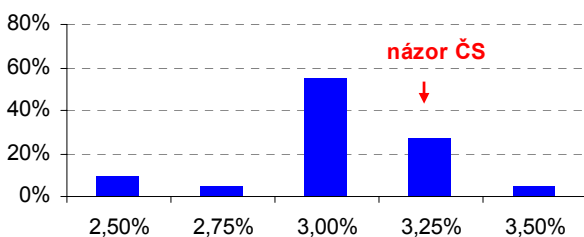
Shrnutí

- Březnové „únorové“ zasedání Sedmičky statečných nepřinese změnu v sazbách. Chybět bude flexibilní Singer, viz Komunikace ČNB.
- Důležité bude vyznění tiskovky. Myslím si, že bude více vybalancované, než si trh po nízké inflaci myslí.
- Na krátkém konci proto nevidím prostor pro další pokles. Na současných úrovních nedoporučuji brát sázky na krátkém konci.
- Cíl pro konec roku neměním: nadále očekávám dvoji zvýšení na 3% v červenci a říjnu.

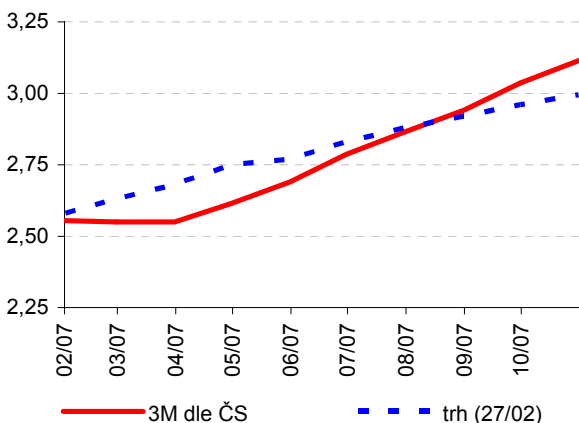
Očekávání o změně úrokových sazeb na únorovém zasedání

Varianty (bps)	Česká spořitelna	Survey Reuters (22.2.07)	Důvody dle ČS
-25	5%	0%	Inflace
0	90%	100%	Základní scénář
25	5%	0%	Kurz

Očekávání o nastavení úrokových sazeb za 12M (Reuters)



Naše prognóza sazeb 3M PRIBOR a prognóza trhu



Dolů: co tím ta inflace sleduje?

Od lednové inflace se čekalo ledacos, ale takový pokles ne. Trh očekával růst inflace na 1,9%. Skutečnost byla 1,3%. Inflace byla nižší o 0,2-0,3pb než čekala ČNB.

OK, co se tedy stalo. Tabulka ukazuje srovnání skutečných příspěvků k meziměsíční inflaci s mým očekáváním. Chyba se koncentruje do regulovaných cen. Nejvíce „přispěly“ cigarety: mé šetření po pražských a ostravských PNS odhalilo, že ceny cigaret již odrážejí loňské zvýšení spotřební daně, proto jsem počítal s příspěvkem 0,4pb. Avšak stařák odhalil jen 0,1pb. Nicméně je jen otázkou času, a to relativně krátkého, kdy se cigarety do inflace dostanou.

Očekávané a skutečné příspěvky k inflaci

	Oček.	Skuteč.	Odchylka
Potraviny	0.27	0.26	-0.01
Alkohol a tabák	0.32	0.15	-0.17 cigarety
Oblečení	-0.13	-0.08	0.05
Bydlení	0.89	0.50	-0.39 nájmy a teplo
Vybavení domác.	-0.01	-0.01	0.00
Zdraví	0.02	0.01	-0.01
Doprava	-0.11	-0.07	0.05
Pošta a telekom.	0.15	-0.02	-0.17
Rekreace	0.15	0.18	0.03
Kultura	0.00	0.00	0.00
Restaurace	0.04	0.03	-0.01
Ostatní	0.04	0.04	0.00
Celkem	1.6	1.0	-0.6

Dalším v pořadí byly regulované nájmy. Očekávaný příspěvek byl 0,4pb. Skutečnost byla jen 0,1pb. Takže zbývá 0,2pb. Že 0,1+0,2 není 0,4? Když je nový spotřební koš, tak je (nižší váha v novém koši). Mám dvě vysvětlení nižšího příspěvku. Vlastníci bytů museli oznámit zvýšení nájmu v tříměsíčním předstihu a ne všichni to museli stihnout. A/nebo obce jsou vlastníky poloviny bytů s regulovaným nájmem a před komunálními volbami nechtěli provokovat voliče dopisem oznamujícím zvýšení nájmu. Takže těch zbývajících 0,2pb taky dojde, bude to ale trvat déle než u cigaret (některé obce plánují zvýšit nájmy od léta).

Na třetím místě se umístily ceny tepla, které byly nižší o 0,1pb. Poptávková inflace byla také mírně nižší, ale nijak významně.



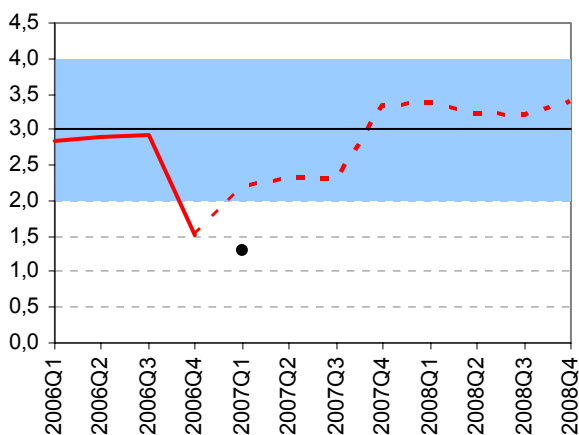
Makroskop na ČNB

Zasedání bankovní rady – září 2006

Co tedy od inflace čekat? A jak to bude hodnotit ČNB? V letošním roce uvidím pomalejší akceleraci inflace, nicméně i nadále růst směrem k 3% cíli.

Nižší celková inflace může ovšem prostřednictvím zpěthledících inflačních očekávání zpomalit nárůst poptávkové inflace. V horizontu 1H08, tedy pro horizontu, na který se ČNB dívá při nastavování aktuálních sazeb, jsou rizika mírně vychýlena dolů.

Aktuální prognóza inflace ČS (Ekonomika pod lupou, 1Q07) a skutečnost za leden



Nahoru: koruna

Již v lednu bankovní rada řekla, že koruna, která se pohybovala kolem úrovně 28,20-28,30 CZK/EUR, je proinflačním rizikem prognózy. Nás tip je, že ČNB předpokládá korunu zhruba na 28 CZK/EUR. Od té doby se kurz posunul ještě dále: aktuální úroveň kurzu je mezi 28,40-28,50.

Připomeňme golden rule centrálního bankéře: oslabení koruny o 3% má stejný efekt jako snížení sazeb o 1pb. A koruna je nyní slabší o 1,4% = cca 50pbs. Koruna tudíž působí proinflačním směrem.

Rizika shrnutí

Inflace je nižší, ale díky odložení růstu regulovaných položek. Kritická je poptávková inflace. Rizika směrem dolů pramenící z nižších zpěthledících inflačních očekávání kompenzuje slabší koruna.

Proto nevidíme důvod pro změnu náhledu na vývoj sazeb v letošním roce.

Komunikace bankovní rady

Miroslav Singer (Reuters, 7.2.): „Já si v zásadě... umím představit nějaký šok, který způsobí, že těmi sazbami zareagujeme..., a za tři měsíce dostaneme náraz ze druhé strany a zareagujeme opačně“, „Nejspíše budou sazby dlouho stabilní, ale je to zprůměrování té nejistoty“, „Měli jsme už dost problém pochopit prudkost toho kursového vývoje, k němuž před Vánoci došlo. Teď se naopak zdá, že přece jen ten úrokový diferenciál zabral, ale tvrdit, že (opravdu) zabral, to je hodně silný výraz“.

Koment: Singer potvrdil svou pozici v táboře „více je více“. Z jeho komentáře také vyplývá, že ČNB začíná znovu věřit v sílu záporného úrokového diferenciálu, což v situaci slabšího než očekávaného kurzu bude snižovat chuť pro pokles sazeb.

Vladimír Tomšík (Reuters, 6.2.): „Já bych se nebál pohybu sazeb oběma směry, klidně i snížit ty sazby. My nejsme schopni dopředu vědět, co udělá kurs. Předpovídat kurs totiž neumí nikdo“, „Ten jeden měsíc, do konce února, si stojíme za nějakou stabilitou sazeb, potom ten pohyb může jít nahoru nebo i dolů“.

Koment: Druhý z tábora „více je více“ aneb vítějte ve světě kam kurz, tam ČNB.

David Navrátil
Česká spořitelna, a.s.
+420 224 995 439
dnavratil@csas.cz