

Makroskop na ČNB

Zasedání bankovní rady – březen 2007



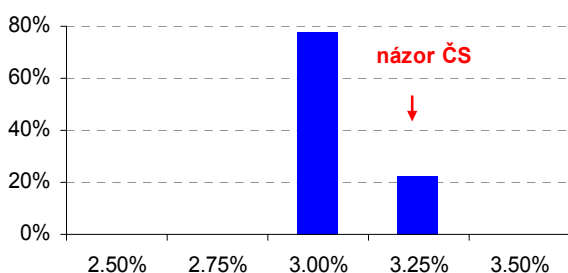
Tabulka prognózy

Konec měsíce	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	V/08
Repo rate	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	3,25
3M PRIBOR	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	3,4
12M PRIBOR	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	3,5
10Y bond	4,0	4,1	4,1	4,2	4,2	4,2	4,2	4,3	4,3	4,2	4,2	4,0	4,0	3,7	3,7

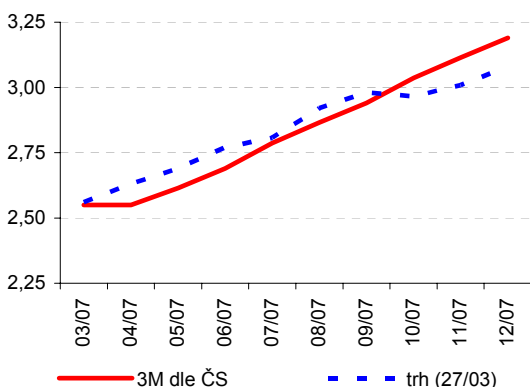
Shrnutí

- Březnové zasedání Sedmičky statečných nepřinese žádnou změnu v sazbách. Očekávání analytiků jsou v tomto směru jednotná – všichni analytici oslovení agenturou Reuters uvedli, že nečekají žádnou změnu.
- Tiskovka po zasedání bude patrně vybalancovaná, nemyslím si, že v Radě sedí příliš lidí, kteří by současnou situaci vyhodnocovali jako rizikovou co se inflace týče.
- V únoru řadila Bankovní rada k proinflačním rizikům zahraniční vývoj a korunu, k protiinflačním pak nízkou současnou inflaci a levnou ropu. Od té doby kurz koruny posílil; domnívám se, že tento faktor z prohlášení buď zcela vypadne nebo bude zmíněn jako mírně protiinflační. Stejně tak nebude jako protiinflační riziko zmiňována ropa, která mezitím zdražila.
- Cíl pro konec roku neměním: nadále očekávám dvojitý zvýšení na 3% v červenci a říjnu, rizikem zůstává časování.

Očekávání o nastavení úrokových sazeb za 12M (Reuters)



Naše prognóza sazeb 3M PRIBOR a prognóza trhu



Čekáme změnu ve vnímání inflačních rizik ze strany ČNB...

V shodě s trhem nečekáme na březnovém zasedání Bankovní rady žádnou změnu v klíčových sazbách. Klíčová dvoutýdenní reposazba by tak měla zůstat na 2.50 %, kde je již od září 2006.

Důležitějším než samotné rozhodnutí bude ale pak tiskovka po zasedání. V uplynulém měsíci se nechali slyšet celkem tři centrální bankéři a z jejich vyjádření (viz. Komunikace) je čitelné jednak to, že centrální banka vidí před sebou delší období stability sazeb, a i to, že kurz neustále zůstává šedou eminencí v pozadí rozhodování.

Tuto linii uvažování naznačily i minutes z posledního setkání Bankovní rady, kde ČNB hodnotila kurz (v tom čase se nalézající někde kolem 28.20) jako jedno z (mírně) proinflačních rizik. Koruna se od posledního zasedání mírně posílila, když nejprve v důsledku revalvace parity slovenské koruny poskočila k 27.70 a následně korigovala k 28.00, kde se obchoduje nyní. Vzhledem k tomu, že odhadujeme, že ČNB ve své prognóze předpokládala fundamentální úroveň koruny někde kolem 28.00 CZK, očekávám, že centrální banka faktor kurzu v minutes buďto nezminí, nebo že ho bude tentokrát radit k mírně antiinflačním faktorům.

Současně došlo ke korekci ceny ropy (ještě v lednu to bylo 54.40 USD za barel, nyní kolem 61.30 USD za barel uralské ropy), takže zatímco nižší než prognózou zohledňovaná cena ropy byla v únoru zmiňována jak antiinflační faktor, nyní to může být naopak. Globální turbulence z konce února taky poměrně rychle odezněly, takže na této straně by ČNB riziko vidět neměla.

Proto očekávám, že tisková konference bude působit vybalancovaným dojmem, indikujícím ještě pár měsíců stability.

...nicméně naší prognózu sazeb neměníme.

Pro časování nejbližšího pohybu zůstávají stále klíčovými makroekonomické fundamenty. Ty jsou pořád velmi solidní; zejména data, jež byla zveřejněna v uplynulých 4 týdnech, předznamenávají možnost tvorby inflačních tlaků v reálné ekonomice.

Konkrétně, maloobchodní tržby za leden překvapily nás i trh, když vzrostly o 7.7 % meziročně oproti 6%, které očekával trh. V těchto datech se zrcadlí typický lednový efekt, který byl oproti minulému roku umocněn velkou vlnou výprodejů a slev, kterým tento rok pomohla i relativně slabá zima (výprodeje byly tento



Makroskop na ČNB

Zasedání bankovní rady – září 2006

rok jednak delší a jednak zejména sezónní výprodeje zimmých tovarů přišly dřív).

Obecně velkou kupní sílu domácností naznačuje jak stále rychlé tempo růstu HDP, které ve 4. kvartálu dosáhlo 5.8 %, a které očekáváme, že se i přes mírné zpomalení udrží tenhle rok na solidní úrovni 4.2%, tak i klesající nezaměstnanost, která klesla o 0.2 procentního bodu v únoru oproti lednu. Svou roli sehraává s tím související rostoucí průměrná mzda (reálně za 2006 růst o téměř 4%). Vzhledem k tomu, že nezaměstnanost je podle našeho názoru relativně blízko své přirozené úrovni (v některých odvětvích již nyní nedostatek české pracovní síly musí být kompenzován importem pracovní síly z okolních krajín), bude tenhle vývoj do budoucna generovat poptávkové tlaky. Přidejme dárečky z loňského předvolebního rozpočtového „běsnění“ a máme hotovo. ČNB bude muset sazby zvedat.

Co se týče výhledu na delší období, naše stávající prognóza dvou snížení sazeb (o kumulativních 50 bps. do konce roku) zůstává v platnosti, stejně tak jako ještě jeden 25bps hike do března 2008. Hlavním rizikem je časování. Jak vyplývá z některých z vyjádření některých členů Bankovní rady, je možné čekat, že zvolí vyčkávací taktiku a se sazbami poměrně dlouhou dobu hýbat nebudou. Tomuto scénáři mírně nahrává koruna i současná nízká inflace (což zčásti může být důsledek nového spotřebního koše), která pomáhá tlumit inflační očekávání, a rovněž záměr centrální banky cílovat od roku 2010 ne 3% ale 2% (viz. níže).

Je otázkou, jestli centrální banka nezvolí taktiku, kdy se bude snažit udržet inflaci již teď kolem 2-2.5 % tak, aby přechod na nižší cíl byl v budoucnu hladký, nebo jestli nechá inflaci vystoupat k 3% a pak jí bude zase snižovat. Vzhledem k tomu, že se domnívám, že jedním z důvodů k snížení cíle bylo zrealnění proklamované měnové politiky s praxí, první scénář je dle mého názoru pravděpodobnější. Pokud v ekonomice převládne přesvědčení, že CB reálně cíluje nižší než 3% cíl, přizpůsobí se tomu i inflační očekávání a ČNB by měla, ceteris paribus, mít s jeho naplněním méně práce.

Změna cíle a zprůhlednění komunikační strategie ČNB

8.3.2007 ČNB oznámila, že **od roku 2010 sníží cíl na 2% (+/- 1pb)**. Budoucí snížení cíle bylo již avizováno a důvodem je zřejmě "pojištění si" plnění Maastrichtského kritéria pro inflaci. Nicméně, vzhledem na známý názor některých členů Bankovní rady se domnívám, že sladění praxe s hlásanou měnovou politikou taky sehraává svou roli. Co to bude znamenat pro sazby? Ve fázi snížení očekávané inflace pod tento cíl by teoreticky ČNB měla být nucena zvýšit sazby více, než by odpovídalo cílování 3%-ního cíle. Nicméně, je tu šance, že bude platit to, co jsem psal výše – skryté cílování nižšího než 3%-ní inflace.

Další tři změny jsou taktéž pozitivní.

Za prvé, od příštího roku začne **zveřejňovat jmenovitě**

hlasování. Rozhodnutí hodnotím pozitivně, protože zvýší konzistenci mezi výroky jednotlivých členů bankovní rady s jejich hlasováním. V případě, že někdo ze Sedmičky nebude hlasovat konzistentně se svými výroky, trh bude jeho váhu diskontovat. Očekávám proto, že toto rozhodnutí povede ke snížení volatility na trzích.

Za druhé, od příštího roku se **sníží počet měnových zasedání z 12 na 8**. Také pozitivní krok, protože nových měnověpoliticky relevantních informací za jeden měsíc je obvykle málo.

Za třetí, od příštího roku bude ČNB **zveřejňovat trajektorii sazeb**, kterou předpokládá jejich prognóza. Jde o pozitivní krok vůči analytikům a ekonomům, protože umožní lepší srovnání prognóz (dalším krokem by mělo být zveřejnění předpokládaného vývoje kurzu CZK). Z hlediska dopadu na trh bude muset ČNB vyvinout komunikační úsilí, aby vysvětlila, že nejde o závazek bankovní rady měnit sazby podle zveřejněné trajektorie. Ale pouze o zveřejnění předpokladu, na kterém je postavena prognóza, a že se vůči této prognóze Bankovní rada vymezuje.

Komunikace Bankovní rady

Ludvík Niedermayer, (Bloomberg, 16.3.2007)

"V této chvíli si myslím, že sazby jsou tam, kde by měly být."
"Identifikuji jistá proinflační rizika a také si uvědomuji fakt, že jsme výrazně pod (inflačním) cílem, což je nepochybně důležitý faktor,"

Komentář: Niedermayer na mně působil mírně jestřábím dojmem, tenhle komentář naznačuje, že to s tou stabilitou sazeb myslí v ČNB asi vážně.

Miroslav Singer, (Reuters, 19.3.2007)

"Stále jsme na té dálnici a zatáčka je v nedohlednu ... Ted zafoukalo z jiné strany než předtím, ale co s tím chcete dělat? Na dálnici fouká."

...Další pohyb může být oběma směry, kdykoli kdekoli, právě proto, že sazby jsou v tuto chvíli plus minus dobře. Dlouhodobě si vzhledem k cykličnosti vývoje ekonomiky umím představit, že ty sazby půjdou spíše nahoru než dolů."

Komentář: Trošku poetické, ale hlavní zpráva od pragmatika Singera jasná : sazby se změní až budou data, která to budou vyžadovat, a mezitím si ponechává otevřená vrátka pro každý případ.

Martin Lobotka
Česká spořitelna, a.s.
+420 224 995 192
mlobotka@csas.cz