

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

24.4.2007

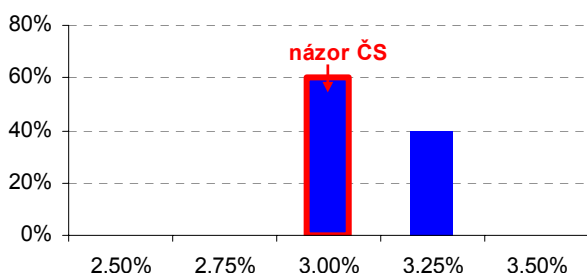
## Tabulka prognózy

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	2,75	2,75	2,75	3,00	3,00	3,00	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	2,50
3M PRIBOR	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	2,6
12M PRIBOR	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	2,9
10Y bond	4,1	4,1	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,2	4,2	4,2	4,1

## Shrnutí

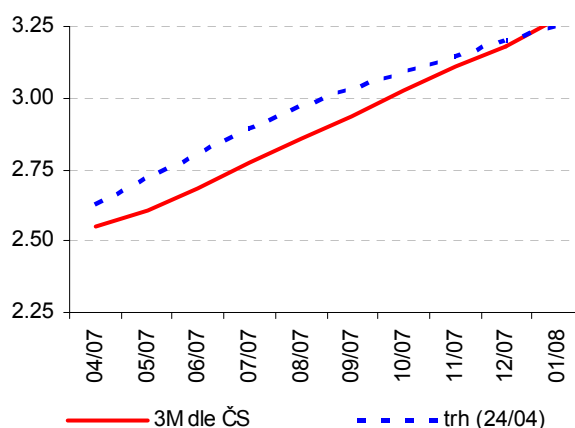
- Dubnové zasedání Sedmičky statečných nepřinese ani po sedmé žádnou změnu v sazbach. Klíčová sazba zůstane 2.50%.
- V tiskovce po zasedání může zaznít více jestřábí tón, a to zejména kvůli
  - i. silným datům z reálné ekonomiky (silný růst maloobchodních tržeb, klesající nezaměstnanost);
  - ii. masivní zahraniční poptávce;
  - iii. kurzu CZK/EUR; ten byl v minulosti díky silnějšímu posilování (proti prognóze) často zmiňován jako protiinflační faktor. V současnosti se domníváme. Že je zhruba na prognózované úrovni.
- Jestřábí názor zůstane ale spíše názorem menšinovým, většina Bankovní rady zůstane zvolí vyčkávací taktiku. Holubičí náladu naznačilo naše setkání s jedním členů Bankovní rady; samozřejmě, vyvozovat, zda je tomu skutečně tak i u zbytku BR, je nejisté. Nicméně, minimálně jeden další člen BR se v interview vyjádřil podobně (vid. Komunikace).
- Bude zveřejněna nová inflační prognóza. Bude reflektovat zejména nový inflační koš (nový koš vede k inflaci o cca 0.2-0.3 p.b. nižší) a ohlášenou změnu cíle.
- Náš cíl pro konec roku zůstává nezměněn: nadále očekávám dvojí zvýšení v červenci a říjnu na 3%.

### Očekávání o nastavení úrokových sazeb za 12M (Reuters)



Zdroj: Reuters, ČS

### Naše prognóza sazeb 3M PRIBOR a prognóza trhu



Zdroj: Bloomberg, ČS

Dubnové zasedání Bankovní rad ponechá klíčovou reposazbu na 2.50 % již po sedmé za sebou.

Tak, jak to bylo i před měsícem, zajímavějším než samotné rozhodnutí bude tiskovka po zasedání, a to zejména z následujících důvodů :

- Již v zápiscích ze zasedání v březnu bylo vidět, že centrální banka věnuje pozornost trhu práce a že pečlivě sleduje signály, jež trh práce vysílá. Rychlý ekonomický růst a v jeho důsledku klesající nezaměstnanost byly pro centrální banku důvodem k obezřetnosti před případným nárůstem poptávkových tlaků.
- Data, která z reálné ekonomiky v průběhu března vyšla (nezaměstnanost, maloobchodní tržby), patrně Bankovní rada vyhodnotí jako důvod pro pokračující obezřetnost. V zápiscích z jednání můžeme očekávat více jestřábí tón. To naznačil už guvernér Tůma v rozhovoru minulý týden (viz. Komunikace Bankovní rady níže).
- Naše setkání s jedním z členů Bankovní rady však také naznačilo, že alespoň část Bankovní rady je ve vyčkávací náladě a bude patrně čekat na více důkazů o skutečných inflačních tlacích z reálné ekonomiky předtím, než se rozhodne pro zvednutí sazeb zvednout ruku.

Celkově ale předpokládám, že tiskovka po zasedání vyzní více jestřábím tónem než poslední dvě.

Důvodem bude – jak již bylo zmíněno – zejména vývoj v reálné ekonomice. **Čísla z března byla vesměs překvapivá** – jak zahraniční obchod, tak průmyslová výroba, maloobchodní tržby nebo nezaměstnanost překvapily analytiky. Inflace se chovala tak, jak se čekalo - a vzrostla, i když poptávkové tlaky byste v ní zatím museli hledat.

Tak to vezmeme po pořádku – pozitivní obchodní bilance za únor (+ 13.6 mld. CZK) reflektovala masivní poptávku ze států Evropské unie, tempo růstu vývozu předčilo tempo růstu dovozu a to i přes velice silný (a neutichající) **růst domácích maloobchodních tržeb** (+9.5 % meziročně). I když je možné za tímto růstem nalézt i jednorázové faktory (efekt teplého počasí pomohl prodejem stavebnin a vybavení domácností, dlouhé sezónní výprodeje pak prodejem zimního zboží), leitmotivem v situaci, kdy tempa růstu tržeb rostou již přes rok velice solidním tempem, stále zůstává silný ekonomický růst. Domnívám se, že právě maloobchodní tržby společně s klesající nezaměstnaností (na březnových 7.3 %) zatroubí na poplach i u doposud klidných členů Bankovní rady. Nicméně, otázkou zůstává, zda se případný růst domácí poptávky projeví rychle přímo ve vyšších spotřebitelských cenách, nebo jestli v podmínkách české ekonomiky (malá, otevřená) dojde nejdřív k oslabení (nebo jenom slabšímu než očekávanému posílení) koruny a následně k nárůstu cen tovarů z dovozu.

V české ekonomice minulý měsíc rezonovalo také mzdové vyjednávání v největší české automobilce Škoda Auto. Dle mého přesvědčení se jednalo spíše o medializovaný střet dvou proti sobě stojících skupin v úspěšné (a velké) firmě než něco, co by poukazovalo na bezprostřední inflační nebezpečí z titulu neúměrného růstu mezd. Růst produktivity dosáhl zhruba 5% meziročně ve 3. čtvrtletí roku 2006, což při růstu reálné mzdy o něco přes 4 % v roce 2006 zatím průchod inflačním tlakům nedává. Výhledově ale může stav se zostřujícím se nedostatkem lidí v čase expanze a nereformovaným trhem práce (ten neumožňuje další pokles nezaměstnanosti bez zvýšení mezd) vést k rostoucí efektivní vyjednávací síle odborů a tudíž i tlaku na produktivitou nekrytý růst mezd.

Samotné **CPI** v březnu sice urychlilo (1.5% -> 1.9%), nicméně spíše na úkor jednorázových faktorů, na které centrální banka přímo nereaguje (v březnu doznívala spotřební daň z tabáku), nebo na úkor faktorů mimo její bezprostřední dosah (v březnu to byly zejména ceny paliv, které reflektovaly růst ceny ropy). K reakci by centrální banku vybídlo, kdyby se začaly promítat tyto efekty do inflačních očekávání. Co se týče vlivu administrativních daní do budoucna, čeká centrální banku tenhle rok ještě minimálně jedno zvýšení spotřební daně z tabáku (z března). To by se mělo projevit v cenách rychleji než tomu bylo u toho loňského, kde se prodejci stihli předzásobit na dlouhou dobu dopředu – současně platná úprava limituje počet starších kolků, kterými mohou být cigarety označeny.

Podle našeho názoru ale i přes všechna tato data, které mohou do budoucna zakládat riziko růstu inflace, **bude první změna sazeb až v červenci (+25 bp)**. Proč ?

Tak *za prvé*, není zatím jisté do jaké míry dojde k promítnutí růstu domácí poptávky do cen (co produktivita? co dovozy?) a proto bude chtít mít Rada důkaz o tom, že bující domácí poptávka skutečně generuje inflační tlaky. Mezitím se dočkáme nějakého toho verbálního cvičení někoho ze Sedmičky statečných ve smyslu, že k tomu spějeme a tak.

*Za druhé*, zatímco tenhle rok je spotřeba nafouknutá výdaji z minulého rozpočtu, reforma výdajů (pokud projde) bude budoucí rok znamenat šok z druhé strany, čili brzdu pro poptávkovou inflaci.

**Co se týče výhledu na delší období**, naše stávající prognóza dvou zvýšení sazeb (o kumulativních 50 bps. do

konce roku) zůstává v platnosti, stejně tak jako dalších 50 bazických bodů v roce 2008.

## Komunikace Bankovní rady

Robert Holman (Bloomberg, 12.4.2007)

"Na základě informací, které dnes mám, žádný důvod pro zvyšování úrokových sazeb nevidím."

"Já myslím, že ekonomika se nepřehřívá, že ten růst je udržitelný a neinflační."

"Indikujeme v poslední době rychlejší růst nominálních mezd, který představuje inflační nebezpečí z reálné ekonomiky, ale to zřejmě nebude nic dramatického. Nemám proč se domnívat, že by se najednou mzdy měly utrhnout ze řetězu."

Komentář: Holubice jak vyšitá.

Zdeněk Tůma (Reuters, 19.3.2007)

"Když se podívám na čísla za poslední měsíc, tak ne že by došlo k nějakým dramatickým změnám, ale všechna potvrzují velmi slušnou kondici české ekonomiky. Ale i z vnějšího pohledu přicházejí dobré zprávy"

"Dá se to interpretovat jako posuny mírně proinflačním směrem."

"Ta úvaha je velmi intuitivní... ale zdá se mi zřejmé, že se potvrzuje..., že je potřeba počítat s postupným nárůstem úrokových sazeb, čímž nechci předjímat otázku načasování".

Komentář: První z jestřábů zamával křídly? Což je docela posun, alespoň oproti dosavadním vyjádřením členů Rady. Vypadá to, že se guvernér ujal úkolu připravit trh na zvýšení.