

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

29.5.2007

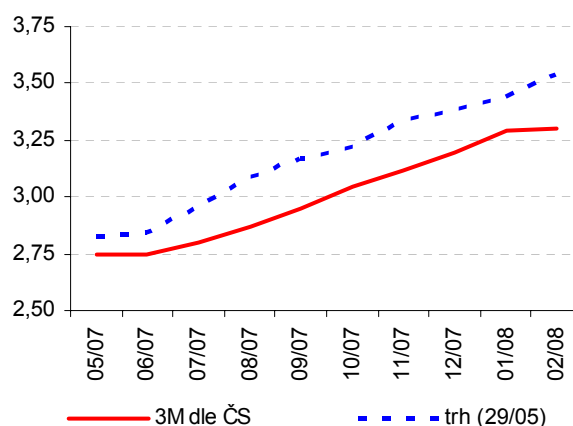
## Tabulka prognózy

Konec měsíce	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	VI/08	VII/08
Repo rate	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	3,25	3,50
3M PRIBOR	2,8	2,8	2,8	2,9	3,0	3,1	3,1	3,2	3,3	3,3	3,3	3,3	3,4	3,5	3,6
12M PRIBOR	3,2	3,2	3,1	3,2	3,2	3,3	3,3	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6
10Y bond	4,4	4,4	4,3	4,3	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3	4,3	4,2	4,3

## Shrnutí

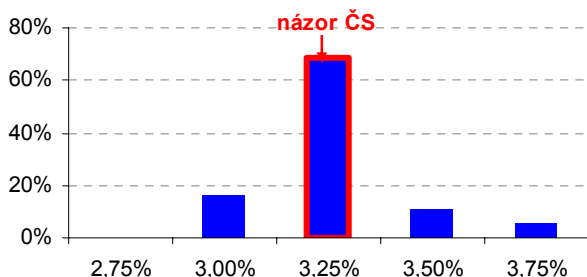
- Po dlouhé době bude zasedání Sedmičky statečných napínavé: do poslední chvíle není jasné, jak hlasování tento čtvrtek dopadne.
- Vzhledem k makro prognóze, posledním makro číslem a vývoji kurzu je jasné, že sazby porostou. Otázkou je časování: bude to už květen, nebo si Sedmička počká na letní měsíce (=více makro dat)?
- Každopádně pravděpodobnost zvýšení sazeb již v květnu je mnohem vyšší, než tomu bylo před měsícem. Absence Tomšíka (holubičí tábor) na tomto zasedání je faktorem, který pravděpodobnost hike posunul nahoru.
- Po zvážení pro a proti však držíme scénář neměnných sazeb v měsíci květnu, ale s významným rizikem směrem k růstu sazeb o 25 bodů.
- Hike o 25bps čekáme v červnu/červenci, další pak v říjnu na 3%. Dalších 50bps očekáváme v příštím roce.

## Naše prognóza sazeb 3M PRIBOR a prognóza trhu



Zdroj: Bloomberg, ČS

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



Zdroj: Reuters, ČS

Po jestřábích komentářích některých členů Sedmičky trh přehodnotil svůj výhled nahoru a se svou prognózou jsme dostali pod křivku. Na konci roku čekáme 3M PRIBOR na 3,2%, zatímco trh 3,4%.

Očekáváme, že 20bps rozdíl stáhne dolů opětovné rozjetí kurzu (na konci roku čekáme 27,4 EUR/CZK), proto vidíme potenciál pro prodej FRA 6x9, nebo FRA 9x12.

## Nová prognóza

Na předchozím zasedání Bankovní rady v dubnu byla zveřejněna nová inflační prognóza, která

- vidí vyšší očekávaný reálný růst ekonomiky než předchozí prognóza, a to jak pro rok 2007 tak i pro 2008;
- očekává vyšší headline inflaci ke konci roku 2007;
- prognózuje vyšší poptávkovou inflaci (=inflaci relevantní pro měnověpolitická rozhodnutí) na horizontu měnové politiky (12-18 měsíců) než lednová prognóza.

Celkové vyznění prognózy je proinflační a „slibuje“ růst sazeb přes celé plánovací období.

## Srovnání prognóz

	ČS	ČNB	MF
HDP (průměr 2007)	5,1	5,7	5,3
Inflace (konec 2007)	3,5	3,7	2,8

## Květnové dilema

Květnové zasedání Bankovní rad podle nás ponechá klíčovou reposazbu na 2.50 % již po osmé za sebou. Tenhle měsíc bude ale zasedání daleko zajímavější a napínavější než tomu bylo v předchozích pár měsících. Proč ?

- Již na minulém zasedání se hlasovalo o zvednutí sazeb. Tento názor tehdy získal podporu dvou členů Bankovní rady.
- V posledních dvou týdnech se v médiích objevila celkem čtveřice členů Bankovní rady s jejich názory na současný vývoj ve vazbě na nastavení sazeb. Zdaleka se nedá říci ale, že by se situace tímto zpřehlednila; právě naopak. (viz. Komunikace Bankovní rady níže): v táboře holubic vidíme Tomšíka, Hampla a Holmana. Tábor jestřábů vede Niedermayer. Singer a Tůma míří také mezi jestřáby, ale není jasné, zda dorazí již v květnu.
- Vývoj v reálné ekonomice potvrzuje scénář urychlující domácí poptávky - maloobchodní tržby rostly i v březnu velmi rychle. Stejně tak potvrzuje obchodní bilance pokračující masivní poptávku ze zahraničí. Nicméně, v jádrové inflaci se zatím moc neděje, což uklidňuje holubice a nerozhodnutých.

Celkem vzato, je pár dobrých důvodů, proč si myslet, že by sazby mohly jít nahoru již v květnu, ale stejně tak i pro opačný názor. Které to jsou?

Jak jsme již uvedli, současný a očekávaný vývoj v reálné ekonomice je spíše důvodem pro brzké zvednutí sazeb.

Tak to vezmeme po pořádku – pozitivní vývoj obchodní bilance pokračuje, ze března dosáhla bilance přebytek 12.4 mld. CZK, když vývozy rostly i dovozy rostly dvouciferným tempem (15.0% vs.13.7%); tento vývoj reflektuje silnou poptávku z relativně rychle (na evropské poměry) rostoucího hospodářství EU. Avšak implikace pro měnovou politiku nejsou zcela jasné: vývoj obchodní bilance dokazuje, že tlak na posilování koruny se obnoví. A silnější koruna = nižší tlak na růst sazeb. S vývozy je těsně spojený průmysl a jeho pokračující rychlý růst je pozitivní pro neinflační růst mezd (průmysl tvoří cca 40% HDP).

Růst maloobchodních tržeb zůstal v březnu také velice rychlý: 8.8%. To dokazuje, že spotřeba je skutečně tento rok rozjetá a riziko poptávkové inflace existuje (ta již akceleruje). Nezaměstnanost si také ubrala pár desetinek (na 6.8%) a jen potvrzuje, že ekonomika roste rychle a tlačí tak nezaměstnanost k hodnotám, kde existuje reálné riziko tlaku na nadměrný růst mezd. Podle našich odhadů růst reálných mezd v 1Q07 po několika letech dohnal růst produktivity, což bude tlačit na negativně na další pokles nezaměstnanosti. Pod vlivem dat za poslední kvartál jsme přehodnotili růst HDP pro tenhle rok směrem nahoru na 5.1%.

Co se týče samotné inflace, ta poskočila z březnových 1.9% na dubnových 2.5%. Nicméně drtivá většina jde na vrub růstu cen u těch položek, které neindikují vysloveně poptávkovou inflaci (to je zřejmé něco, co nechává holubice v Radě klidně spát). Nejvíce vzrostly ceny v oddílu potravin, nápoje (nealko i alko) a taky klasicky u kuřiva, kde se díky vynalézavosti producentů s cenami na stáncích dějí podivnosti (v dubnu jste ještě mohli ojedinele koupit ty samé cigarety za tři různé ceny). Růsty cen u těchto položek však neindikují poptávkovou inflaci, ale jsou spíše náklady taženou inflací.

Pro měnovou politiku je ještě podstatnější, než aktuální vývoj, výhled do budoucnosti, a to zejména na horizontu 12- 18 měsíců. Tím se zabývá právě nová inflační zpráva, kterou ČNB zveřejnila na svém dubnovém zasedání. Ve zkratce : vývoj v reálné ekonomice je již delší dobu proinflační (ekonomika 6. kvartál nad svým potenciálním produktem) a bude mírně proinflační i po zbytek roku 2007 a v roce 2008 (růst HDP pro tento rok plánuje na 5.7 %). Dovození ceny budou méně protiinflačním faktorem než doposud, prognóza ČNB předpokládá kurz stabilní kolem 28 CZK (naš odhad předpokládaného kurzu) až do konce roku. Prognóza je pak konzistentní s růstem sazeb přes celé prognózované období.

Když si člověk k tomu připočte psychologický vliv momentálně slabšího kurzu CZK, důvod pro růst sazeb je pro ČNB (a konec-konců i pro nás) poměrně jasný.

Co působí proti zvednutí sazeb již teď v květnu? No, zatím se poptávkové tlaky v jádrové inflaci neprojevují, což může na ty členy bankovní rady, kteří si nemyslí, že inflace je za každých okolností nejhorším ze všech zel (tedy na všech kromě vyslovených jestřábů), působit jako psychologická bariéra k tak brzkému zvednutí sazeb.

K takovým členům jistě patří Hampl a Holman, kteří se nechali slyšet, že sazby nahoru až když bude z dat jasné, že inflace je skutečně hrozbou (třetí z holubic, Tomšík, se neúčastní zasedání, což solidně zamíchalo kartami). Přesně opačně se cítí veterán Rady Niedermayer, který zastává názor, že měnové podmínky by měly být přísnější než momentálně jsou, a že se s tím musí něco udělat, nejlépe hned. Jenom mezi tito tři lidi je možné namalovat jasnou demarkační linii - všichni ostatní jsou více nebo méně nejasní. Singer sice v posledním rozhovoru také neskrýval odhodlání posunout sazby nahoru, nicméně co se týče konkrétního časování, nevykládal bych jeho slova jako záruku ke květnovému hiku (viz. níže). Zbytek sexteta je ještě větší záhada. Guvernér Tůma a člen Rady Řežábek byli v posledním měsíci potichu, i když první z dvojice se před dubnovým zasedáním vyjádřil směrem k nutnosti postupného zvyšování sazeb, nesdělil však (pochopitelně) časování.

V neposledním řadě je tady vzpomínka na historii, kdy hlasování Rady byl někdy v rozporu s mozaikou, jež si média i analytici poskládali z předchozích vyjádření členů.

Podtrženo, sečteno - situace je poměrně nepřehledná a pravděpodobnost zvednutí sazeb stejně tak jako toho, že se sazby nezmění, je zhruba poloviční.

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

Miroslav Singer (Bloomberg, 18.5.2007)

"Signály se začaly akumulovat na jedné straně: k růstu (sazeb). Jsou tu kousky skládačky, které naznačují, že protiinflační rizika je těžké identifikovat. Protiinflační nejistoty zmizly jedna po druhé."

„Na úrovni jádrové inflace vidím, že se relativně nic neděje.“  
„Byl bych nervózní, kdybych viděl zvětšování rozdílu mezi produktivitou práce a mzdami, ale zatím nic takého nevidím.“

*Komentář : Tak já z něho nevím. Je jasné, že sazby podle něj nahoru, ale kdy přesně, to zatím neví možná ani on sám. V každém případě v květnu může padnout tam i tam.*

Mojmír Hampl (Reuters, 14.5.2007)

"Já si stále myslím, že teď nejsme v situaci, kdy máme brzdit zírta nebo pozítří. Dochází k postupnému množení proinflačních signálů, nikoli ale zjevných proinflačních tendencí. Celkově mně situace vyznívá tak, že bych střízlivě čekal ještě na to, co přinesou další data a co přinese nějaká aktualizace prognózy."

„Je potřeba střízlivost, nadhled, klid a rozhodně ne žádná panická reakce na aktuální čísla. Měnová politika je přece z definice vpřed hledící, nikoli zpět hledící.“

*Komentář : Holubice par excellence.*

Robert Holman (Reuters, 22.5.2007)

"Na základě současných informací si myslím, že inflační tlaky nejsou natolik znepokojující, aby se nezbytně musely zvyšovat úrokové sazby. Já bych si nejraději počkal na velkou situační zprávu, až budeme mít více čísel a více spolehlivých dat."

"Nejsem přítelem nějakého zbrklého nebo preventivního zvyšování úrokových sazeb, dokud nemáme jistotu, že inflační tlaky jsou robustní."

*Komentář : Hamplův bratr ve zbrani.*

Ludek Niedermayer (Reuters, 21.5.2007)

"Data od začátku roku ukazují, že měnové podmínky by měly být přísnější." "Poprvé za dobu, co jsem v centrální bance, je možno i na ulici vidět, co znamená rychle rostoucí ekonomika." (v narážce na inzeráty Přijmeme pracovníky ve výlohách obchodů).

"Když se podívám na vývoj od počátku roku, tak ty signály jdou stále jedním směrem, a zároveň říkám, že je špatně reagovat na inflaci, až ji uvidím v číslech."

„V těchto podmínkách mix inflace kolem 2,5 procenta a sazeb 2,5 procenta by se bez zpřísnění měnových podmínek úrokovým nebo kursovým kanálem mohl ukázat jako trochu volný.“

*Komentář : Pokud tento pán nezvedne ruku za hike již v květnu, pak už fakt nevím...*