

Tabulka prognózy

Konec měsíce	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	VIII/08
Repo rate	2,75	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,50	3,50
3M PRIBOR	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	3,6
12M PRIBOR	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	3,7
10Y bond	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	4,2

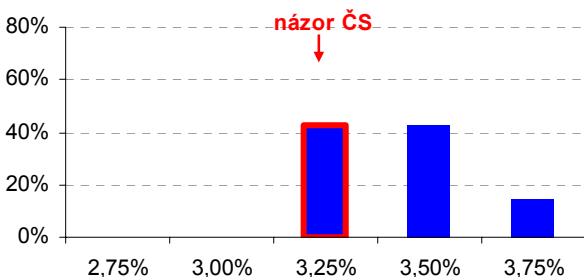
Shrnutí

- V květnu zvýšila Sedmička sazby po relativně dlouhé době o 25 bazických bodů; momentálně jsou tak na úrovni 2.75%. A tento týden nás čeká další relativně zajímavé sezení.
- Z makra v průběhu června nepřišlo nic, co by způsobilo přehodnocení výhledu české ekonomiky, spíše naopak. Jak HDP a průměrná mzda za Q1, tak i maloobchodní tržby a nezaměstnanost ukazují jedním směrem – k rychle rostoucí ekonomice s rizikem inflačních tlaků.
- Bankovní rada ani tento měsíc nebude na zasedání kompletní – mezi absentéry se tentokrát zařadí Singer a Holman, takže to je po jednom ven z každého tábora (jestřábi vs. holubice). Rozhodující bude, na kterou stranu barikády se postaví květnový absentér Tomšík a rozhodující slovo může opět mít Tůma.
- Po zvážení pro a proti **držíme scénář neměnných sazeb v červnu**, avšak s rizikem směrem k růstu sazeb (subjektivně s pravděpodobností zhruba 25%).

Varianty (bp)	Česká Spořitelna (%)	Průzkum Reuters (21.6.07)	Důvody dle ČS
-25	0%	0%	
0	75%	93%	Základní scénář
+25	25%	7%	CZK a spotřeba

- Hike o 25bps čekáme v červenci. Dalších 50bps očekáváme v příštím roce. Nicméně slabá koruna vychyluje rizika směrem nahoru

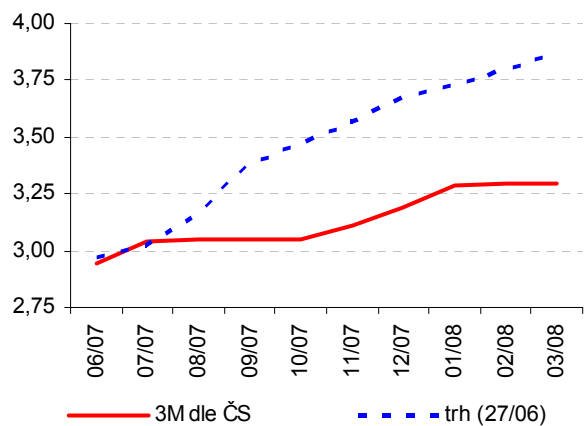
Očekávání o nastavení úrokových sazeb za 12M (Reuters)



Zdroj: Reuters, ČS

- S naší prognózou jsme pod křivkou. I nadále očekáváme, že po létě koruna opět nabere směr k silnějším úrovním, což zchladí jestřábí náladu v centrální bance i na trhu.

Naše prognóza sazeb 3M PRIBOR a prognóza trhu



Zdroj: Bloomberg, ČS

V červnu nahoru ? Spíše ne...

Na předchozím zasedání Bankovní rady v květnu vzrostly sazby o 25 bazických bodů (jestřábi se chopili příležitosti, kterou jim dala absence V.Tomšíka a posunuly sazby nahoru). Inflační prognóza z dubna a data, jež za květen a červen přišla z reálné ekonomiky, dávají tušit, že to zdaleka nebylo poslední zvyšování.

Otázkou zůstává kdy? My společně s většinou trhu držíme názor, že to bude až v červenci, společně s novou prognózou ČNB. Nicméně vidíme riziko, že by ke zvýšení mohla bankovní rada přistoupit již tento měsíc:

- kurz koruny prolomil 28.50 a je významně nad kurzem předpokládaným v prognóze ČNB. A výrazná citlivost inflace na kurz je obecně známá;
- silná růstová data publikovaná v červnu: především HDP za 1Q - spotřeba potvrdila velmi silný růst, což je podhoubí pro postupnou akceleraci poptávkové inflace. A naopak investice negativně překvapily: riziko snížení budoucího neinflačního růstu ekonomiky.

- náš model ukazující pravděpodobnost hiku/cutu na základě zveřejněných ekonomických dat a kurzu pravděpodobnosti hiku v červnu 50%.

Argumenty proti růstu sazeb?

- V červenci bude mít bankovní rada novou inflační prognózu, na které sekce měnová pracuje již nyní. Změna sazeb se u nás, ale i ve světě koncentruje právě do měsíců, kdy má bankovní rada k dispozici novou prognózu, protože se jí mnohem lépe argumentuje.
- čísla za červen - ač silná - nebyla zřejmě pro ČNB příliš překvapivá: pokud by skutečně ČNB vnímala akutní inflační riziko, mohla zvýšit sazby rovnou o 50 bodů v květnu. To ale např. Singer rezolutně odmítl (viz. Komunikace Bankovní rady).

Koruna a Tomšík – dva pro hike ?

Červnové zasedání Bankovní rady podle nás ponechá klíčovou reposazbu na 2.75% a k nejbližšímu zvedání sazeb se přikročí až v červenci.

Nicméně, pravděpodobnost, že sazby mohou nahoru již teď je nenulová. Pokud bychom se podívali jenom na fundamenty, pak důvodů najdeme hodně – pravděpodobnost hiku odhadnutá jen na jejich základě je zhruba 50%. Samozřejmě, pokud vezmeme do úvahy neekonomické faktory jako např. složení Bankovní rady na zasedání, novou inflační zprávu v červenci, pak bychom pravděpodobnost hiku již v červnu viděli zhruba na 25%.

Zmatený? Tak si to tady probereme kousek po kousku. Za prvé: co se stalo za ten měsíc s fundamenty? No, ve zkratce řečeno, nic co bychom nás donutilo přehodnotit výhled na českou ekonomiku a s tím související trajektorii sazeb.

Začátkem června ČSÚ zveřejnil mimo standardní data i data za HDP a průměrnou mzdu za 1.kvartál. Hrubý domácí produkt přesně potvrdil naše očekávání, stejně tak jako očekávání trhu. Růst HDP v 1. kvartálu byl v stálých cenách 6.1 %, zatímco v nominálním vyjádření to bylo téměř 10 %. Důležitá byla samotná struktura růstu – tady se potvrzuje náš scénář, kdy k růstu nejvíce přidala spotřeba, která reálně vzrostla 6.7 % (nominálně o 7.7%), nejvíce za posledních 13 čtvrtletí. To se dalo vcelku očekávat – silné maloobchodní tržby, jež rostly téměř dvoциферným tempem v prvním čtvrtletí, klesající nezaměstnanost, která se blíží svým strukturálním (neinflačním) limitům (v květnu nezaměstnanost poklesla až na 6.4 %, v souladu s naším očekáváním) a s tím související růst mezd (reálný růst o 6.2% v Q1) naznačovaly, že právě spotřeba bude tahounem růstu. Nejvyšší růst byl zaznamenán ve výdajích domácností na vybavení domácností, motorová vozidla, audio a video technika. Když si k tomu přidáme, že dovozní ceny meziročně poklesly (množství bílé techniky, aut atd. se dováží) a že domácí průmysl rostl téměř 9.5 %, je jasné, proč se zatím jádrová inflace výrazněji neprojevovala v datech. Nabídková strana ekonomiky také nepřekvapila – čísla z průmyslu, který tvoří zhruba třetinu ekonomiky, již naznačovaly, že hrubá přidaná hodnota v celé ekonomice taky rychle vzroste. Celkově to bylo reálně o 6.3 %, kdy průmysl přidal 9.4 % (i kvůli počasím ovlivněné stavební výrobě).

Tento vývoj by měl ještě nějakou dobu pokračovat – průmysl má našlápnuto, zejména pod vlivem rychlého růstu v EU. Spotřeba taky nevypadá, že by měla nějak dramaticky zpomalit – maloobchod za duben sice meziměsíčně mírně poklesl, ale spíše kvůli zakolísání v potravinách (v segmentech, které více vyjadřují chuť spotřebitelů k utrácení, jako např. auta nebo elektronika, tržby rostou stále velmi silně). Nicméně, meziroční růst (a jeho struktura) o reálných a sezónně neočištěných 8.1 % není jistě důvodem pro „starost“ o spotřebitelskou poptávku.

Inflaci jsem již nakousl, tak se na ní podíváme blíže: co se stalo se samotnou inflací v květnu? Stále pokračuje spíše růst cen u těch položek, u kterých převládá spíše regulatorní nebo nákladový důvod růstu cen. V květnu k meziročnímu růstu cen (2.4%) nejvíce přidaly ceny bydlení (regulované nájemné), vody a energií a již samozřejmě tradičně tabák (daně) a alkoholické nápoje. Ryze poptávkové tlaky jsou zatím v datech tedy jen málo viditelné, což patrně nachází své vyjádření v ledovém klidu, ve kterém se nacházejí někteří členové BR (např. Řežábek, viz. Komunikace BR).

Co ale zaručeně eventuálně probere k akci i zarytější holubice je vytrvalejší slabost CZK (podle nás důsledek globální nejistoty a také carry trades v důsledku rozšiřujícího se přesvědčení o ne tak silném posílení CZK tento rok). Koruna se totiž dostala nad 28.50 CZK/EUR a momentálně se obchoduje v pásmu kolem 28.60. V malé otevřené ekonomice, jakou je ta česká, to ale samozřejmě znamená riziko vyšších dovozních cen, obzvláště za situace, kdy jsou prodejci díky vysoké koupěschopnosti spotřebitelů v relativně silném postavení. Kurz koruny, s kterým pracovala dubnová prognóza, byl podle nás na úrovni 28 CZK/EUR. Vzhledem k tomu, jak citlivá je ČNB na kurz (CZK slabší o 3 % než prognóza vyvolává dodatečnou potřebu růstu sazeb o 100 bazických bodů), mohou současné úrovně koruny působit nervózně.

Že je CZK na programu dne plyne i z vyjádření jednotlivých bankéřů v médiích za uplynulý měsíc (Singer a Tomšík). Asi nejvíce překvapivé bylo pro mě vyjádření Tomšíka, kterého jsem měl za větší holubici. Podle V.Tomšíka centrální banka nechce testovat co se s korunou stane, pokud se rozšíří úrokový diferenciál mezi ČR a Eurozónou, a myslí si, že, „koruna, která v minulosti pomáhala tlumit inflační tlaky, by neměla v nejbližší budoucnosti podstatně posílit.“ Já jenom dodávám – se známými důsledky pro inflaci. I z dalších vyjádření Tomšíka (opět viz. Komunikace BR) plyne, že jsou sazby podle něj za stávající situace nízké. Vzhledem k tomu, že Rada bude bez Singera a Holmana, a oba tábory tak budou mít o muže méně (jestřábi s L.Niedermayerem a guvernérem Z.Tůmou, holubice s P.Řežábkem a M.Hamplm), mohl by právě p. Tomšík být tím, kdo by sazbami zakýval.

Proč si nemyslíme, že se to stane? No, zase až tolik jestřábi rétoriky v jeho vyjádření necítím („Nedá se v současnosti identifikovat žádný dramaticky pro-inflační faktor“). Kdyby byla rizika velká, bylo by se možná již v květnu minimálně diskutovalo o hiku o 50 bodů (data z června sice silná jsou, nicméně pochybuji, že jsou pro ČNB extrémně překvapivá). Nová inflační prognóza z července pak ukáže efekt květnového hiku a kurzu (na implikovanou trajektorii sazeb), takže je zde další argument pro červenec.

Podtrženo, sečteno – sazby nahoru najisto, ale nejspíš až v červenci, nenulová pravděpodobnost toho, že to bude již tento měsíc.

Co se týče výhledu na delší období, prozatím ponecháváme v platnosti naši stávající prognózu ještě jednoho (červencového) zvýšení sazeb, stejně tak jako dalších 50 bazických bodů v roce 2008.

Komunikace Bankovní rady

Miroslav Singer (Reuters, 18.6.2007)

“Ten předpoklad růstu (úrokových sazeb) je v této situaci logický: ekonomika jede na plné obrátky... spotřebitelé jsou optimističtí, (hodnoty růstu) HDP a PPI jsou vysoké, kurs koruny slabší.“

“Inflace je nahoře, ale zatím jsou deregulace, změny daní. Na té měnověpolitické inflaci není téměř nic vidět.“

„My jsme hodně taženi vývojem kurzu.“

Komentář : Flexibilní, ale táhne k jestřábům. Tohle zasedání mu uteče, nicméně v červenci ruka pro za vyšší sazby.

Vladimír Tomšík (Bloomberg, 12.6.2007)

„Sazby jsou poměrně nízko, když vezmeme v úvahu ten rychlý ekonomický růst. Není správné, má-li takhle rostoucí nulové nebo dokonce negativní reálné sazby.“

„Jestli bude červencová prognóza podobná té současné, a já nevidím moc důvodů proč by tomu tak nemělo být, pak je směr dalšího pohybu sazeb jasný“.

Komentář : Měl jsem ho za větší holubici, i když uznávám, že jenom na základě starších vyjádření (únorové „sazby klidně i dolů“), takže mně trošičku překvapil. Klube se nám tady možná další sazbový pragmatik. V červnu ale asi ještě za sazby ruku nezvedne.

Pavel Řežábek (Dow Jones Newswires, 14.6.2007)

„Jsem proti zbytečně striktní měnové politice když centrální banka udržuje cenovou stabilitu a inflace často podstřeluje cíl. Přísnější měnová politika má na ekonomiku spíše negativní než pozitivní vliv.“

Komentář : Já fakt nevím, ale s tímto pánem nesouhlasím. Koruna, spotřeba, pozitivní mezera výstupu, nezaměstnanost atd. mi dávají jiné přesvědčení. Nicméně, on hlasuje, já ne. Takže si tady dělám poznámku : známá holubice.