

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

24.7.2007

Tabulka prognózy

Konec měsíce	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	IX/08
Repo rate	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	3,50
3M PRIBOR	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,2	3,3	3,3	3,3	3,3	3,4	3,5	3,6	3,6	3,6
12M PRIBOR	3,2	3,2	3,3	3,3	3,3	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6	3,7	3,7
10Y bond	4,5	4,5	4,6	4,6	4,6	4,7	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8

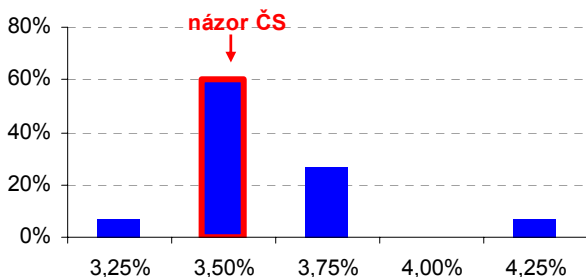
Shrnutí

- Chystá se nám zvýšení sazeb. Naposledy rostly sazby v květnu (po relativně dlouhé době) o 25 bazických bodů; momentálně jsou tak na úrovni 2.75%. Tento čtvrtek se s největší pravděpodobností dočkáme dalšího zvednutí, sazby tak budou na 3 %.
- Z makra v průběhu července nepřišlo nic, co by způsobilo přehodnocení výhledu české ekonomiky, spíše naopak.
- Bankovní rada je jestřábí téměř unisono, dostane taky novou inflační prognózu (o které si myslíme, že bude jestřábí). Potřebu růstu sazeb přiznala i dosavadní největší holubice, p. Řežábek – nečíslo z něho sice hikovací odhodlání, nicméně za červencový hike se na svoji pověst vyslovil relativně jasně.

Varianty (bp)	Česká Spořitelna (%)	Průzkum Reuters (21.7.07)	Důvody dle ČS
-25	0%	%	
0	0%	7%	
+25	100%	93%	Základní scénář

- Koruna sice posílila, nicméně stále ještě je proinflačním faktorem.
- Do konce roka očekáváme stabilitu sazeb (další pohyb ke přelomu roku), i když stěžejním pilířem, na kterém náš scénář stojí, je obnovení trendu k posilování koruny. V případě, že by se nevyplnil, mohli bychom se dočkat relativně rychle relativně razantního zvyšování. Další 50bps očekáváme pak v příštím roce.

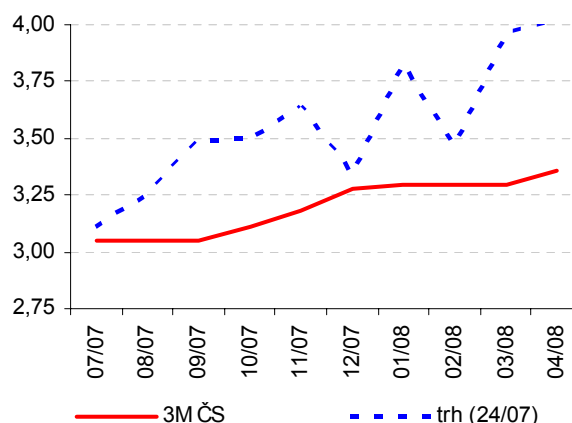
Očekávání o nastavení úrokových sazeb za 12M (Reuters)



Zdroj: Reuters, ČS

- S naší prognózou jsme (stále) pod křivkou (ty zuby na grafu jsou technickou záležitostí, nejspíš kvůli nelikviditě dané splatností). 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 červenci nahoru ? Jo...

Růst sazeb, který jsme si v Makroskopu vymalovali před měsícem, je tady. V tomto přesvědčení nejsme osamoceni – trh téměř jako jeden muž (spíše „jako jedna žena“, abychom byly genderově korektní) očekává to samé.

Shrnutí důvodů ?

- kurz koruny sice trošičku zmoudřel a sklouznul zpátky k 28.20, nicméně je stále slabší, než kde ho viděla prognóza ČNB. A vnímání citlivosti inflace na kurz je obecně známá;
- data od dubnové prognózy ukázala směrem k proinflačním tlakům (HDP za 1Q tažen spotřebou, vyšší reálné mzdy), měsíční data také neindikovali výraznější změnu (malobchod sice zpomalil, nicméně 7 procentní růst je daleko od pomalého; PPI urychlilo).
- Bude zveřejněna nová inflační prognóza, která patrně vymaluje temnou inflační budoucnost a bude jestřábí. Důležité bude sledovat, o kolik přitvrdí oproti té dubnové, která byla „konzistentní s postupným růstem sazeb“.

Co měsíc dal ? Proinflační data a silnější korunu..

Červencové zasedání Bankovní rady podle nás zvedne klíčovou repositáž na 3.00%.

Fundamentálně je, jak jsme již naznačili a jak se o tom zmiňujeme kontinuálně už delší dobu, důvodů k tomuto kroku hodně. Data z reálné ekonomiky jsou pořád silná – růst HDP tažen spotřebou, mzdy rostoucí o přes 6 procent za Q1 (což jsou v podstatě dvě strany té samé mince), silná Eurozóna, kde se hřivovací aktivita asi hned tak nezastaví (my vidíme strop zatím na 4.25%, s rizikem směrem výš), vyrovnávání růstu produktivity (alespoň v průmyslu) s růstem mezd.

Co nového tedy z měsíčních dat? V podstatě neměnný příběh – obchodní bilance v přebytku, běžný účet v deficitu, důležité pro výhled bude jak se bude vyvíjet finanční účet, zejména pak příliv FDI (počítáme s přílivem přes 100 mld. tenhle rok). Maloobchodní tržby v květnu taky mírně zpomalily, na 7 procent meziročně. Jedná se sice o nižší růst, než po předchozích pár měsících, nicméně znaky neochabující spotřebitelské poptávky jsou jasné – kromě faktu, že nejvýrazněji k růstu přispívají právě prodejny elektroniky (vysloveně spotřební zboží), rostou výrazně například i tržby za prodej a opravy vozidel (+12.3 %).

Průmyslová produkce v květnu vzrostla o 7.5 % meziročně. Pro výhled měnové politiky je důležité, že růst nominální mzdy (o 7.1 %) byl mírně nad úrovní růstu produktivity (+5.8 %), což by mohlo být argumentem o hrozících inflačních tlacích kvůli růstu mezd, který není krytý růstem produktivity. Samozřejmě, zatím se nejedná o nějak velkou mezeru, nicméně pokud by průmyslová výroba v dynamice růstu ještě polevila, mohlo by dojít k jejímu rozšíření. Nedomnívám se, že se jedná o dramatické zpomalení dynamiky růstu, možná jenom o sezónní výkyv, důležité bude sledovat jeho vývoj nadále. Vzhledem k silnému růstu Evropské unie a značné proexportní orientaci českého průmyslu nečekáme významné zpomalení ani v dalších měsících.

Oba inflační ukazatele – PPI i CPI – poskočily, meziroční růst PPI byl dokonce nejvyšší za dva roky (ceny průmyslových výrobců +4.6 %). To je zajímavé zejména v současné situaci – koruna nemusí v současné situaci tak spolehlivě plnit funkci inflačního tlumiče inflačních tlaků a silná koupěschopnost obyvatelstva může umožnit výrobcům vyšší ceny vstupů snadněji promítnout do vyšších cen výstupů.

Co se týče CPI, meziměsíčně se ceny hnuly o 0.3 %, meziročně pak o 2.5 % (tradičně kvůli kuřivu a pohonným hmotám). Oboje jsou to ale věci, kterých dopad na rozhodování ČNB o sazbách je zprostředkovaný (přes růst inflačních očekávání nebo přes přelití vyšších cen energetických vstupů do cen finálních tovarů, zejména v situaci silné spotřebitelské poptávky). Meziročně se na růstu cen podepsaly zejména cigarety (+16.9%) a alkohol, za nimi pak ceny bydlení (zejména kvůli deregulaci nájemného), vody a energií (elektřina, tuhé palivo). U cen produktů, které by měly být citlivé na silnou poptávku (auta, elektronika) nejsou stále patrné hmatatelné inflační tlaky (např. meziročně poklesly ceny osobních dopravních prostředků o 1.9 %, elektronika také).

Nejzajímavější byla v červenci situace kolem koruny. Ta je v českých podmínkách při výhledu inflace a tudíž sazeb důležitá. A je tomu tak i u našeho scénáře – jeho pilířem je vývoj, ve kterém CZK posiluje ke zhruba 27.40 za EUR ke konci roku; pokud by skutečně zůstala delší dobu slabší, mohli bychom vidět relativně rychle relativní silný růst sazeb.

V červenci se koruna po delším období, kdy strašila trhy nenadálou slabostí, konečně odhodlala k sestupu (posílení). Co za tím stálo? Korunu vyhnaly problémy se

subprime na druhé straně Atlantiku z teritoria kolem 28,65 a poslaly ji směrem k silnějším úrovním kolem 28,30 (některé fondy, u kterých je pravděpodobné, že měly pozice financované z české měny, je patrně zavíraly). Proti delšímu setrvalému posilujícímu trendu mluví momentálně sezónnost, nicméně konvergenční příběh a solidní fundamenty by měly ve finále korunu posílit.

Nicméně, i když koruna posílila, není to něco, co by centrální bankéře uklidnilo – konec-konců, je stále pod úrovní, se kterým pracovala jejich prognóza, a tudíž je proinflačním faktorem. Posledně přehodnotil svůj výhled (i díky Koruně) i možná poslední holubičí mohykán v Radě p. Řežábek, a tak bych se nedivil, kdyby v červenci prošel hike i čistým hlasováním 7:0 (viz. Komunikace Bankovní Rady).

Komunikace Bankovní rady

Pavel Režabek (Reuters, 18.7.2007)

„Uvidíme, jak bude vypadat nová inflační prognóza, ale je možné, že princip opatrnosti zvítězí a Rada přijme rozhodnutí o zvýšení sazeb o 25 bodů.“

„Nashromáždilo se několik inflačních rizik. Nejsou otevřeně významná, ale je jich více a je patrně neodůvodněné déle čekat, jestli se nevyplní.“

„Mnohdy v minulosti jsem viděl strašáka vysoké inflace, který pak nedostal očekávání. Proto budu velice opatrný (co se týče inflační prognózy konzistentní s růstem sazeb).“

Komentář: „Přepeření“ oproti poslednímu interview. Takže u i jedna z posledních holubic říká, že jako „sazby teď nahoru, už se tomu asi nevyhnu, ale do budoucna spíše mnohem méně než o trochu více. Jako že holubičí peří nepustím lehce.“

Miroslav Singer (Thomson Financial, 18.7.2007)

„Vnímáme podstatná inflační rizika, data jsou více-méně konzistentní v tomto ohledu. Tendence k růstu cen jsou zřejmé. Měnové podmínky jsou uvolněnější, než co jsme očekávali, což nám ulehčuje rozhodnutí ohledně zvýšení nebo snížení sazeb. Všechno zatím ukazuje na to, že půjdeme nahoru (se sazbami) a že se úrokový diferencíál zmenší.“

Komentář: Takže sazby nahoru, na beton.