

David Navrátil
tel.: 224 995 439, e-mail: dnavratil@csas.cz

7.8.2007

Nová prognóza sazeb – jestřábi versus kurz

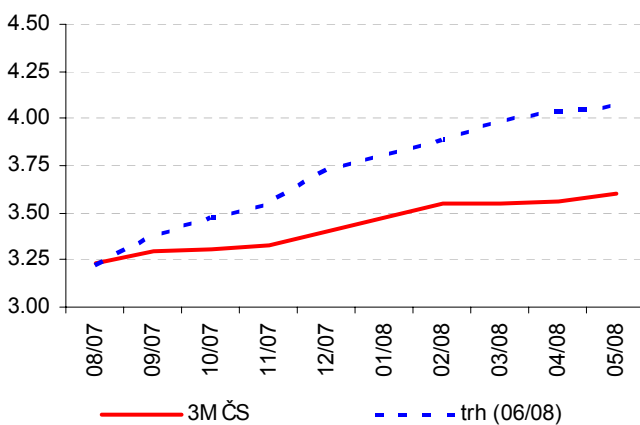
Průměr	VIII/07	IX/07	X/07	XI/07	XII/07	I/08	II/08	III/08	IV/08	V/08	VI/08	VII/08	VIII/08	IX/08	X/08	XI/08	XII/08
Repo rate	3.03	3.25	3.25	3.25	3.25	3.28	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.53	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
3M PRIBOR	3.2	3.3	3.3	3.3	3.4	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.7	3.8	3.8	3.8	3.8	3.9
12M PRIBOR	3.4	3.5	3.5	3.6	3.6	3.6	3.7	3.7	3.8	3.8	3.9	3.9	4.0	4.0	4.1	4.1	4.2
2Y bond	3.7	3.9	4.0	4.0	4.1	4.1	4.2	4.2	4.2	4.3	4.3	4.3	4.3	4.4	4.4	4.4	4.5
10Y bond	4.4	4.5	4.6	4.7	4.8	4.8	4.8	4.9	4.9	4.8	4.8	4.8	4.9	4.8	4.9	4.9	5.0

průměr	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Repo sazba	2.17	2.84	3.60	4.20	4.46	4.14	3.96	3.57
3M PRIBOR	2.3	3.0	3.7	4.3	4.5	4.2	4.0	3.6
12M PRIBOR	2.6	3.3	3.9	4.5	4.5	4.2	3.9	3.6
10Y bond	3.8	4.3	4.8	4.7	4.6	4.4	4.2	4.2

Závěr a doporučení

- Přehodnocujeme prognózu sazeb ve směru rychlejšího návratu k neutrální sazbě (4%) ve světle naší nové makro prognózy, ale i aktuálního naladění bankovní rady ČNB.
- Čtení minutes a návštěva ČNB nás přesvědčila, že další hike na 3,25% bude chtít dodat Sedmička statečných již tento měsíc.
- Nicméně, vzhledem k tomu, že čekáme posílení koruny na 27.6 na konci roku, myslíme si, že další hike přijde až v příštím roce. Na konci příštího roku očekáváme sazby na 3.75%. Rizika prognózy jsou směrem k vyšším sazbám.

3M PRIBOR: prognóza ČS versus trh (FRA sazby)



Zdroj: ČS, Bloomberg

- Ve srovnání s trhem zůstáváme nadále opatrní. Důvodem je zkušenost z minula, kdy kurz koruny v reakci na cyklus zvyšování českých sazeb přestřeloval k posílení. Dalším

rizikem pro nižší než trhem očekávané sazby je globální riziko související s prudkým poklesem kreditních derivátů a růstem rizikové averze, což může zastavit/obrátit globální cyklus zvyšování sazeb a posílit CZK (CZK má pověst bezpečného přístavu + další impuls pro rozvazování carry trades).

- Jak to hrát? Na krátkém konci vidíme prostor pro pokles výnosů. Jako jistější strategii však preferujeme budování short EUR/CZK pozic. Nadále očekáváme, že koruna bude fundamentálně posilovat. Jediným zdržením mohou být carry trades (short CZK, long EM, USD), které by mohly bránit koruně v návratu k trendu. A pokud zůstane koruna delší dobu mimo trend, porostou sazby na vyšší úroveň díky vysoké citlivosti sazeb na CZK, což nakonec carry trades rozbije z druhé strany.

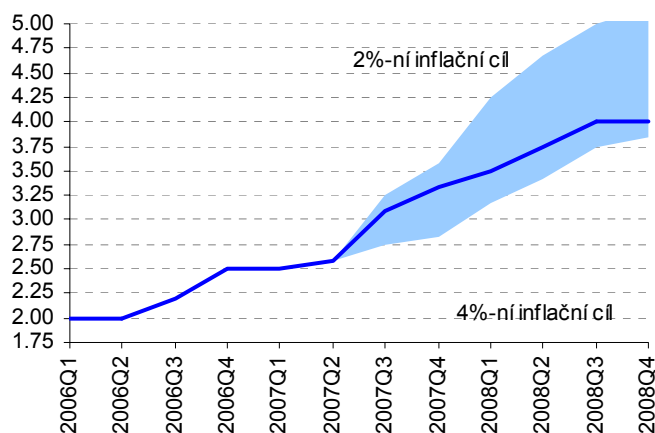
Nová makro prognóza z dílny ČS

- Nadále očekáváme silný růst ekonomiky (5,4%), v letošním roce taženém především spotřebou domácností.
- V základním scénáři předpokládáme realizaci reform, což sníží růst spotřeby a ekonomiky v příštím roce ke 4% prostřednictvím snížení sociálních dávek a zvýšení snížené DPH, což více než vykompenzuje pozitivní efekt nižší daně z příjmů.
- Inflace na konci tohoto roku zrychlí na 3,9%, v příštím roce 4,9% (efekt zvýšení DPH zvýší inflaci o cca 0,8pb)
- Vzhledem k pomalejšímu návratu koruny k trendu, jsme pro letošní rok kurz mírně přehodnotili směrem ke slabší úrovni: očekáváme, že kurz letos zakončí na 27,6. Nicméně náš dlouhodobě pozitivní pohled na kurz se nemění – na konci příštího roku očekáváme posílení na 26,6 EUR/CZK.
- Náš model, který vychází z prognózy inflace, poptávkových tlaků a modelového chování ČNB, ukazuje, že sazby by

měly v letošním roce vzrůst na 3,50% a na 4,50% na konci příštího roku.

- Tuto mechanickou trajektorii upravujeme směrem dolů (na 3,25% koncem 07, resp. 3,75% koncem 08). Důvodem je historická zkušenost, kdy k utahování měnových podmínek docházelo mnohem více prostřednictvím měnového kurzu než úrokových sazeb. Přitom trh má tendenci přestřelovat prognózu sazeb a naopak podhodnocovat prognózu posílení kurzu. Pro opatrnější scénář hovoří i riziko nechválení reformního balíku (bude projednáván ve Sněmovně tento měsíc), což by snížilo modelovou trajektorii sazeb o 25-50bb.

Modelová prognóza sazeb a náš základní scénář repo sazby

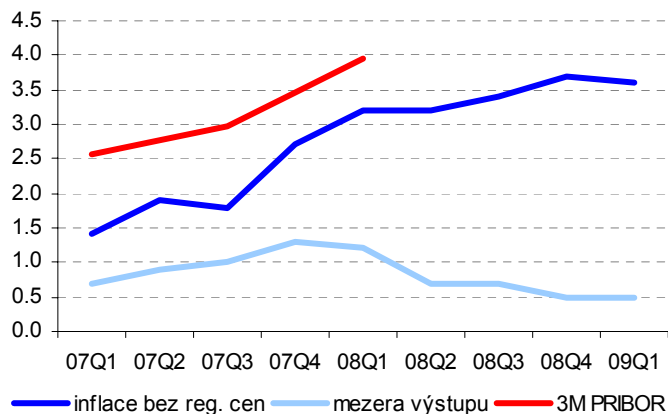


Zdroj: vlastní výpočty

Prognóza ČNB versus ČS

- Na základě zveřejněných čísel z prognózy ČNB (zveřejněné čísla nezapočítávají efekt reformem) a naší znalosti jejich modelu jsme vypočetli přibližnou trajektorii sazeb konzistentní s jejich prognózou, viz obrázek. Prognóza ukazuje na rychlý růst sazeb k neutrální sazbě již na začátku příštího roku a pak nad ní.

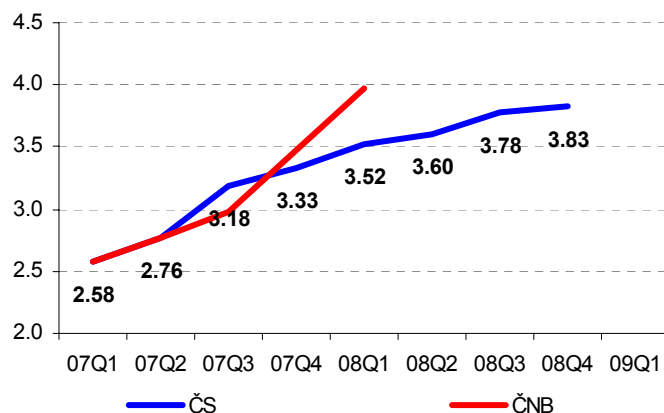
Prognóza ČNB: inflace bez dopadů změn nepřímých daní, mezera výstupu a námi odhadnutá trajektorie sazeb konzistentní s prognózou ČNB



Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

- Námi očekávaný růst sazeb je pomalejší, než kolik ukazuje podle našeho odhadu prognóza ČNB. Důvodem je evergreen české měnové politiky – kurz koruny.

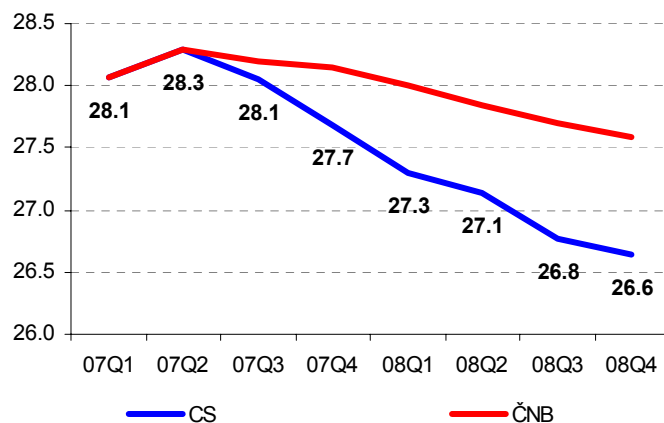
3M PRIBOR: ČNB vs. ČS



Zdroj: vlastní výpočty

- Ze zveřejněných informací (Zpráva o inflaci a Setkání s analytiky) jsme odhadli kurz, na kterém je prognóza ČNB postavena a porovnááme jej s naší prognózou.
- Po celé trajektorii prognózy očekáváme silnější kurz koruny, než předpokládá ČNB. Připomeňme Zlaté pravidlo českého centrálního bankéře: kurz silnější o 3% oproti předpokladu si vyžaduje nižší sazby zhruba o 1pb.
- V případě naplnění naší prognózy kurzu by se trajektorie sazeb ČNB posunula dolů o 40bb pro 1Q08.

Předpoklad kurzu



Zdroj: vlastní výpočty