

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

28.8.2007

## Tabulka prognózy

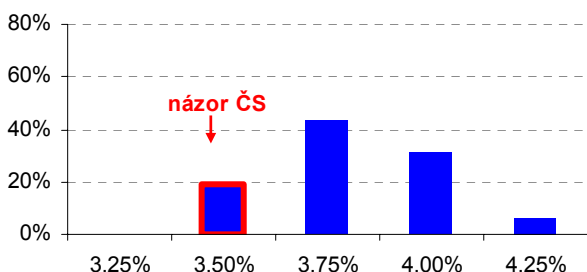
Konec měsíce	VIII/07	IX/07	X/07	XI/07	XII/07	I/08	II/08	III/08	IV/08	V/08	VI/08	VII/08	VIII/08	IX/08	X/08
Repo rate	3,00	3,03	3,25	3,25	3,25	3,28	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,63	3,75	3,75	3,75
3M PRIBOR	3,2	3,3	3,3	3,3	3,4	3,5	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,7	3,8	3,8	3,8
12M PRIBOR	3,4	3,5	3,5	3,6	3,6	3,6	3,7	3,7	3,8	3,8	3,9	3,9	4,0	4,0	4,1
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

## Shrnutí

- Tak máme před sebou další zasedání ČNB. Tentokrát to bude těsné rozhodnutí, domníváme se ale, že to ve finále skončí ve prospěch neměnných sazeb a že nejbližší zvýšení přijde až o měsíc.
- Makro story zůstává neměnná – i naše nová prognóza vidí pro tento rok silný růst HDP (5.4% y/y pro 2007), tažen vysokou spotřebou domácností. Pomalejší návrat kurzu k posilování nás vedl k přehodnocení dynamiky posilování – kurz ke konci roku vidíme na 27.60, nicméně naše doporučení longCZK zůstává v platnosti.
- Minutes BR ze zasedání minulý měsíc naznačily, že v BR panuje odhodlání ke zvyšování; v červenci se dokonce podle Týmy „detailně diskutovalo“ o zvednutí o 50 bodů.
- Co působí proti zvýšení již teď? Zejména panující nejistota na globálním kreditním trhu, která vedla k posílení CZK; svou roli jistě sehrává i nejistota kolem dalšího počínání ECB.

Varianty (bp)	Česká Spořitelna (%)	Průzkum Reuters (28.8.2007)	Důvody dle ČS
-25	0%	0%	CZK
0	55%	56%	
+25	45%	44%	Fundamenty

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

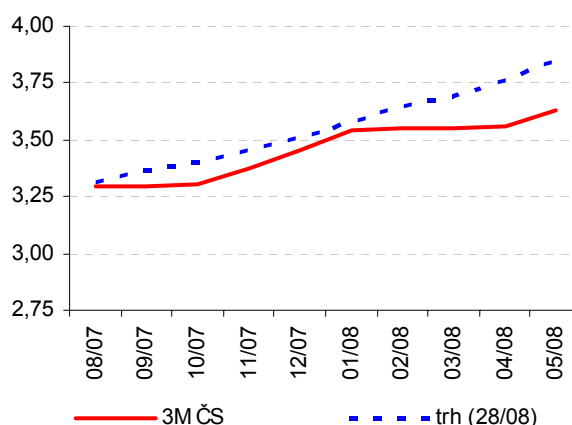


Zdroj: Reuters, ČS

- S naší prognózou jsme (stále) pod křivkou, i když pod vlivem nedávného posílení koruny došlo k přehodnocení tržních očekávání směrem dolů (český fenomén, když trh má tendenci přestřelovat trajektorii sazeb a

podhodnocovat posilující trend koruny). Schválení reformy veřejných financí působí proinflačně, zejména na headline inflaci. Naopak, poptávkové tlaky se škrty ve výdavcích a změnami v daních ve finále mírně utlumí.

## Naše prognóza sazeb 3M PRIBOR a prognóza trhu



Zdroj: Bloomberg, ČS

## Tak nahoru nebo bez změny ?

Jak si jistě někteří pamatujete, nedávno jsme posílali Bleskovku o tom, jak nás nemine zvyšování sazeb již v září, a dnes, ani ne měsíc po, to vypadá zas úplně jinak. Kdo tvrdí, že na trzích je nuda ?

Proč jsme si mysleli, že se se sazbami půjde nahoru již tento měsíc. No, v zásadě: naše fundamentální přesvědčení o tom, že sazby je nutno zvednout, potvrdila jestřábí prognóza, a k názoru, že se budou zvedat rychle (rychleji, než jsme předtím předpokládali), nás přivedly zápisky z posledního zasedání Bankovní rady společně se setkáním s analytiky.

Bankovní rada například přiznala, že „se většina (BR) shodovala v názoru, že došlo k poměrně výraznému přehodnocení prognózy směrem nahoru, a to včetně implikované trajektorie úrokových sazeb“. Dubnová prognóza byla přitom „konzistentní s postupným růstem nominálních úrokových sazeb“. Oboje tyto věty dávaly tušit, že to projektované zvyšování mělo být velice rychlé. Stejně tak Bankovní rada ve svých zápiscích uvedla, že se většina

„shodovala v otázce potřeby opětovného zvýšení úrokových sazeb pokud se současná prognóza bude naplňovat“. To naznačuje buď silné odhodlání k hikování nebo nesouhlas některých členů s prognózou (spíše se přikláním k 1. interpretaci, protože žádný z členů BR se posléze v médiích nevyjádřil rezolutně proti jakémukoliv dalšímu zvyšování, hlasování bylo taky jednoznačné a podle našich informací se jednání Rady v červenci nezaobíralo prognózou ale spíše se o kolem toho, jestli zvednout již o 50 nebo jen o 25 bodů).

Kromě toho došlo – tak jak většina očekávala – došlo ke schválení reformy veřejných financí, která pro inflační výhled přináší rizika směrem nahoru (primární dopady sice bude ČNB výjmkovat, nicméně dopady sekundární bude bedlivě sledovat). Protože jsme ale s tímto počítali, pro náš základní scénář rizika z tohoto titulu neplynou.

Co se ale mezitím tedy stalo, že se nyní kloníme spíše k tomu, že se hikovat tento měsíc nebude ?

## Finanční turbulence aneb konec carry ?

Fundamentálně je, jak jsme již naznačili a jak se o tom zmiňujeme kontinuálně už delší dobu, důvodů k růstu sazeb dost. Data z reálné ekonomiky jsou pořád silná – růst HDP tažen spotřebou, mzdy rostoucí o přes námi odhadovaných 5.2 procent za Q2, stále silný růst Eurozóny, pořád prognózovaná kladná mezera výstupu a pod.

Poslední měsíc ale přinesl zajímavý vývoj (teda, zajímavým pro pozorovatele, méně už pro lidi s takou CDO expozicí vůči trhu – čtěte tento týden Speciál, jež se bude zabývat právě posledními událostmi na trhu), s dopadem na očekávané rozhodnutí ČNB. Po tom, co se na veřejnost dostaly informace o problémech bank (resp. mimorozvahových entit kontrolovaných bankami) a fondů (hedge nebo klasických) související s investicemi do strukturovaných produktů (tzv.CDO, často krytých nestandardními, tzv. subprime, hypotékami v USA), začala se světem valit panika. Procitli i manažeři fondů peněžního trhu, který běžně top tranže strukturovaných produktů (s hodnocením kvality AAA) do svých portfolií nakupovali.

Dramatický růst averze k riziku (propad výnosů amerických krátkých cenných papírů, rozevření spreadů) vedl jednak k dramatické situaci na krátkodobém (peněžním) trhu, kdy kratší sazby vylítly mnohem výš, než bylo cílem hlavních centrálních bank, jednak jakoby mávnutím čarovného proutku vymizela důvěra i ve fundamentálně zdravá aktiva. FED i ECB byly donuceni dodávat trhu likviditu, což situaci (do dnešního dne stále poměrně nepřehlednou) mírně uklidnilo.

Co to má s Českou republikou a posléze s rozhodováním České národní banky ? No, pozorný čtenář jistě postřehl zmínku o nárůstu nechuti k riziku, doprovázejícím současné turbulence na trhu. K čemu to vedlo ? No, odpověď na tuto otázku souvisí s otázkou, proč byla CZK vůbec slabší, než fundamenty odůvodňovali. Podle našeho názoru to bylo v důsledku obchodů využívajících úrokového diferenciálu (short CZK long cokoliv, co nabízí vyšší úrokový výnos), se kterými tato poslední krize udělala (podle nás na delší dobu) šmytec. Došlo totižto k dramatickému přehodnocení toho, jak na momentální situaci zareagují hlavní centrální banky – percepce nejbližšího vývoje byla analytiky dramaticky přehodnocená a v Americe už snad nikdo nečeká nic jiného, než cut (a někteří už 18.9. vidí dokonce 50 bps., což si já osobně nemyslím). Výhled „hrozícího“ (potenciálně 50-bodového) cutu a obezřetnost u ECB<sup>1</sup> způsobily v současné

situace uzavření obchodů, výběr zisků. S tím došlo podle nás ke splacení půjček v CZK, a ke skokovému posílení koruny.

I kdyby ale došlo k obnově chuti ke carry obchodům (což by si podle mě vyžádalo nejdřív dramaticky rychlý návrat k normálu na peněžním trhu), oslabení koruny by následně umocnilo odhodlání ČNB hikovat (právě toto odhodlání teď podle nás mírně ochablo; ČNB se bude muset rozhodnout, jak trvalé současné posílení je). To by samozřejmě uzavřelo úrokovou výhodu a zvedlo korunu z oslabující trajektorie.

Podtrženo, sečteno, domníváme se, že prostor pro ještě jeden hike do konce roku tam je (zbytek záležitosti na koruně), nicméně tento měsíc se spíše počká, co udělá FED a ECB na svých nejbližších zasedáních (18.9.2007 resp. 6.9.2007) a jak se celková globální situace vyvine.

## Komunikace Bankovní rady

Mojmir Hampl (Reuters, 10.8.2007)

„Kdybyste se mně zeptali, jestli budu hlasovat za růst sazeb na nejbližším setkání Bankovní rady, odpověděl bych, že bych to nevyklučoval.“

„Bankovní rada ČNB vyslala zprávu že červencový hike nebyl posledním krokem k utažení měnové politiky tenhle rok, a myslím si, že ta zpráva je jasná.“

„Můj pohled je, že přechod na nižší inflační cíl (v roce 2010, pozn. ML) za situace probíhajícího zhodnocování měny by mohlo znamenat že tento kanál (zhodnocování kurzu) by měl zůstat otevřen delší dobu. Je to jediný kanál, pomocí něhož se očekávané reálné posílení může uskutečnit“.

*Komentář: Komentář udělaný ještě před tím, než se naplno rozvinula současná krize na trhu. Nicméně, je jasné, že byl odhodlán k hiku. Když si ale vezmeme to, že je jasné, že kurz koruny hraje v jeho uvažování podstatnou roli (i když tyto poznámky se vztahovaly spíše k otázce rychlého přijetí EURa), může být současnost nakloněna našemu scénáři.*

Luděk Niedermayer (Reuters, 15.8.2007)

„Na to, v jakém stavu je česká ekonomika, by sazby měly být vyšší. Vzhledem k tomu, že se inflace blíží našemu cíli, odpovídající sazby by byly podstatně výš.“

*Komentář: Tak tohoto pána nevyčuká asi ani koruna ve čtvrtku na 26.20...*

<sup>1</sup> Minulý pátek se zdroj z ECB vyjádřil, že vyhlášení na stránkách ECB informujících o likviditě dodané na trh, ve kterém ECB potvrzovala platnost

poselství J.C. Tricheta z počátku měsíce, které trh interpretoval jako slib hiku, není nijak závazné.