

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

25.9.2007

Tabulka prognózy

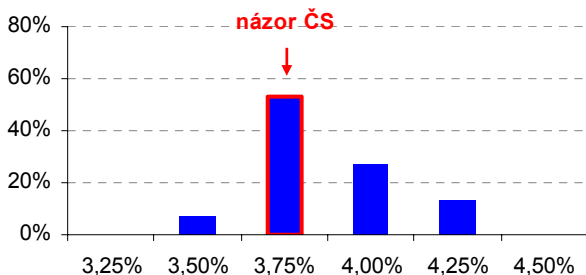
Konec měsíce	IX/07	X/07	XI/07	XII/07	I/08	II/08	III/08	IV/08	V/08	VI/08	VII/08	VIII/08	IX/08	X/08	XI/08
Repo rate	3,25	3,25	3,25	3,25	3,28	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,63	3,75	3,75	3,75	3,75
3M PRIBOR	3,3	3,3	3,3	3,4	3,5	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,7	3,8	3,8	3,8	3,8
12M PRIBOR	3,8	3,8	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8	3,8	3,8	3,9	3,9	4,0	4,0	4,1	4,1
10Y bond	4,6	4,7	4,8	4,8	4,8	4,8	4,9	4,9	4,8	4,8	4,8	4,9	4,8	4,9	4,9

Shrnutí

- Na dalším zasedání, jež nás čeká již tento čtvrtek, se změny sazeb nejspíš nedočkáme. Po rozhodnutí Bankovní rady z 30.srpna, na kterém se nejtěsnějším rozdílem (4/3) rozhodlo o růstu klíčové sazby na 3.25%, si Rada s ohledem na (zejména) kurz koruny a situaci v zahraničí dá tento měsíc pokoj.
- V zahraničí hrají opatrně i dvě největší centrbanky – Fed šel se svým úrokem dolů o 50 bodů, ECB si raději chce počkat na uklidnění peněžních trhů před tím, než se vrhne do boje za cenovou stabilitu.
- Z domova : makro story se v září příliš nezměnila. Nezaměstnanost je stále velice nízká (6.4%), inflace stále roste v rozhodující míře jenom díky nákladovým faktorům a administrativním opatřením (kuřivo) a průmysl furt jede jako blázen (8.5% y/y sezónně očištěno).
- Minutes BR ze zasedání minulý měsíc naznačily, že v BR nevládne taková jednota kolem zvyšování, jak tomu bylo na zasedání v červenci. Tři lidé tehdy dokonce sazby viděli tak, že s nimi není potřeba nic dělat. Vyjádření jestřába L.Niedermayera (vid. Komunikace Bankovní rady) nyní naznačuje, že tato skupina v září převládne.

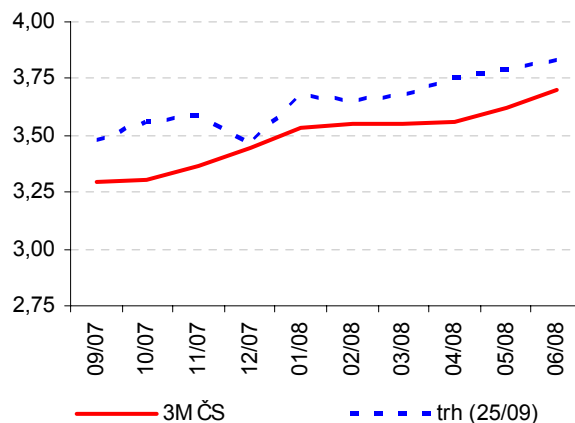
Varianty (bp)	Česká Spořitelna (%)	Průzkum Reuters (28.8.2007)	Důvody dle ČS
-25	0%	0%	
0	95%	93.75 %	CZK, zahraničí
+25	5 %	6.25 %	Fundamenty

Očekávání o nastavení úrokových sazeb za 12M (Reuters)



Zdroj: Reuters, ČS

Naše prognóza sazeb 3M PRIBOR a prognóza trhu



Zdroj: Bloomberg, ČS

Koruna, likviditní krize a Bankovní rada

Nejbližší zasedání by mělo ponechat sazby v klid (3.25%). Sazby se tak po dvou změnách směrem nahoru v posledních dvou měsících zastaví. **Proč a na jak dlouho ?**

Odpověď na první otázku je za potřebí hledat zejména **za hranicemi**. Situace kolem krize důvěry, jež vypukla v srpnu s oznámením některých bank a fondů o rozsahu problémů spojených s investicemi do strukturovaných dluhopisů, katapultovala rizikovou averzi a v českých podmínkách se projevila ve skokovém posílení koruny. To byl důsledek likvidace carry obchodů, které udržovaly korunu na slabších úrovních celou první polovinu letošního roku. Bankovní rada se podle slov svého guvernéra ještě na zasedání v srpnu nechtěla řídit krátkodobými fluktuacemi kurzu, nicméně kurz silnější o téměř 50-60 haléřů, než co mají v prognóze, již je něco, co budou muset vzít při svém rozhodování v potaz. Vzhledem k citlivosti české inflace na směnný kurz se domníváme, že tento měsíc už Bankovní rada luxus tento faktor ignorovat mít nebude.

V této souvislosti připomínáme, že v zápiscích ze zasedání zaznělo, že i při zohlednění silnější kurzu v citlivosti analýze vychází jako implikace pro měnovou politiku růst

sazeb. Dodáváme, že to sice možné je, ale zdaleka to nebude tak rychlé, jak to prognózovala červencová prognóza.

I další, související události v zahraničí dávají dostatek důvodů k tomu, aby zdejší centrální bankéři postupovali obezřetně. Fed minulý týden snížil klíčovou sazbu o celých 50 bazických bodů navzdory očekávání analytiků (z nich většina čekala snížení, nicméně jenom signální o 25 bodů) ve snaze ulevit zablokovanému peněžnímu trhu (což se mu do dnešního zdařilo jenom částečně). Prim v jeho rozhodování sehrála obava, že se současná krize na trhu přenesla do širší ekonomiky, která je již i tak slabá v důsledku probíhající korekce na trhu nemovitostí. Fed tak sice pro forma v prohlášení zůstal věrný svému poslání bojovníka s inflací („Komise soudí, že některá inflační rizika zůstávají a bude pokračovat v pečlivém monitorování inflačních tendencí“), přesvědčivěji ale vyzněl jeho slib, že bude „konat tak, aby byla zabezpečená cenová stabilita a udržitelný ekonomický růst“. Čili jako že snížíme to i více, když bude třeba.

Evropská centrální banka naopak nepokračovala ve zvedání sazeb a vyjádřila se, že raději počká na více informací o tom, jak se momentální krize projeví v reálné ekonomice (ve které zatím vidí rizika pro inflaci směrem nahoru). S růstem českých sazeb a poklesem nebo pomalejším růstem sazeb v zahraničí pak klesá i atraktivita carry obchodů, CZK by měla zůstat spíše silnější než radikálně oslabit. Momentální slabost dolaru také vnímáme jako nejspíš přechodnou záležitost (problémy USA podle našeho hlavního scénáře nevyústí do recese), což zejména pro dolarové hedge fondy financující carry z české koruny není příhodná doba.

Postoje obou centrálních bank stejně jako vývoj ve světě jistě budou diskutovány Radou. Domníváme se, že celková nejistota kolem vývoje v hlavních ekonomikách se zvýšila natolik, že vnější prostředí bude po kurzu koruny dalším podstatným rizikem pro červencovou prognózu. Nejasnost ohledně toho, jestli a jak se projeví současná likviditní krize peněžního trhu u evropských (potažmo českých) bank a citlivost malé, exportně orientované ekonomiky ČR na vývoj v zahraničí (zejména EU) jistě volají po obezřetném postupu.

Doma je doma aneb jak pak dále ?

Co se týče **domáčího vývoje**, makroekonomická data za září stále ukazují na silnou ekonomiku s vysokou spotřebou domácností, silný export a vysokou zaměstnanost. Inflace zůstává stále relativně nízká, zejména ta měnově-politická, která v září dokonce mírně poklesla (1.3%). Meziměsíční růst headline inflace o 0.3% šel z téměř 90% na vrub tabáku, zbytek přidalo regulované nájemné. Růst inflace tak stále zůstává doménou nákladových a administrativních faktorů. Headline inflace dostane příští rok ránu v rámci reformy veřejných financí, její dopad do měnověpolitické inflace ale není až tolik jasný - ve směru utlumení poptávkových tlaků bude působit nerovnoměrné rozdělení daňových úlev, kdy většina bude pro více vydělávající zaměstnance s nižším sklonem ke spotřebě, ve směru opačném pak potenciální přetavení vyšší headline inflace do mzdových požadavků v situaci pozitivní mezery výstupu.

S tím souvisí i odpověď na to, jaký očekáváme vývoj na delším horizontu. Domácí ekonomika zůstane stále relativně silná i v roce 2008. Hodně bude záležet na tom, jak se vyvine situace na globálním trhu a jaký bude dopad na evropskou ekonomiku a tuzemské banky (jak se promítne jejich expozice vůči strukturovaným produktům do jejich schopnosti půjčovat). Případní negativní dopady by mohly mít silný vliv na tuzemský růst, nepřímý i díky tomu, že by zpomalení v Evropě přineslo zpomalení exportů. V případě, že

se situace uklidní relativně rychle a že ztráty nebudou ochromující (=pokud dojde k spořádanému vyřešení stávajících problémů), může ČNB relativně rychle pokračovat v normalizaci sazeb směrem nahoru.

Náš scénář, že se Spojené státy do recese nepropadnou a že Fed a ECB současnou situaci vyřeší bez vysokých ztrát (Fed se zdá být odhodlán udělat toho hodně pro udržení růstu), nahrává dřívějšímu zvednutí sazeb u nás – náš scénář je leden 2008 na 3.50%.

Komunikace Bankovní rady

Luděk Niedermayer (Reuters, 14/09/2007, překlad ML)

„Je možné, nikoliv ale jisté, že sazby teď dosáhly úrovně kde by bylo možné je neměnné ponechat jistou dobu.“

„Kromě relativně vysokých nákladových indexů tady je CPI, který ale neukazuje žádné znaky urychlování, a korigovaná inflace, která dokonce zaznamenala pokles“.

„Fakt, že teď existují rizika směrem dolů (k inflační předpovědi, pozn. ML) z mého pohledu neznamená, že se mění můj pohled na směřování sazeb. Adekvátní růst úrokových sazeb je ale nižší, než by tomu bylo, kdyby se vyplnily předpoklady (červencové) prognózy.“

Komentář: Pro porovnání tady uvádím i vyjádření p. Niedermayera z 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 měly být výrazně vyšší.“

Je jasné, že tohle byl v srpnu pan Jestřáb. Není obtížné si domyslet, co události posledních týdnů zřejmě udělaly s hřivkacím odhodláním zbytku části Rady.

Vladimír Tomšík (Bloomberg, 19/09/2007, překlad ML)

„Nevidím důvod, proč zvednout sazby když se Rada sejde 27. září. Data z ekonomiky jsou v souladu s prognózou – to, co nás překvapilo, je směnný kurz. Posílení koruny bylo překvapivé a proto si pro sebe říkám – ano, poslední data indikují, že sazby by mohly zůstat bez změny. Skutečně nevidím žádný jasný, silný inflační faktor.“

Komentář:

Další pro stabilitu. Z obou vyjádření je jasné, že kurz a zahraničí budou tím, co udrží sazby tento měsíc (a pokud se nic nestane i měsíc příští) bez změny.