

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

23.10.2007

Tabulka prognózy

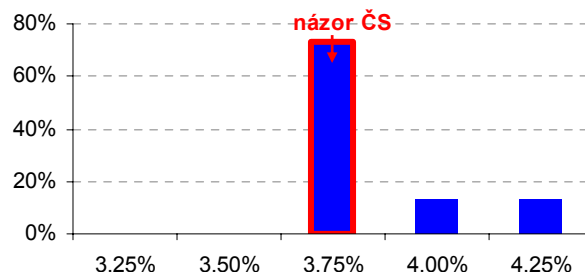
Konec měsíce	X/07	XI/07	XII/07	I/08	II/08	III/08	IV/08	V/08	VI/08	VII/08	VIII/08	IX/08	X/08	XI/08	XII/08
Repo rate	3,25	3,25	3,25	3,28	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,63	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
3M PRIBOR	3,3	3,3	3,4	3,5	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,7	3,8	3,8	3,8	3,8	3,9
12M PRIBOR	3,8	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8	3,8	3,8	3,9	3,9	4,0	4,0	4,1	4,1	4,2
10Y bond	4,6	4,6	4,7	4,8	4,8	4,9	4,9	4,8	4,8	4,8	4,9	4,8	4,9	4,9	5,0

Shrnutí

- Čtvrtek zasedání a nová inflační prognóza, což bude tento rok asi nejdůležitější update inflačního výhledu (zahrne turbulentní pozdní léto na finančních trzích, s tím související přehodnocení výhled sazeb v zahraničí a silnější korunu). Domníváme se, že centrální banka tento měsíc spíše zatroubí na ústup od celkem jestřábí rétoriky, kterou zněla předchozí prognóza, i když růstu sazeb se střednědobě určitě nevyhne.
- Náš hlavní scénář nečeká žádnou změnu sazeb, rizikem zůstává hike již teď, nicméně pravděpodobnost vidíme kolem 0.2. Nejbližší hike čekáme v lednu (+25bps na 3.50%)
- Většina Rady se teď odvolává na posílení měny a nechtějí zřejmě zvyšování sazeb uspěchat - jedním dychem ale dodávají, že střednědobě mají jasno o tom, kam sazby půjdou. V podstatě jsou jenom 2 čistý jestřábí- guvernér Tůma a M.Hampl.
- Z domova : makro story beze změny, k tomu odboráři. Ti začali spanilou jízdou za vyšší mzdy, proti nim stojí Rada, která varuje před příliš vysokým růstem mezd. Odboráři se zatím ohánějí čísly jako 8%, což nám nepříjde až tak hrozné (mnozí pamatují, s čím šli do mzdových vyjednávání pracovníci ve Škodovce).
- Nová prognóza bude zajímavá kvůli tomu, jak se vyrovná s 2 protichůdnými vlivy příští rok – těsný trh práce a z toho pramenící růst mezd vs. pokles spotřeby kvůli reformám. Vyznění čekáme vybalancované, se sklonem k zvednutí sazeb – rizikem pro inflaci efekt reform, nepřímé efekty a trh práce. Silnější koruna ale vybízí k opatrnosti před uspěchaným hikovaním.

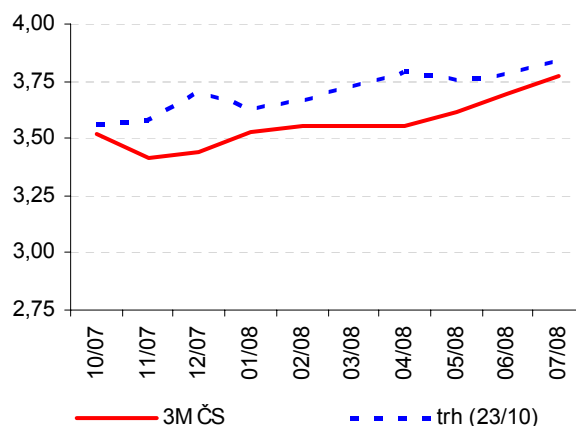
Varianty (bp)	Česká spořitelna	Průzkum Reuters (15.10.2007)	Důvody dle ČS
-25	0%	0%	
0	80%	69%	CZK, zahraničí
+25	20%	31%	Trh práce, prognóza

Očekávání o nastavení úrokových sazeb za 12M (Reuters)



Zdroj: Reuters, ČS

Naše prognóza sazeb 3M PRIBOR a prognóza trhu



Zdroj: Bloomberg, ČS

Zahraničí aneb co nového za humny ?

Nejbližší zasedání by mělo ponechat sazby v klidu (3.25%). Sazby tak zůstanou druhým měsícem v klidu. Kromě samotného rozhodnutí nás čeká i zveřejnění nové inflační prognózy. Zejména ta pak zodpoví na otázku **na jak dlouho** zůstanou sazby neměnné. Jako vždycky, odpovědi za hranicemi i doma.

Situace kolem likviditní krize se mírně uklidnila (trh komerčních cenných papírů v USA se stabilizoval) i když

k normálu má ještě daleko (spread mezi LIBOR a americkými dluhopisy zůstává stále rozvětvený, což reflektuje přetrvávající nejistotu ohledně zdraví institucí participujících na peněžním trhu (banky, mimorozvahové entity známé jako SIV). Nedávné problémy mimorozvahových společností (jedna ve vlastnictví nechvalně známé IKB, druhá ve správě Cheney Capital Management), snahy trojice velkých amerických bank o vytvoření superSIV, jež by měl zabránit panickým výprodejům aktiv a nepřilíši optimistické hodnocení situace čelními představiteli Fedu¹ připomenuly trhům, že zdaleka není vše v pořádku. Tento vývoj společně s vyššími cenami ropy a přetrvávající problémy na trhu s nemovitostmi zadělává na spíše holubičí Fed.

V ECB není situace nijak jasná – jestřáb Weber vede skupinu lidí, kterým se silná společná měna ani vyšší sazby na mezibankovním trhu nezdají být dostatečně silným důvodem k pozastavení zvyšování. Naopak, část Rady se vyjadřuje směrem k opatrnosti, což se domnívám je v současnosti celkem rozumný přístup (já osobně jsem nikdy nechápal rozdíl v ekonomických dopadech 2 a 4-procentní inflace). Celkově je ale možné říct, že zvyšování sazeb v Eurozóně se minimálně přibrzdilo a nejistota kolem ekonomického vývoje vybízí k opatrnosti i ČNB.

V důsledku zejména těchto událostí se pak česká koruna dostala na rekordní úroveň jak vůči americkému dolaru, tak vůči EUR (27.15, což je, mimochodem, zhruba o 1 CZK silnější kurz, než jak ho předpokládala červencová prognóza ČNB). Česká koruna tudíž zůstává stále faktorem, jež drží imporní ceny na uzdě.

Za pecí je nejlíp aneb co se vaří v českém makru ?

To konec-konců reflektovaly i vyjádření některých členů BR (vid. Komunikace Bankovní rady) a v neposlední řadě také Rada ČNB ve svých zápiscích, když kurz koruny považovala za „výrazně protiinflační faktor“. To bylo k tomu ještě počátkem října, kdy byl kurz kolem 27.55; od té doby koruna posílila o cca 30 haléřů (krátkodobě dokonce pod 27.10). To sice vnímáme spíše jako krátkodobou fluktuaci, nicméně psychologickou bariérou k brzkému zvednutí sazeb se to může lehce stát. O to více pak v situaci, kdy z plejády proinflačních faktorů zůstal jenom trh práce.

Trh práce se poslední měsíc vůbec dostal do popředí poté, co započaly vyjednávání odborů o růstu mezd pro příští rok. Pro nás bylo překvapivé, jak „nízke“ byly počáteční požadavky odborářů, zejména s ohledem na vyjednávací sílu, kterou v současnosti vládnou (dalo se čekat, že přijdou k jednacímu stolu s dvouciferným číslem, které pak v dalších jednáních sníží). Růst nominálních mezd o požadovaných 8 % podle nás není inflačně katastrofický (růst ekonomiky příští rok bude stále solidní, kolem 4 %, headline inflace poskočí rovněž). O to více to pak platí v situaci, kdy přínos reformy veřejných financí jako celku pro méně vydělávající rodiny nebude nijak výrazně pozitivní (a pro některé skupiny obyvatel záporný). V podobném duchu se vyjádřil i p. Tomšík, člen Bankovní rady, který pro svůj „pokojný spánek“ potřebuje růst kolem 7 %.

Vliv i těchto dvou kanálů bude kvantifikovat nová inflační prognóza – na jedné straně tedy spotřebu domácností utlumí reforma financí, na druhé straně si (zaměstnaní) lidé polepší z titulu vyšších mezd. Stejně tak by nová inflační prognóza měla odpovědět na otázku, jak velké budou

očekávané nepřímé efekty vládních úprav (daně) od ledna příštího roku. Pokud ale zůstanou odbory se svými požadavky relativně umírněné (jak se prozatím zdá), nemusely by tyto efekty být velké. Celkově očekáváme vyvážené vyznění prognózy s akcentem na trh práce jako hlavní riziko, jednou z hlavních nejistot zůstane vývoj v Eurozóně (slabší růst v Eurozóně by pak mohl zchladit zahraniční poptávku a tudíž mírně ochladit trh práce).

Z dalších domácích dat žádné překvapení pro naše nazírání na ekonomiku – inflace sice nahoru, nicméně poptávkové faktory by jste museli za tímto růstem hledat lupou. Za růstem meziroční inflace v září stojí především nižší sezónní pokles cen rekreací (příspěvek -0,3pb vs. -0,6pb loni, souvisí se změnou koše). Dále klesaly ceny benzínu, naopak rostly ceny paliv (blížící se zima). Do konce roku očekáváme akceleraci y/y inflace nad 3,5%, ale zase především díky plynu, ropě a potravinám.

Nejzajímavější část inflačního sdělení, tzv. poptávková inflace stagnovala a od počátku roku nevykazuje přesvědčivý rostoucí trend. Po jestřábi exhibici začala ČNB od července se silicím důrazem uvádět, že protiinflačním rizikem je právě vývoj poptávkové inflace. Neboli, za růstem inflace jsou potraviny, benzín, cigarety a další nabídkové faktory, ale poptávka stále nikoliv. Vzhledem k vývoji kurzu jak vůči dolaru tak vůči EUR nečekáme po zbytek tohoto roku dramatické poptávkové tlaky (slabost dolaru se projeví např. ve vánočních cenách elektroniky, což už avizovali prodejci). Příští rok pak dojde k utlumení tlaků jednak z titulu nižší agregátní poptávky a jednak z titulu dalšího očekávání posilování CZK.

Podtrženo, sečteno – sazby v ČR nahoru ještě půjdou, tempo jejich zvyšování bude ale vzhledem k silnější koruně a příští rok i utlumené poptávce nižší, než se ještě před létem zdálo.

Komunikace Bankovní rady

Ta byla tento měsíc vsutku bohatá, představili se téměř všichni členové BR. Celkově se na vyjádřeních pochopitelně nejvíce podepsala koruna. Nejlépe to ilustruje příklad p. Niedermayera, pracovníčně nazvaný **Příběh jednoho jestřába** :

Luděk Niedermayer (Reuters, 15/10/2007)

„Jasným faktorem, jenž velmi oslabuje tlak na zvyšování úrokových sazeb, je zhodnocování měny. Ve srovnání se situací, v níž jsme připravovali předchozí předpověď je koruna mnohem silnější.“

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.“

„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.“

Luděk Niedermayer (15/08/2007)

„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.“

¹ B, Bernanke, 16.10.2007: „Chtěl bych vědět, kolik mají ty prokleté věci hodnotu“ (nytimes.com).

Komentář: Je jasné, že tohle byl v srpnu pan Jestřáb, v září pan Opatrný a v říjnu pan Koruna. V delším časovém horizontu asi nebude mít problém sazby poslat výše, nicméně nyní asi ne.

Miroslav Singer (Dow Jones Newswires, 15/10/2007, překlad ML)

„Protože koruna posílila v minulých měsících, může být podle mě zvyšování úrokových sazeb pomalejší, než doposud, ale prostor pro to, aby šly sazby nahoru, ještě je.“

„Současná česká ekonomika je právě v té situaci, která pravděpodobně povede ke kumulaci inflačních rizik, a všechno naznačuje, že sazby ještě vzhůru půjdou.“

Komentář:

Klasický příběh, jež se podle mě bude nést celou prognózou – střednědobě máme sazby relativně nízko, ale proč to uspěchat, když o koruně těžko říct, co kdy udělá. Mám dojem, že s hikem se počká na situaci, kdy Koruna v jednom ze svých výkyvů oslabí. Přece jenom, hike při 27.20 se v stále poměrně nejasné situaci ve světě prodává obtížněji.

Vladimír Tomšík (Reuters, 12/10/2007, překlad ML)

„Jsme si jistí směrem, kam mají sazby jít ve střednědobém horizontu. Debata není jestli je zvednout nebo ne. Debata je o tom, kdy a o kolik.“

„Pokud se jedná o směnný kurz, tak ten má skutečně momentálně restriktivní dopad a mohl by ekonomiku ochladit.“

Komentář: Variace na to samé téma.

Nyní k jestřábům. Ne, nebojte se, nejsou ještě vyhnutým druhem : .

Mojmír Hampl (Reuters, 11/10/2007, překlad ML)

„Růst koruny vůči EUR ani možnost, že globální finanční turbulence zbrzdí ekonomickou expanzi v ČR nejsou dostatečně silným argumentem na moje inflační obavy.“

„Řekl bych, že domácí proinflační faktory jsou primární a informace zvenčí sekundární.“

Komentář: Přiznám se, nevím, co má p. Hampl na mysli. Pokud věříme tomu, že CZK bude spíše silnějším měnou a že spotřeba má nejzářivější meziroční čísla za sebou, pak kromě trhu práce (který ale podle nás nehrozí silně proinflačním vývojem) nevidíme impuls k výraznějším tlakům na měnově-politickou inflaci. Domníváme se, že odložením hiku se nic nezkaží a není nutno spěchat.

A nakonec p. Tůma :

Zděnek Tůma (Reuters, 17/10/2007, překlad ML)

„Nikdy nedělám dramatické závěry z pohybů CZK. Nevidím důvod, proč by měla ČNB panikařit. Fundamentálně červencovou prognózu nepředěláme, jenom v ní patrně uděláme několik přízpusobení.“

Komentář: No, ono, je sice hezké nedělat dramatické závěry z pohybů koruny, nicméně když si (hypoteticky) představíme, že by byla koruna takhle silná pár měsíců, tak těch hiků skutečně bude stačit (mnohem) méně než v prognóze s korunou kolem 28.20. A pokud nevíte, co CZK udělá, pak může být rozumné počkat. Nicméně, on hlasuje, já ne.