

**Tabulka prognózy**

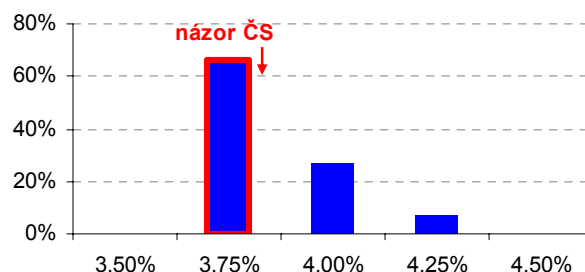
Průměr	XI/07	XII/07	I/08	II/08	III/08	IV/08	V/08	VI/08	VII/08	VIII/08	IX/08	X/08	XI/08	XII/08	I/09
Repo rate	3,25	3,25	3,28	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,53	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,78
3M PRIBOR	3,6	3,6	3,6	3,7	3,6	3,6	3,6	3,7	3,7	3,8	3,8	3,8	3,8	3,9	4,0
12M PRIBOR	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,9	3,9	3,9	4,0	4,1	4,1	4,1	4,2	4,2
10Y bond	4,5	4,5	4,6	4,7	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8

**Shrnutí**

- Ve čtvrtek pravidelné zasedání ČNB. Bude to nejspíš velice těsné, my mírně se přikláníme k žádné změně sazeb. Rizikem zůstává hike již teď, nicméně pravděpodobnost vidíme kolem 40%. Nejbližší hike čekáme až spíše v lednu (+25bps na 3.50%).
- Důvody pro náš baseline ve zkratce (více v textu) : inflace roste důsledkem nákladových šoků, silná koruna, reformy sníží spotřebu, stabilní sazby v EMU, mzdové požadavky odborů umírněné.
- Hlasování bude těsné – centrální bankéři procitli s růstem říjnové inflace (který se sice očekával a který je důsledkem výlučně nákladových položek, ale který je vyšší než očekávání ČNB) a s navazujícími inflačními očekáváními odůvodňuje jestřábí trio Tůma, Niedermayer a Hampl potřebu brzkého zvednutí sazeb. I když ani jeden z nich se explicitně nevyjádřil, je zde silné riziko, že (minimálně) tito 3 pánové jsou ochotni sazby popohnat nahoru již v listopadu.
- Z domova: z makra nejpodstatnější inflace v říjnu, ta rychle směrem nahoru (meziměsíčně + 0.6%, meziročně 4%), jediným, co ji ale žene kupředu, jsou potraviny. V listopadu inflace dosáhne zhruba 4.5%, kromě potravin i díky ropě. K tomu se přidávají od Nového roku reformy a inflaci máte tak vysoko, jak si každý odhodlaný k hike může jenom přát.

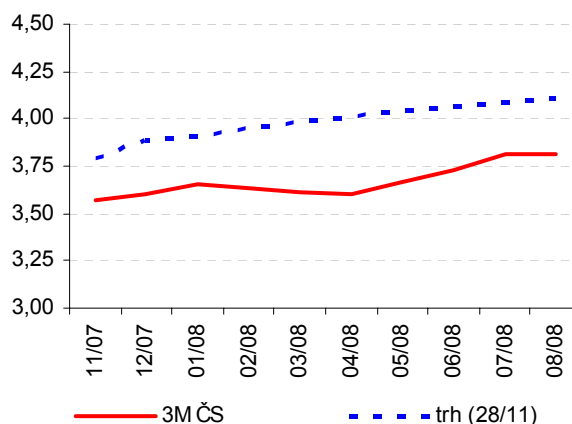
Varianty (bp)	Česká Společnost	Průzkum Reuters (20.11.2007)	Důvody dle ČS
-25	0%	0%	
0	60%	47 %	CZK, nízká popt.inflace
+25	40%	53 %	Vyšší headline, oček.

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



Zdroj: Reuters, ČS

**Naše prognóza sazeb 3M PRIBOR a prognóza trhu**



Zdroj: Bloomberg, ČS

**Zahraničí aneb Koruna je zpátky a silná**

Nejbližší zasedání by mělo ponechat sazby již třetím měsícem v klidu (3.25%). Faktory jak doma, tak venku sehrávají tradičně roli v rozhodování centrálních bankéřů – udělejme si proto tradiční malý update událostí posledního měsíce. Co nového v zahraničí ?

V zahraničí se za poslední měsíc (už to tady začíná být jako na kyvadle) situace znovu vyostřila (jak už to bývá, po problémech bank, zejména Citigroup a spol.) – swap-bond

spready se znovu roztáhly, sazby na peněžních trzích a CDS indexy vzrostly, výnosy na amerických dluhopisech klesly. Ve zkratce, všechny znaky obnovené paniky a snahy utéct z čehokoliv co jenom vzdáleně připomíná riziko.

Ani další snížení sazeb (v říjnu o 25 bodů) ve Spojených státech nepřineslo kýžené klidné vyřešení problémů – místo toho se trh začíná dožadovat dalšího a tendence ke zveličování negativních zpráv o americké ekonomice a přehlížení pozitivních (kterých je dle nás relativně dost – trh práce, spotřebitelská poptávka, pro americký export slabý dolar) se spíše vyostřila. Obavy o stav amerického hospodářství, postiženého krizí kolem nestandardních hypoték, v současnosti přivívuje (poněkud paradoxně) i dražší ropa (i když ropa by měla být spíše levnější, pokud je skutečně obava o stav jejího největšího konzumenta). V důsledku těchto událostí je situace jak ve Spojených státech, tak v Evropské unii obtížně předvídatelná, a zejména opatrný přístup ECB ke zvýšení klíčové sazby naznačuje, že situace vyžaduje opatrný přístup.

V důsledku tlaku vůči dolaru se do popředí dostalo vesměs dobré regionální makro. Výprodej dolaru (dolar v jistotu chvíli sahal až k 1.50 vůči EUR) a status české koruny jako bezpečné měny regionu způsobily, že koruna posilnila jak vůči EUR, tak vůči americkému dolaru (chvillemi až pod 18 CZK za dolar). Pro měnovou politiku je klíčový zejména kurz vůči EUR – koruna se dostala v jeden moment až k 26.50 a později se vrátila k 26.70-80. To vše znamená jediné – momentálně je koruna zhruba o 60-70 haléřů silnější, než co patrně předpokládala ČNB ve své prognóze (guvernér Tůma se na tiskové konferenci po posledním zasedání vyjádřil, že vstupní úroveň kurzu do nové prognózy je „úroveň o něco slabší než stávající kurs“).

## Inflace nahoru – potraviny a paliva straší Radu

A to je *první dobrý důvod*, proč si myslíme, že by české sazby měly zůstat v listopadu beze změny. Posílení koruny bylo podle nás natolik silné, že dostalo korunu mimo fundamentálně odůvodnitelnou úroveň vůči EUR. Předpokládáme tedy, že postupně dojde k mírnému oslabení koruny, a že koruna začne znovu posilovat až následně – vzhledem k tomu, že očekáváme oslabení koruny v prvním čtvrtletí příštího roku, myslíme si, že koruna bude méně protinflačním faktorem a tudíž bude sentiment v Radě více nakloněn k zvednutí sazeb v lednu.

*Druhým důvodem* pro neměnné sazby je charakter inflace – inflace skutečně roste (meziročně o 4%, v listopadu ještě rychleji), nicméně jediné, co za tím stojí, jsou globálnější nákladové faktory (potraviny a energie). Nákladové faktory zůstanou v pozadí inflace i do budoucna – v lednu se k vyšším cenám ropy (které ale u benzinových pump relativně tlumí silnější koruna) přidávají vyšší administrativní náklady (čti: daně) a regulované ceny (čti např.: elektřina +9%).

Poptávkou hnaná inflace poroste, ale stále zůstane pod 2%. Napomůže tomu zejména nižší spotřeba domácností, kterou v příštím roce omezí reforma financí – přímo, kvůli nižším celkovým sociálním výdajům, a nepřímo, kvůli přerozdělení daňového zatížení mezi jednotlivé příjmové skupiny (méně vydělávajících domácností se dotkne vyšší DPH a na nižší sazbě daně z příjmů tolik nevydělají, bohatší rodiny mají pak nižší sklon ke spotřebě). Celkově vzato, nemyslíme si, že by ta část inflace, na kterou jsou sazby tím správným nástrojem, byla pro příštích 12-18 měsíců hrozbou. I když je vyšší inflace u části Rady relativně silným argumentem k prosazení vyšších sazeb, nevidíme příliš prostor pro snižování (celkové) inflace současné struktury růstem sazeb.

Samozřejmě, trh práce a vyšší inflace zůstávají hrozbou pro vyšší inflační očekávání do budoucna. K tomu se přidává mírně vyšší inflace v říjnu a stejně tak nejspíš vyšší

než očekávaná inflace v listopadu (ČNB čekala v poslední prognóze 3.9%). Jak se ukazuje v Komunikaci Bankovní Rady, je to pro část Rady argument pro brzké zvednutí sazeb. Myslíme si ale, že se jedná o příliš konzervativní scénář – požadavky největšího odborového svazu jsou zatím umírněné (při reálném růstu o 4% a inflaci 5% nám požadovaných 8% nominálního růstu mezd nepřijde jako exces). Ano, je pravda, že nerovnováha na trhu práce ve všeobecnost může tlačit na rychlejší růst mezd, akutní riziko roztáčející se mzdově-inflační spirály v něm však zatím nevidíme. K přehodnocení tohoto výhledu by mohlo dojít pod vlivem vyššího než 8% růstu mezd. Pomalejší růst spotřeby příští rok by mohl také přibrzdit růst mzdových požadavků v sektoru služeb (což je téměř 3/5 z celkového hospodářství).

Konec-konců, guvernér Tůma i po posledním zasedání zmínil 3 faktory, které v Radě rozhodly ve prospěch neměnných sazeb – nižší měnově-politická inflace, ukotvená inflační očekávání a kurs. A tolik z těchto věcí se za poslední měsíc proinflačním směrem nezměnilo.

Náš výhled sazeb zůstává beze změny – sazby skutečně nahoru půjdou, nicméně pomaleji, než se ještě v polovině léta zdálo. První hike čekáme v lednu, o 25 bodů, a další hike pak až na podzim roku 2008, o 25 bodů. Sazby na konci roku 2008 tak vidíme na 3.75%.

## Komunikace Bankovní rady

Tento měsíc se představila téměř kompletní squadra bankéřů – jediný, kdo chyběl, byl p. Tomšík. Vyjádření jsou v zásadě dvojího druhu – první skupina vidí inflační rizika z vyšších inflačních očekávání, druhá skupina pak chce hrát poklidnou partii a počkat, až co koruna.

Začneme seriálem o p. Niedermayerovi :

Luděk Niedermayer (Thomson Financial News, 14/11/2007)

„Fakt, že inflační výhled potřebuje podporu těsnější měnové politiky, je snad docela zřejmý. Koruna...je mnohem pevnější, než když jsme vypracovávali novou (inflační) prognózu (vydanou v říjnu). Jako pravděpodobně vidím, že krátkodobě měna nedokáže potlačit růst cen a inflace bude vyšší, než jsme byli v posledních letech zvyklí“.

„Jestli zůstane koruna silná, potom v nadcházejících několika měsících začne tlačit na pokles jádrové inflace. Tlak však nebude dostatečně rychlý, aby zabránil vzestupu inflace na vyšší než obvyklé hladiny, řekněme nad 5 procent.“

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 dosáhnou 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.“

*Komentář:* Je jasné, že tohle byl v srpnu pan Jestřáb, v září pan Opatrný, v říjnu pan Koruna a dnes znovu pan Jestřáb. Nemyslím si, že se od posledního vyjádření tolik změnilo (ten růst inflace se dal čekat, i když je vyšší než ČNB očekávala, reformy jsou schváleny již od léta a tudíž ani nárůst inflace od ledna není tolik překvapující, jenom novou prognózou to tedy nemůže být), nicméně vypadá to, že za měsíc se událo relativně dost, aby se příliš nebránil zvednutí sazeb. Takže jestřábi vs. holubice 1/0.

Pavel Řežábek (Bloomberg, 14/11/2007)

„Dával bych přednost obezřetnějšímu přístupu ke zvyšování sazeb. Dopad zvyšování sazeb by mohl být ohromný a mohli bychom jej obtížně sladovat s měnovou politikou.“

„Nejde o to, zda sazby zvedat či nezvedat. Otázka je, kdy situace dozraje k tomu, abychom si byli jistí, že takovým krokem nevyčhlíme rovnováhu.“

„(Jsem) znepokojen, že by dodatečné zvýšení sazeb mohlo vyvolat další vzestup již teď rekordně silné koruny a nahlodalo by ekonomický růst za situace, kdy je výhled globální a americké ekonomiky nejistý“.

*Komentář:*

*Opatrný přístup, který si myslíme, že je na místě. Minimum otevřeně proinflačních rizik si podle nás nevyžaduje okamžitý zásah sazbami, nejistota Evropské unie také hraje pro opatrnější přístup. Summa summarum: jestřábové vs. holubice 1/1.*

Mojmír Hampl (Reuters, 14/11/2007)

„Prognóza ČNB pro příštích 12 až 18 měsíců naznačuje slabší jádrové cenové tlaky z reálné ekonomiky, než se předpokládalo před 3 měsíci.“

„Rozkolísání inflačních očekávání je sice riziko, ale já ho nepovažuji za významné. Centrální banka bude dělat všechno pro to, aby přesvědčila ekonomické agenty, že ten výkyv v inflaci je dočasný, že není trvalý, a že jsme připraveni udržet nízkoinflační prostředí v ekonomice“.

„Myslím, že stále nejsme se sazbami – v uvozovkách – v základním táboře, v místě, ve kterém bychom se mohli pohodlně posadit do stanu a v klidu vyčkávat, jaké bude počasí.“

*Komentář:* Těžko říct, tento komentář je mírně méně jestřábi než předchozí (myslíme si, že p. Hampl byl jeden z 2 lidí, kteří hlasovali v říjnu pro zvýšení sazeb). Vidíme ale, že strašák inflačních očekávání sehrává svou roli – co se od p. Hampla ve světle vyjádření z minulých měsíců dá čekat je spíše podpora hiku. Jestřábové vs. holubice 2/1.

Miroslav Singer (Rádio Česko, přebrané agenturou Reuters, 26/10/2007, překlad ML)

„Kurz koruny je v tomto momentě silný, celkem významně silnější než jsme očekávali, ale je to jenom jeden z vstupů do naší práce.“

*Komentář:* Trošičku starší komentář – koruna se posunula o dalších 30 haléřů. Vzhledem k tomu, že již ani před říjnovým zasedáním nebyl p. Singer členem „hurá na inflaci“ party, nemyslíme si, že zahasuje za hike. Jestřábi vs. holubice 2/2

A nakonec p. Tůma :

Zděnek Tůma (Dow Jones, 20/11/2007, překlad ML)

„A naše prognóza spoléhá na růst sazeb aby se zabránilo růstu inflačních očekávání. Jádrová inflace zůstává relativně nízká.“

„Centrální banka si není jistá, jak se vyvine jádrová inflace, a tak bude centrální banka pokračovat s utahováním měnové politiky.“

*Komentář:* Mírně zvláštní odůvodnění ( „nevím, jak se to vyvine, tak raději zvednu“) ale já si tady poznamenávám „hike spíše jo“.

No, a pan Holman proti hiku (Dow Jones, 16/11/07 – „Dnes není správná doba na zvednutí sazeb“) a p. Tomšík zůstal v listopadu ticho, a tudíž je černým hlasováním. Vzhledem k tomu, že to dle posledního rozhovoru vypadalo, že s požadovaným růstem mezd je zatím relativně spokojen a mzdově-inflačních tlaků se tolik neobává, můžeme se domnívat, že i vzhledem k silnější koruně tu stabilitu sazeb teď ještě udrží. I když příklon na druhou stranu nelze vůbec vyloučit. **Finále : jestřábi vs. holubice (těsně) 3/4.**