

Tabulka prognózy

| Průměr | 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 | II/09 |
|------------|--------|------|-------|--------|-------|------|-------|--------|---------|-------|------|-------|--------|------|-------|
| Repo rate | 3.60 | 3.75 | 3.75 | 3.75 | 3.75 | 3.75 | 3.75 | 3.75 | 3.75 | 3.75 | 3.75 | 3.75 | 3.75 | 3.78 | 4.00 |
| 3M PRIBOR | 4.0 | 4.1 | 4.0 | 4.0 | 3.9 | 3.9 | 3.9 | 3.8 | 3.8 | 3.8 | 3.8 | 3.8 | 3.9 | 4.0 | 4.1 |
| 12M PRIBOR | 4.2 | 4.1 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.2 | 4.2 | 4.3 |
| 10Y bond | 4.7 | 4.7 | 4.8 | 4.8 | 4.8 | 4.8 | 4.8 | 4.8 | 4.8 | 4.8 | 4.8 | 4.8 | 4.8 | 4.8 | 4.8 |

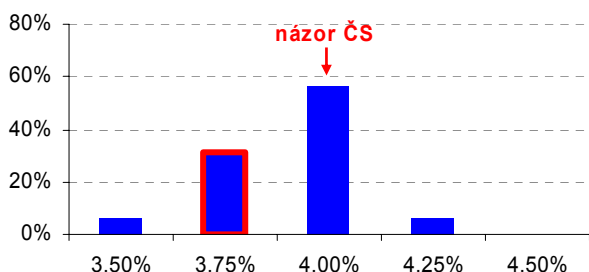
Shrnutí

- Dilema centrální banky bude pokračovat i v prosinci a je ještě vyostřenější než tomu bylo v listopadu. A nemyslíme tím dilema, jak stihnout dokoupit všechny vánoční dárky.
- Růst inflace na 5% naznačuje jasně na další zvyšování sazeb. Ale proti tomu stojí kurz koruny, rizika zpomalení v Evropě a ne příliš jestřábí komunikace bankovní rady po posledním zasedání.
- **Čekáme zvýšení sazeb na prosincovém/únorovém zasedání. Z hlediska časování vidíme šance jako vyrovnané, avšak aktuální korekce koruny je vychyluje již k prosinci.**

| Varianty (bp) | Česká Spořitelna | Průzkum Reuters (14.12.2007) | Důvody dle ČS |
|---------------|------------------|------------------------------|-----------------------------------|
| -25 | 0% | 0% | |
| 0 | 40% | 47% | CZK, nízká pop.t.inflace |
| +25 | 60% | 53% | Inflace na 5%, inflační očekávání |

- V příštím roce korekce koruny na 27 EUR/CZK v 1H08 poskytne prostor pro další zpřísnění sazeb. Na konci roku tak čekáme 3,75-4%.

Očekávání o repo sazbě za 12M (Reuters)



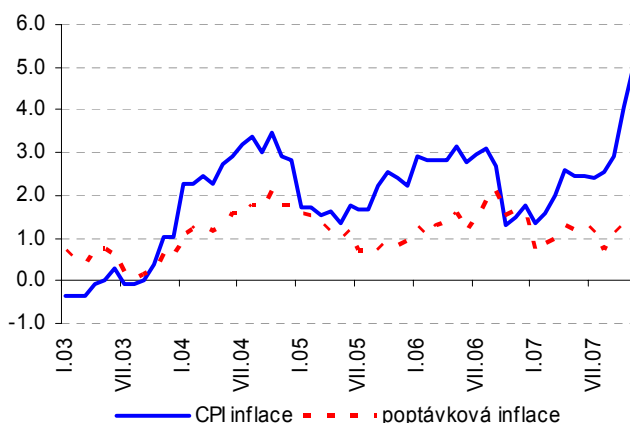
Zdroj: Reuters

- **Příběh první: Inflace** v prosinci vyskočila na 5%, což je o 1,1pb více než ČNB čekala. A především o 2pb nad cílem ČNB. Jestřáb: „Hike! Co jiného!?” No jo, ale inflace rostla opět především kvůli potravinám a benzínu, tedy

nabídkovým faktorům. Naopak poptávková inflace zůstává i nadále velmi nízká.

- Ceny potravin skutečně akcelerují dramaticky. Stojí za vysoká globální poptávka (Čína), biopalova a sucho, které např. ceny pšenice zvýšilo téměř na dvojnásobek. Nicméně v posledních dvou měsících rostou ceny potravin rychleji, než ve zbytku regionu (v listopadu o cca téměř o 3pb m/m). Jak si to vyložit? Pokud jste jestřáb, tak v tom vidíte jasný důkaz, že poptávkové tlaky se dostávají do inflace. Připomeňme však graf poptávkové inflace, kde není vidět zvyšování poptávkových tlaků. Vysvětlením může být snaha udělat velkou cenovou změnu najednou, než postupně a částečně i zohlednění vyšší DPH od příštího roku do cen.
- Samozřejmě, že netvrdíme, že sazby by si neměly všimát akcelerace inflace. Ale neměly by reagovat na jednorázové faktory (především daně) a opatrně reagovat na nákladové šoky, které sami o sobě působí na ekonomiku restriktivně. Reagovat by měly plně na poptávkou inflaci.
- Proč počkat do února se změnou sazeb? V průběhu ledna bude ČNB dostávat informace nakolik vyšší DPH proniká do cen potravin (týdenní šetření) a nakolik se začínají projevovat sekundární dopady, na které by potom měla reagovat. Minulá zkušenost ukazuje, že sekundární dopady byly vždy nižší než ČNB čekala.

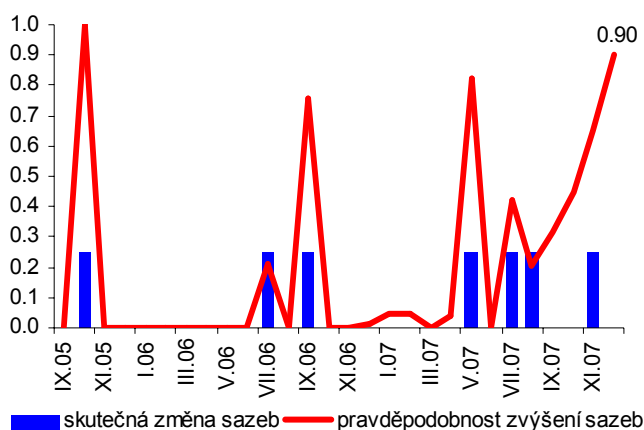
Inflace



Zdroj: ČSÚ, ČS

- **Příběh druhý: Kurz** reagoval na zvýšení sazeb v listopadu dalším posílením (před zasedáním cca 26,3 EUR/CZK) a vytýčil nový rekord pod 26 korunami za euro. Tůma na tiskovce po zasedání řekl, že další posílení koruny by mohlo dokonce vyvolat debatu o snížení sazeb. Mimochodem, celá poslední tiskovka vyzněla hodně nejistě a spíše se nesla v holubičím stylu ala ano zvýšili jsme, ale to ještě nic neznamená, příště to klidně zase můžeme snížit.
- V posledních dnech koruna korigovala zpět, mírně nad 26,3. Takže z pohledu ČNB se situace nijak nezměnila, kurz je nadále silný protiinflační riziko jejich prognózy (podle nás ČNB čekala cca 27,4 EUR/CZK). Psychologicky může poslední pohyb kurzu zmírnit obavy z kurzu.
- Náš model, který určuje krátkodobou pravděpodobnost zvýšení sazeb, hovoří jasně: 90% šance na zvýšení sazeb v prosinci. Model je založen na zveřejňovaných makro číslech a vývoji kurzu a Euriboru. A právě vysoká inflace vychyluje pravděpodobnost nahoru. My implikovanou pravděpodobnost právě díky struktuře inflace upravujeme směrem dolů.

Modelová pravděpodobnost zvýšení sazeb



Zdroj: ČNB, ČS

Komunikace Bankovní rady

Miroslav Singer (Bloomberg, 10. prosinec, vlastní překlad): „je zřejmé, že úroveň restrikce (měnové politiky, pozn. DN) musí být vyšší, ale není zřejmé, jak toho centrální banka dosáhne s úrokovými sazbami a kurzem.“ Singer, dále uvedl, že jak inflace, tak kurz skočili mnohem více než čekali a dodal, že je vždy ochotný rychle přizpůsobit sazby aktuálním podmínkám.

Komentář: Nepredikovatelný nebo chcete-li flexibilní Miroslav Singer potvrdil svou pověst. Nicméně právě jeho účast na zítřejším zasedání je nejistá.