

Tabulka prognózy

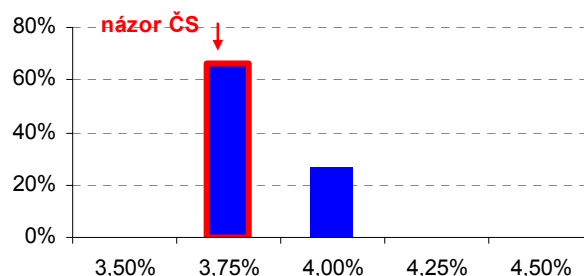
Průměr	II/08	III/08	IV/08	V/08	VI/08	VII/08	VIII/08	IX/08	X/08	XI/08	XII/08	I/09	II/09	III/09	IV/09
Repo rate	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,78	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,03	4,25	4,25
3M PRIBOR	4,0	4,0	3,9	3,9	4,0	4,0	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,2	4,2	4,3	4,3
12M PRIBOR	4,2	4,2	4,2	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4	4,5	4,5
10Y bond	4,8	4,9	4,9	4,9	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,7

Shrnutí

- Vánoce za námi, nový rok v plném proudu, a partička ze Senovážního má před sebou nejen kopu organizačních změn, ale také další z obtížných rozhodování.
- Po prvé - co s vysokou inflací? A stačí na to ten kurz sám nebo je třeba sazby ještě trochu pošťouchnout?
- Na jedné straně inflace nad pěti (a v lednu snad nad šesti) procenty, i když jenom díky nákladovým šokům (ceny potravin). K tomu si připočtete viditelnost inflace („každý musí do potravin“) a nemusíte být ani tvrdý jestřáb, aby jste viděli zaděláno na hike kvůli hrozbě inflačních očekávání. Reálná úroková sazba tak zůstává pod nulou.
- Na straně druhé další rekord CZK (kolem 25.60), nejistý výhled v zahraničí, týdenní šetření naznačující oproti předchozím měsícům nezrychlující růst cen v lednu (podpora pro hypotézu o dřívějším růstu cen z titulu DPH?), i když kdo ve finále ví...
- Co bankéři? Asi zavládla obava ze zveřejnění toho, jak kdo hlasuje, protože jasné a hlasité „jsem pro hike“ nebo „stačilo hiků“ téměř neslyšet. Jednoznačně pro hike jenom p. Niedermayer, jednoznačně proti jenom p. Holman, zbytek nejistý jest.
- Co tedy? Podle nás na hike fundament je (zejména s ohledem na lednovou inflaci k 6%), nicméně nedávná komunikace BR a další posílení CZK tento týden vrátily do hry možnost neměnných sazeb. Poslední hlasování v prosinci bylo 5/2, nyní to bude asi těsné. **Marginálně se kloníme hiku již teď (a k prohlášení, které připraví půdu pro období stability), pokud ale hike v únoru nebude, pak námi čekané oslabení koruny v H1 by mělo jeden z mocných argumentů proti růstu sazeb (CZK) odstranit.**

Varianty (bp)	Česká spořitelna	Průzkum Reuters (01.02.2008)	Důvody dle ČS
-25	0%	0%	
0	45%	6%	CZK, nízká pop.t.inflace
+25	55%	94%	Inflace nad 5%, inflační očekávání

Očekávání o repo sazbě za 12M (Reuters)



Zdroj: Reuters

➤ Prolog aneb věci organizační.

- ČNB dělá od února další krok směrem k větší transparentnosti. Pozorní čtenáři si jistě pamatují, už jsme o tom loni psali, nicméně nezaškodí připomenout, co ČNB chystá:
 1. ČNB nás tento rok potěší **jenom 8 zasedáními** (minulé roky to bylo 12), co 6 týdnů jedno. Mě osobně to samozřejmě těší, ne, že bych proti pánům něco měl, ale zas tolik se podle mě v ménové politice neděje.
 2. ČNB začne **zveřejňovat kdo jak hlasoval**. Tudiž bude jasné, jak ten který bankéř hlasoval, nikdo se nebude moci schovávat za kolektiv a každý bude nést odpovědnost za konzistentnost svých mediálních vyjádření se svým hlasováním. Tu se ale obávám, že budou bankéři více zamklí v obavě z možného dodatečného mediálního pranýře, zvláště v době, kdy ještě nebudou mít prognózu. I když – možná je to lepší než mluvit volně o něčem a pak udělat něco jiného.
 3. A nakonec to nejlepší – ČNB začne **zveřejňovat trajektorii sazeb konzistentní s prognózou**. Co toto esoterické spojení znamená? No, prostě model ČNB každé 3 měsíce vydá svou matematizovanou představu o tom, co s českou ekonomikou bude. A rovněž svou představu o tom, jak musejí být nastaveny sazby, aby

ekonomika na horizontu měnové politika vykazovala inflaci na cíle. A to se teď dozvíme. Ne, není to záruka toho, co ČNB skutečně ve finále udělá, jenom to, co by za daných předpokladů udělal chladný model, kdyby hlasoval a kdyby se výchozí podmínky prognózy bezvýhradně naplnily.

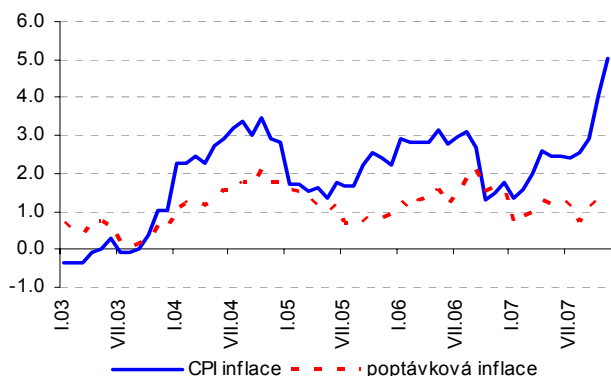
➤ K věci aneb co se sazbami ?

Komplikovaná záležitost, to mi věřte. Co tedy působí pro a co proti růstu sazeb ?

Předně samozřejmě to, co již nějakou dobu plní ekonomické sekce českého periodického čtiva – inflace. **Inflace** v prosinci dále zrychlila na 5,4%, což je 1,5 procentního bodu **nad říjnovou prognózou** Plus - a to je podle mě důležité – je to inflace skutečně viditelná. Potraviny jsou přece jenom něco, co si každý z nás pravidelně obstarává. Je obtížné pak doufat, že odbory budou při dalších mzdových vyjednáváních tolik kupředu hledící jak by si ČNB přála, a že budou požadovat jenom ekonomicky odůvodnitelné a letošním nárůstem inflace neovlivněné zvýšení mezd.

Faktem zůstává, že inflace je to sice na české poměry vysoká, nicméně jenom **kvůli exogenním šokům** (potraviny, paliva) a kvůli administrativním opatřením. Poptávkové tlaky by jste v ní hledali marně. Jestli je teda samotná výše inflace pro-inflačním rizikem (skrze očekávání), pak její samotné složení nabádá k opatrnosti ohledně dalšího zvyšování sazeb.

Inflace



Zdroj: ČSÚ, ČS

Co se samotné lednové inflace týče, čekáme, že dosáhne meziročně 6,1 %, v drtivé většině díky deregulacím a růstu regulovaných cen (plyn, elektřina, teplo, nájmy). Co se týče potravin, údaj bude oficiálně k dispozici až po zasedání Rady (8.2.), i když z týdenních šetření (která jsou ale historicky hodně nespolehlivá) plyne, že dynamika růstu cen potravin v lednu nezrychlila. To by - pokud je to pravda - podpořilo částečně naši hypotézu, že část růstu cen potravin v listopadu a prosinci byla v předtuše zvedání sazeb DPH od ledna, a že tudíž lednový nárůst cen nebude plně 4 procenta.

Co působí dále směrem k růstu sazeb? Od roku 2010 nás čeká další velká změna – ČNB bude cílovat ne 3%, ale 2%. Ano, zatím je to daleko, v červenci to bude ale už na horizontu měnové politiky, a protože si myslím, že ČNB nebude chtít srážet inflaci skokově (a chce patrně spoléhat na dobře ukotvená inflační očekávání), další mírné zvýšení sazeb je na místě.

V neposlední řadě je to pak **nová prognóza** – od té poslední, říjnové, uplynulo již pár měsíců, a vzhledem k tomu, že se změny sazeb mají tendenci koncentrovat do období, kdy je představena nová prognóza, zvyšuje to pravděpodobnost hiku.

Faktorů **proti zvýšení sazeb** také není málo. Pro nastartování diskuse – **kurz** dělá opět hromadu práce za ČNB, v období od října byla česká koruna jednou z nejrychleji posilujících měn na světě. Otázkou samozřejmě zůstává, jestli tomu tak bude i nadále (naši představou je, že koruna v nejbližším pololetí oslabí k 27 z EUR), za momentální situace ale koruna jistě působí proti růstu cen.

Pro tento rok k tomu čekáme **pokles tempa růstu spotřeby** – vysoká inflace ukrojí z reálných mezd, spotřeba by tak měla růst jenom kolem 3,5 procenta, a i když se reálné sazby propadnou (pro tento rok), poptávkové tlaky zůstanou utlumeny.

Nakonec, **situace v zahraničí** také zrovna růstu sazeb nenahrává. Amerika v prvním odhadu HDP za Q4 rostla anemickým mezikvartálním tempem 0,15 %, Fed snižuje sazby jako o život, ECB také opustila svou přísnou jestřábí rétoriku (ne, sazby dolů nezvažují, ale už nejsou tak úplně jak jeden muž směrem k vyšším sazbám). A hrozba zpomalení v Evropě v důsledku případné recese v USA by podle p. **Holmana z ČNB** „měla spíše odrazovat od zvyšování úrokových sazeb“. No, náš odhad má za to, že i zpomalení Evropské unie o 1 procentní bod by znamenal jenom 0.5 procentního bodu do českého růstu – což není něco co by zásadně negovalo některý z argumentů pro růst sazeb.

Podtrženo, sečteno – jestvuje (jak už tady pár měsíců je zvykem) pár dobrých důvodů pro růst sazeb na zasedání v únoru ale i pro sazby bez změny; vybral by si každý. **My se marginálně kloníme k hiku (inflace kolem 6 procent je na české poměry opravdu hodně), i když komunikace Rady a nedávná Koruna nahrávají sazbám bez změny.**

To nezní moc rozhodně, že? Co k tomu dodávají lidé na slovo vzatí - členové Rady ?

Tam je to taky nelehké - jediný, kdo se nebojí přímo říct, co asi udělá, je ten, kdo se loučí – p. Niedermayer. Posuďte konců sami.

➤ Epilog aneb defilé bankéřů

➤ **L.Niedermayer** stráví své poslední jednání 7.2. nejspíš přesvědčováním svých kolegů, aby sazby zvedli. Alespoň tak se to jeví z rozhovoru pro server www.tyden.cz. Jak říká, „proti tak vysoké inflaci se úrokové sazby zdají, že jsou velmi nízko“ a že to na příštím měnovém zasedání „bude vyžadovat velmi silné a věrohodné argumenty proti zvýšení sazeb“. Další zvýšení bude podle jeho slov taky dost záviset od dalšího vývoje koruny – její síla by „mohla odehrát tu práci úrokových sazeb sama.“ Jak to vidíme my, tak podpora pro hike je u p. Niedermayera více-méně jistá.

➤ **M. Hampel** se růstu inflačních očekávání občanů vlivem jednorázového růstu inflace neobává – alespoň tak se to zdá z rozhovoru, který poskytl agentuře Thomson Financial News. Prosincové zvýšení inflace na šestileté maximum je podle něho jednorázovým výkyvem (s čím v zásadě souhlasíme), „fluktuací, která by nejpозději do 12 měsíců měla odeznít“. Neočekává promítnutí inflace do očekávání občanů („česká ekonomika je v dlouhém období nízkoinflační se stabilizovanými inflačními očekáváními“). S tím si já osobně až tak jistý nejsem – např. kvůli nedávnému vyjádření předsedy ČMKOS o tom, že by byli požadovali přidat víc pro rok 2008, kdyby věděli,

jak vysoko inflace vyroste. Rovněž je tato inflace kvůli své formě (potraviny, paliva) velice viditelná, což ji (z pohledu očekávání) dělá nebezpečnější.

- Třetím do party je **M. Singer**. Od něj jsme se teď žádné poetické příměry nedočkali – pro magazín Ekonom zkonstatoval, že „ČNB učiní vše proto, aby právě probíhající dočasné zrychlení inflace zůstalo epizodou omezenou na rok 2008 a také proto, aby cena za toto udržení zůstala v rozumných mezích“. Rovněž ale nemáme doufat, že peníze u nás i v budoucnu budou téměř zadarmo, jak tomu bylo rok či dva dozadu. Což může ve světle únorového zasedání znamenat v podstatě cokoliv. Vzhledem k relativně flexibilnímu postoji p. Singera (můj dojem) k měnové politice a k prosincovému spíš jestřábímu rozhovoru pro Bloomberg, myslím si, že by se na ten hike mohl nechat přemluvit.
- Posledním z citovaných je **V. Tomšík**. Ten Reuters řekl, že by ČNB neměla reagovat na ex-post inflaci, nýbrž na inflaci 12-18 měsíců před námi. A že „nemá smysl zvedat sazby proti administrativním a nákladovým šokům. Jenom ekonomice uškodíte.“ Ale také že „je otázkou, jestli inflace už není zčásti generována poptávkou jak jsme dosáhli vrcholu cyklu“. Čili jako asi hike ne, ale když jo, tak jsem to nevylučoval.