

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

6.5.2008

## Tabulka prognózy

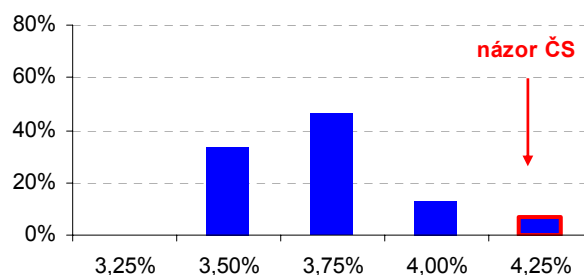
Průměr	V/08	VI/08	VII/08	VIII/08	IX/08	X/08	XI/08	XII/08	I/09	II/09	III/09	IV/09	V/09	VI/09	VII/09
Repo rate	3,75	3,75	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
3M PRIBOR	4,2	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
12M PRIBOR	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,4	4,4	4,4	4,5	4,5	4,5
10Y bond	4,1	4,1	4,2	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6

## Shrnutí

- Po 42 dnech se ve středu potřetí letos schází BR ČNB aby rozhodla o tom, co dál se sazbami tváří tvář silně koruně a stále vysoké inflaci. Změnu sazeb ani my ani trh nečekáme.
- Poslední zasedání 26.3.2008 ponechalo sazby bez změny na 3,75% (pro hike hlasoval M. Hampl), diskuze k rizikům prognózy poukázala na zhruba vyrovnaná rizika jak v proinflačním tak v protiinflačním směru.
- Data z reálné ekonomiky nepotvrzují tak výrazné zpomalení pro Q1, jak se očekávalo koncem roku 2007 – i když reálná spotřeba letos mírně zpomalí (vlivem reformem), rychlý růst průmyslu a stále relativně silná zahraniční poptávka (březen sice přinesl zpomalení, těžko ale říct, jestli je to počátek trendu nebo jednorázová záležitost) způsobují pokles zaměstnanosti.
- Pokud se k tomu přidá (nejen) námi očekávané oslabení CZK, pak se letos dočkáme ještě jednoho preventivního zvýšení sazeb – trh práce zůstává i dle vyjádření Bankovní rady stále napjatý, na obzoru je nižší cíl. Jeden hike letos (buď v červnu nebo na podzim) tak zůstává našim hlavním scénářem.
- Pokud se ale projeví zpomalení v Evropské unii rychle v české ekonomice a naopak pokud česká koruna neprojde korekcí relativně brzy, pak bude inflace celkem rychle klesat – sazby by tak letos v tomto případě mohly zůstat bez změny.

Varianty (bp)	Česká Spořitelna	Průzkum Reuters (23.Apr.2008)	Důvody dle ČS
-25	0%	0%	
0	100%	100%	CZK, nejistota ohledně inflace a zahraničí
+25	0%	0%	

## Očekávání o repo sazbě za 12M (Reuters)



Zdroj: Reuters

## ➤ Makroekonomický update aneb co na Q1 vývoj řeknou sazby

Nejbližší zasedání tento týden nepřinese žádnou změnu sazeb, stejně jako na posledním zasedání v březnu. Důležitějším bude pak nová prognóza – ta se bude muset vyrovnat s rychlejším růstem v Q1 než se všeobecně čekalo, i s vyšší než prognózovanou inflací (průměr v Q1 byl 7,37%, prognóza ČNB předpovídala 6,8%).

Jaká data tedy od posledního zasedání přišla? Předně, po dvou rychlých růstech v lednu i v únoru inflace v březnu zpomalila, meziroční tempo růstu dosáhlo 7,1% (v lednu a v únoru shodně 7,5%). Bylo to zejména kvůli zpomalení (volatilních) cen potravin, projevuje se i efekt koruny – ceny služeb rostou (mírně), ceny zboží (které je obchodovatelné) naopak mírně klesají. Kvůli koruně, která si podle nás sice pojde korekcí, nicméně relativně krátkou a mírnou, a kvůli bazickým efektům bude inflace letos zpomalovat.

Maloobchod zatím také nenaznačuje dramatické zpomalení spotřeby v Q1, nezaměstnanost dále klesla - v březnu na 5,3%, (před rokem dosahovala 7,1%, meziročně je počet registrovaných uchazečů nižší o téměř 95 tis.). Nižší sociální výdaje sice na jedné straně spotřebu zpomalují, trh práce jí naopak podporuje.

Zahraněční obchod zůstává hádankou – první dva měsíce letošního roku přinesly překvapivě silný růst (meziročně byl leden a únor lepší o cca 10%), až březnová obchodní bilance překvapila nižším přebytkem (+8 mld., což je o 7 mld. méně

než v březnu 2007 – ten ale byl rekordně silný). Jestli je to už projev silnější koruny („proč ale až teď?“ – možná expirace kontraktů uzavřených na delší dobu nebo zajištění klientů), pak nás čeká další zpomalení v nastávajících měsících. Jestli je to ale jenom pokles v rámci volatility časové řady, pak zůstane měnová politika nejspíš ve vyčkávacím módu (jako např. momentálně v Polsku), až pokud ji něco neprobudí (požadavky odborů na mzdy, korekce na koruně).

Co průmysl? Ten za leden a únor žádné zpomalení také neukazuje, v březnu se tak po slabším zahraničním obchodu již dá očekávat. Mzdy v průmyslu rovněž nezpomalily, spíše naopak - dvouciferný růst je např. pro novou členku Rady p. Zamrazilovou důvodem, aby situaci v průmyslu viděla z hlediska vztahu mzdy-produktivita „na hraně“.

Podtrženo, sečteno – ekonomika sice letos zpomalí (podle nás se pokles růstu v Evropské unii letos projeví, v návaznosti na to pak i v ČR), ale ne tolik, jak se nám zdálo počátkem roku. Prognóza ČNB se tak s tímto bude muset vyrovnat. Jak?

Patrně dojde k přehodnocení trajektorie sazeb mírně nahoru – neměl by tak být prognózován tak výrazný pokles sazeb jak v lednové prognóze, silná koruna a změněné parametry predikčního modelu ČNB však budou i nadále tlumit inflaci natolik, že hike prognózován nebude. My však naopak ještě prostor pro jedno zvýšení vidíme – v podstatě z hlediska časování jsou možné dva termíny. Prvním je další zasedání koncem června (podle nás oslabí do té doby koruna), druhým pak mzdová vyjednávání na podzim. Důležitým bude rovněž sledovat, jestli se k M. Hamplovi, který se na posledním zasedání stylizoval do role jestřába, přidá ještě někdo teď v květnu.

Co se týče delšího výhledu, zpomalení v Eurozóně, maturující hospodářský cyklus, silnější koruna a celkově vyšší sazby (poslední 2 zvýšení relativně nedávno – listopad a únor) by měly růst českého hospodářství ovlivňovat i v první polovině roku 2009. Momentálně pracujeme na update prognózy, a i když momentálně držíme scénář dalšího hiku v roce 2009, rizika jsou, že tento výhled bude přehodnocen směrem dolů.

## ➤ Hyde Park bankéřů

- (25/4/08, Reuters) **R.Holman** se obává inflačních očekávání...A proto tvrdí, že ceny potravin jsou to, co je potřeba sledovat. A dokonce, ač to u něj nebývá zvykem, umí si i představit růst sazeb : *„Pokud budou světové ceny potravin růst, pak to alespoň částečně překape i k nám, takže to by byl další argument (pro růst sazeb)“*. I když jedním dychem dodává, že se zatím nebojí toho, že by se nákladové šoky dostávaly do očekávání : *„Hodně bude záviset na odborech. Zatím bych ale byl optimista co se týče inflačních očekávání, nevidíme žádné velké riziko“*. Že by potenciálně Hamplův bratr ve zbrani? Zatím ne, ale agresivní odbory by ho na podzim přesvědčit mohly.