

Plán fiskální konsolidace v ČR a opatrná ČNB = nízké sazby delší dobu.

Dlouhé sazby extrémně nízko kvůli panice, dle nás započítávají příliš negativní výhled – zajištění z DD hlediska vhodné.

	X-10	XI-10	XII-10	I-11	II-11	III-11	IV-11	V-11	VI-11	VII-11	VIII-11	IX-11	X-11	XI-11	XII-11
Repo rate	0.75	0.75	0.75	0.75	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.25	1.25	1.50	1.50
3M PRIBOR	1.2	1.2	1.1	1.1	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
12M PRIBOR	1.7	1.6	1.6	1.6	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7
2Y swap	1.8	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2	2.4	2.4	2.5	2.5	2.6	2.7
10Y swap	2.6	2.8	2.9	2.9	2.9	2.9	3.0	3.0	3.0	3.2	3.2	3.3	3.3	3.5	3.5

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014-2020
Repo	2.2	2.9	3.5	1.5	0.8	1.1	2.0	2.4	3.0
3M PRIBOR	2.3	3.1	4.0	2.2	1.3	1.4	2.2	2.6	3.1
12M PRIBOR	2.6	3.4	4.2	2.6	1.8	1.8	2.5	2.9	3.4
5Y swap	3.4	3.9	3.9	3.3	2.4	2.8	3.2	3.5	3.9
10Y swap	3.8	4.2	4.2	3.7	2.8	3.1	3.5	3.9	4.3

Shrnutí a vývoj v minulosti

- Pokles sazeb ČNB v květnu (na historické minimum +0.75%) byl posledním, obrát v trendu nás však tak brzy nečeká. Ačkoliv světové oživení postupuje solidně, ve zbývajících měsících druhé poloviny letošního roku a v roce 2011 nás čeká zpomalení jeho dynamiky. K tomu se pak přidávají plány fiskální konsolidace jak v ČR tak v zemích EMU.
- Hlavním důvodem pozvolného růstu sazeb je asymetrické vnímání rizika (vyšší inflace vs. nižší růst) ze strany ČNB a plánovaná fiskální konsolidace. To první potvrzuje květnové snížení sazeb, které ve světle vesměs dobrých dat nebylo dle nás potřebné, to druhé pak ambiciózní plán fiskální konsolidace, který v rámci návrhu rozpočtu na rok 2011 představila nová vláda.
- Nedávné posílení koruny přišlo dle nás dřív, než by mělo, a je tak dle nás podstatnou překážkou letošního zvýšení sazeb. A to navzdory tomu, že část trhu přehodnotila své očekávání na první zvýšení sazeb a navzdory nedávným vyjádřením členů BR (K.Janáček, E.Zamrazilová, R.Holman), které dávají tušit, že minimálně část Rady nesouhlasí s prognózou, která první zvýšení sazeb maluje až na 2. polovinu roku 2011.
- Je pravdou, že letošní zvýšení sazeb se tak díky síle koruny odsouvá na pozdější dobu, dle očekávání jsme se ale diskuze a hlasování o něm již (celkem správně) dočkali (poslední hlasování bylo 6/1, za hike hlasovala E.Zamrazilová).
- Dohromady tak do konce roku nečekáme zvýšení sazeb. Normalizace sazeb – za předpokladu, že se neutrhne již

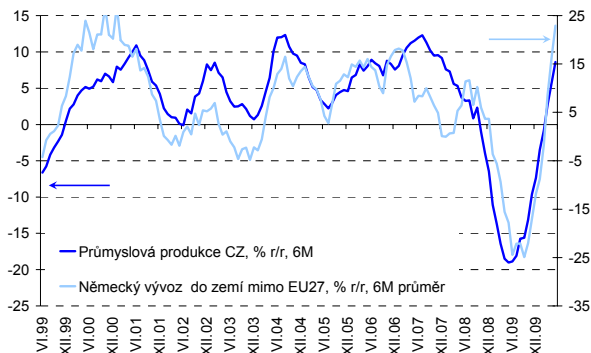
dále koruna - nás čeká až v roce 2011 (50 bps.), sazby se však nedostanou na dohled 3 % dřív než v roce 2013. Rizikem je jejich setrvání na extrémně nízkých úrovních po dlouhou dobu.

- Dlouhé swapové sazby extrémně klesly a neodpovídají našemu makro výhledu – může zato panický nákup dluhopisů Německa, který stáhnul dolu i výnosy českých papírů, a následně swapy. Vzhledem k negativní atmosféře na trzích může stávající nákupní mentalita „hlavně ať je to dluhopis“ vydržet. Stávající hodnoty lze (pokud nepočítáme s japonským scénářem) hodnotit jako velice vhodné na zajištění proti růstu sazeb.

Oživení ze zahraničí vs . fiskální konsolidace

- **Česká ekonomika** v první polovině roku 2010 solidně profitovala z oživení v zahraničí – růst v 1Q/10 byl +0,5% q/q, ve 2Q/10 dle finálních dat ČSÚ +0,95% q/q. To, co bylo v dobách, kdy se světový obchod dramaticky propadal nevýhodou (t.j., naše otevřenost světu), je teď momentálně výhodou. Růstový impuls z rychle rostoucích a zadlužeností nepostižených rozvíjejících se trhů se totiž skrze naši úzkou provázanost s Německem promítá v naší ekonomice rychleji než v průměrné zemi EMU. To je vidět i na rychlejším poklesu nezaměstnanosti a rychlejším růstu spotřeby domácností – ta vůbec překvapila silou, když v 2Q/10 meziročně vzrostla o 0,8% ač například ČNB čekala pokles (-1,4%).
- Pro ilustraci vazby ČR-svět uvádíme následující obrázek – na něm je vidět, že více než samotná finální poptávka v EMU české průmyslové podniky zajímá to, jak se vede

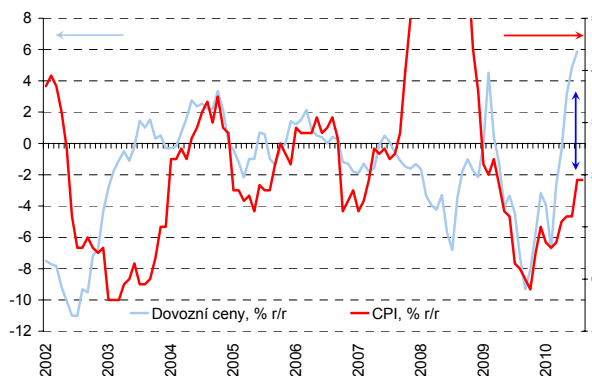
světovému obchodu obecně a jak se daří exportovat z Německa do světa. Spousta toho, co se v ČR produkuje, je totiž pak používána jako vstup do produkce, která se pak z Německa vyváží. Oživení v Německu je teď hnáno hlavně poptávkou ve světě, a to se dotýká i nás - pokud zásadnějším způsobem nezadrhne oživení ve světě (a na to konsolidace v EMU nebude stačit), ČR by tolik trpět nemusela.



- Dle nás by tak – za předpokladu, že oživení světového obchodu nezadrhne a bez fiskální konsolidace – česká ekonomika rostla v letošním i v příštím roce tempem kolem 2%, což by (mírné) utažení měnové politiky sneslo. Problémem ale je právě plánovaná fiskální konsolidace.
- Samotná konsolidace v EMU určitě evropský růst zpomalí – ale vzhledem k tomu, že 4/5 z plánovaného dopadu fiskální restriktce (který pro celou EMU činí 1 p.b.) je mimo (pro nás důležité země jako) Francie a Německo, že nás více zajímá německý export než domácí poptávka (řekněme) ve Španělsku, a že naše expozice na jih EMU je slabá¹, pro český růst tento efekt není nějak velký (max. 0.2 p.b.)

	Škrty ve výdajích, % HDP, odhad ČS	HDP 2009, mil. EUR	Váha v rámci EMU, %	Velikostí vážený dopad do HDP EMU (p.b.)
Francie	0.5	1 907 145	21.27	0.106
Německo	0.4	2 409 100	26.87	0.094
Řecko	4.1	237 494	2.65	0.109
Irsko	1.8	163 543	1.82	0.033
Itálie	0.7	1 520 870	16.96	0.119
Portugalsko	2.6	167 633	1.87	0.049
Španělsko	3.3	1 051 151	11.72	0.387
Zbytek EMU	0.5	1 510 252	16.84	0.084
Celkem			100	0.980

- Větším rizikem je domácí konsolidace – nová vláda chce roce 2011 uspořit 60-65 mld. CZK, což je cca. 1,7 % nominálního HDP, a nejspíše do roku 2013 snížit deficit na 3%. To samozřejmě znamená, že dojde jak k osekávání výdajů státu, tak k nějakému růstu daní. Obojí se dotkne poptávky domácností negativně. Největším dopadem bude snižování mzdových nákladů ve veřejném sektoru, naopak, pozitivem je, že nerostou žádné základní daně (dochází k odstraňování některých výjimek a k rozšiřování základů daní).
- Z makro pohledu tak zůstává situace méně pro-inflační než před 3 měsíci. Domácí poptávková inflace je na úrovni -1% (my jsme čekali v loňském roce méně než bylo skutečností, v letošním roce více – průměrně tak hodnota za 2009-2010 odpovídá), do konce roku se dostane jenom lehce pod 0%. A to vše navzdory tomu, že dovozní ceny rostou rychle – v inflaci se to zatím díky tlumivému efektu marží prodejců neukazuje, ale s postupujícím oživením tomu tak bude.



- Koruna se rovněž vesměs umoudřila (i když je teď zhruba o 0,5 CZK silnější, než by fundamentálně dle nás měla být), tržní turbulence se jí tolik netýkají (na rozdíl od PLN nebo HUF), do budoucna čekáme posilující korunu a tudíž tlumivý efekt dovozních cen.
- K tomu se přidává **opatrnost na straně ČNB** – jak prosincové (2009) tak květnové snížení sazeb nás přesvědčilo, že ČNB jako akutnější vnímá riziko nižšího růstu (=deflace) než riziko vyšší inflace. Tento opatrnostní motiv je nyní črtou většiny centrálních bank ve vyspělém světě – momentálně je totiž prioritou zabezpečit neskouznutí ekonomik do deflačních spirály. Proto zůstávají sazby dolu delší dobu než by naznačovaly modely.
- Podtrženo, sečteno: v hlavním scénáři nevidíme prostor pro další pokles sazeb. **Obrat bude pozvolný** – první zvýšení sazeb čekáme až nejdříve koncem 1Q/11 (+25 b.b. na 1,00%), za celý rok 2011 pak dalších +50bps. (na zhruba 1,50% na konci roku) s tím, jak se měnová politika zacílí na rok 2012 a další. Na horizontu prognózy (2H/2012) je sazba ČNB lehce pod 2%. Rizika jsou ale výrazně pro nižší sazby (koruna, nervozita atd.)

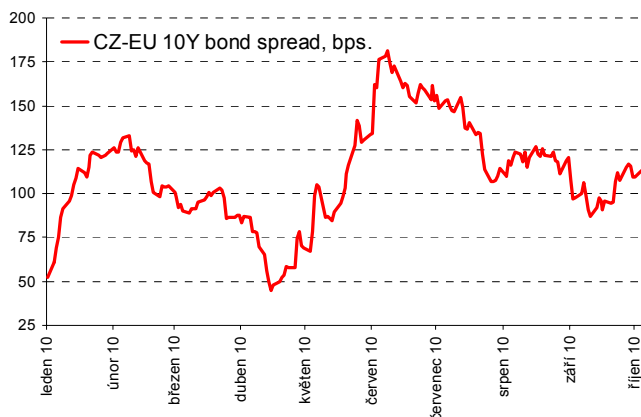
Rizika

- Silnější koruna nebo naopak výrazné zpomalení zahraničního růstu by vedli k tlaku na stabilní sazby po delší dobu (další pokles sazeb vidíme spíše jako méně pravděpodobnou alternativu – hlavně v případě rychlého posílení koruny, řekněme směrem k 24 v několika dalších měsících). Nezanedbatelným důvodem pro takový vývoj je i stále nedobře fungující (i když pomalu lepšící se) mezibankovní trh – ten v sobě stále zahrnuje prémii, která v podstatě neguje skoro dva cuty po 25 bps. Pokles sazeb reálné ekonomiky je pak ještě menší – mnohdy došlo k růstu rizikových přírážek (zejména u spotřebitelských úvěrů je efekt snižování sazeb ČNB absolutně neviditelný). Pokud bude tato tendence přetrvávat, bude to důvod pro to, aby sazby zůstaly stabilnější delší dobu.
- Směrem k většímu růstu sazeb naopak může vést rychlejší růst ve světě nebo – jak jsme zmínili - rychlejší pokles rizikové premie na mezibankovním trhu (zlepšení transmise). V tom případě by zvýšení sazeb jenom negovalo nižší rizikovou premii. Rychlejší růst ve světě se promítne jak do vyššího růstu v ČR, tak do vyššího růstu cen komodit a i do vyššího stupně přenosu lednového exogenního šoku v podobě vyšších daní do inflace. Druhou možností je nižší potenciální produkt po odeznění krize, což by vedlo k vyšším poptávkovým tlakům.

¹ Vývoz do PIGS tvoří cca 7,5 % všech českých vývozů.

České dluhopisy opět abnormálně nízko, v hlavním scénáři ale vidíme pozvolný návrat na vyšší úroveň

- Na dlouhých sazbách jsme v letošním roce viděli turbulentní vývoj – s jistotou dávkou zobecnění se dá říct, že v roce 2009 byla turbulentní kačka, v roce 2010 dluhopisy.
- **Dluhopisy** se vlivem nízké domácí emise v 1H/10, plánovaného Eurobondu a nízké vnímané rizikivosti ČR nejdřív dostaly v dubnu příliš nízko (kolem 3,6% pro 10Y).
- **Období příliš nízkých výnosů dluhopisů ale v květnu na chvíli skončilo** – česká desetiletka se i navzdory (z pohledu dluhopisového investora určité) překvapivě dobrému výsledku voleb vrátila dle našich očekávání nad 4%, počátkem června dokonce zamířila nad 4,20%. Co to způsobilo? První fáze návratu z hodnot, které neodpovídaly tomu, v jaké fiskální situaci ČR je, byla charakterizována rozvazováním asset swapů zahraničních hráčů – ty se roztáhly z hodnot kolem na konci dubna 70 bodů až skoro na dvojnásobek. Druhá fáze pak přišla se zveřejněním emisního kalendáře na 3Q/10 a vývoje rozpočtu. Za první polovinu letošního roku totiž MF ČR pokrylo dluhopisy jenom zhruba 30% letošní finanční potřeby, zbytek pak odsunulo do 2H/10. Za předpokladu, že by se to MF ČR snažilo řešit emisí dluhopisů na domácím trhu, znamenalo by to masivní domácí emise a růst výnosů. Toho se trh obával v květnu i červnu, kdy se výnosy vrátily nad 4%.
- MFČR se proto přes léto snažilo najít cestu, jak z toho ven – jednak oznámilo, že chce emitovat více na kratším konci (což i dodrželo), t.j. ve formě SPP, jednak se znovu mluvilo o zahraniční emisi (jak v EUR tak v USD, nebo i privátní emise – poslední dvě byly v srpnu demontovány, ta první v září uskutečněna). K tomu se přidala nová vláda (která přinesla pozitivní výhled na rating ze strany S&P a Moody's), ale hlavně nízké výnosy v Německu.
- Zejména panika, která v srpnu stlačila české výnosy takto abnormálně nízko (3,30% u 10Y), zasluhuje komentář. Obavy o světové oživení (dle nás neopodstatněné) vedly na trhu k panickému nákupu dluhopisů a ke stranění se akcií. Největší zájem byl o americké a německé, v regionu platí za „sázku na jistotu“ ale hlavně české papíry. To, že se české výnosy dostaly takhle nízko hlavně díky německým, je patrné i z vývoje spreadu mezi německým a českým papírem. Ten se dokonce oproti počátku roku roztáhl ač úrovně z paniky kolem dluhu na jihu Evropy nebo po krachu Lehman Bros. nedosahuje.



- Normalizace alespoň k 3.70% tak bude záviset hlavně na vývoji v Německu – pokud se totiž neznormální výnosy

tam (což vzhledem k tomu, že trh vypadá, že chce vidět sklenici poloprázdnou, není jasná věc), není důvodu aby k tomu došlo i v ČR. Podružné tak v nejbližších měsících zůstanou i jinak důležité lokální věci jako vysoká emisní potřeba v příštím roce.

- Krátkodobě vzhledem k tomu, že spread vůči Německu je hodně roztažen, může dojít ještě k dalšímu poklesu na dlouhém konci – pokud by zůstaly německé výnosy tam, kde jsou, pak by to znamenalo pokles českých – 75 bodový spread by znamenal české výnosy o zhruba 40 b.p. níž.
- Výhledově čekáme normalizaci německých výnosů (10Y alespoň k 2,80%, spíše ke 3%), k tomu stále vysokou finanční potřebu vlády i v roce 2011 (k tomu bude maturovat hodně SPP, vydaných letos). To by mělo i navzdory vládním reformám a možnému zvýšení ratingu v delším horizontu vrátit výnosy na úroveň kolem 3.75%.
- To budou reflektovat i swapy – obrát v měnové politice a normalizace sazeb povedou společně s normalizací dluhopisů k růstu swapových sazeb. I ten ale bude pozvolný.

Dlouhodobý výhled

- Náš dlouhodobý výhled vychází z kombinace odhadu neutrální sazby a doby přijetí eura.
- Neutrální sazbu odhadujeme na cca 3,5%. Inflační část je dána cílem ČNB na 2%. Rovnovážnou reálnou sazbu odhadujeme na 1,5% z produkční funkce ČR a charakteru ekonomiky (otevřená konvergující ekonomika s dlouhodobě posilujícím kurzem). Urychlení růstu v letech 2010 a 2011 pak povede k růstu sazeb až k 3%.
- Přijetí eura očekáváme nejdřív v roce 2017 – stávající turbulence a debata ohledně budoucnosti EMU spíše naznačují ještě pozdější termín. My vidíme rizika pro pozdější přijetí i změnám v bankovní radě (posílení euroskeptické části, kdy guvernér Tůma připustil dokonce oslavu stoletého výročí koruny v roce 2018). Rovněž se může stát, že balíčky pomoci, které jednotlivé země EMU musejí teď na záchranu společné měny financovat, budou u potenciálních uchazečů o vstup vyvolávat otázky, jestli se vstup do EMU vůbec vyplatí. Rovněž se bude pravděpodobně muset nějakým způsobem do určité míry sjednotit fiskální politika – to může euroskeptikům zde dávat další důvod proč společnou měnu odkládat.
- Po přijetí eura nahradí české sazby sazby eurozóny. Pro eurozónu odhadujeme neutrální sazby na 3,5-4%.