

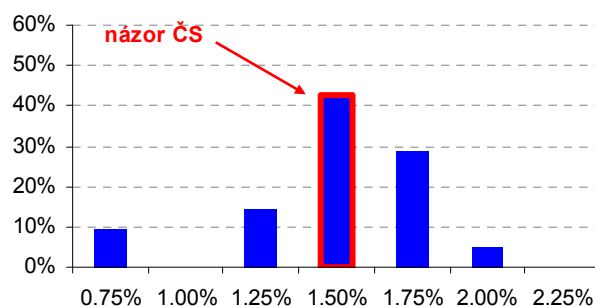
Tabulka prognózy

CZ	VIII-11	IX-11	X-11	XI-11	XII-11	I-12	II-12	III-12	IV-12	V-12	VI-12	VII-12	VIII-12	IX-12	X-12
Repo rate	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.50	1.50	1.50
3M PRIBOR	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	2.0	1.9	1.9
12M PRIBOR	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.4	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.6	2.6	2.6
2Y swap	1.9	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3	2.3	2.4	2.4	2.4	2.5	2.5	2.6	2.6
10Y swap	3.0	3.1	3.2	3.2	3.3	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.5	3.5	3.5	3.6	3.6

Shrnutí

- Blíží se třetí letošní aktualizace prognózy ČNB – a s ním i dle našeho základního scénáře první letošní zvýšení sazeb.
- Že by to ale bylo na 100% jisté, určitě tvrdit nemůžeme. Na jedné straně od poslední prognózy přišla (z pohledu poslední prognózy ČNB) jasně proinflační data z reálné ekonomiky, na druhé straně některé centrální bankéře straší evropská dluhová krize. Je velice obtížné určit, co nakonec převládne – opatrnostný motiv, obzvláště ve spojitosti se stále nízkou inflací, je mocný.
- Trh překmil z příliš vysokého očekávání na ČNB ze začátku roku k příliš nízkému. (Nízká) červnová inflace, ač způsobena jednorázovým faktorem, srazila krátké sazby až pod hodnotu, kde by dle nás měly být. Pokud BR ČNB sazby zvedne, čekáme silnou reakci na krátkém konci s tím, jak se trh probudí z příliš holubičí nálady. Podobnou reakci vidíme i na koruně – můžeme vidět hodnoty pod 24 korun/euro.

Očekávání o repo sazbě za 12M , dle Reuters



Zdroj: Reuters

Nová prognóza a silnější data z reálné ekonomiky...

Ačkoliv to určitě není na 100% jisté, očekáváme, že na nejbližším zasedání - a s novou prognózou - se najde čtveřice, která za zvýšení bude hlasovat (dle nás E.Zamrazilová, K.Janáček, M.Hampl, P. Řežábek¹ i guvernér M.Singer).

Vede nás k tomu několik věcí.

Tou první je, že bude zveřejněna nová prognóza. Ta určitě zvýší letošní růst HDP někam k 2,5% r/r (v listopadu v minulém roce ČNB čekala 1,2%), a to díky rychlejšímu růstu v Německu. Rovněž zmírní (znovu se v poslední prognóze objevil) scénář W, tentokrát s druhým dnem na konci letošního roku. Pro roky 2012 a 2013 pak ponechá urychlující scénář růstu, zahrne však efekt zvýšení spodní sazby daně z přidané hodnoty v roce 2012 (vyšší celková inflace, ale mírné omezení spotřeby, a tudíž poptávkové složky) a pokles horní sazby daně v roce 2013 (opačný, ač menší efekt). Celkově by obrázek měl být proinflačnější než naposledy. Rovněž jsme stále přesvědčeni, že průměrná (ČNB očekávaná) hodnota

Varianty (bp)	Česká spořitelna	Průzkum Reuters (28.červenec 2011)	Důvody dle ČS
0	40%	90%	Obava z dluhové krize, zpomalování PMI
-25	0%	0%	
+25	60%	10%	Lepší data z reálné ekonomiky od poslední prognózy

¹ „V každém případě vidím jako moment zvýšení sazeb dřívější období než konec roku. Je jenom otázkou času jestli to bude do léta, přes léto nebo na podzim“ (5.4.2011, Reuters).

koruny 23,4 pro rok 2011 je přece jenom trochu moc – ačkoliv reálná konvergence bude pokračovat, tempo zvolní (cca 2% příští rok namísto 3% očekávaných ČNB). I proto je podle nás na místě utahovat měnové podmínky skrze vyšší sazby než skrze spoléhání na silnější kurz.

Zadruhé, data, která od poslední prognózy přišla, byla vesměs silnější, než ČNB čekala – finální data za HDP byly nad odhadem ČNB, inflace ve 2Q/11 skončila desetinu nad prognózou ČNB, koruna je o něco slabší začátkem 3Q/11. Trh práce se zlepšil výrazněji, než čekala ČNB – v její květnové prognóze viděla nezaměstnanost ve 2Q/11 na 9%, skutečnost ale byla 8,3%. To samé platí o mzdách – ČNB malovala jak na první, tak na druhý kvartál pokles reálných mezd, skutečnost (za 1Q/11) však byla opačná: mzdy o 4 desetiny % vzrostly a nebyť fiskální konsolidace, která postupně odezní, byl by růst ještě vyšší (soukromý sektor si připsal 1,3%). Pokračuje rovněž silný růst průmyslu, zlepšuje se spotřebitelské úvěrování (v dubnu i v květnu poprvé od roku 2009 vzrostly nové spotřebitelské úvěry).

...těsně zvítězí nad nízkou momentální inflací a obavami z dluhové krize

Proti tomu ale působí momentálně stále nízká inflace, od poslední prognózy snížené očekávání sazeb ECB a dluhová krize.

Zatímco první z těchto faktorů by neměl mít na rozhodování moc vliv (záleží, kde bude bez zásahu ČNB inflace za rok až rok a půl), ten poslední je mocnější argument – hlavně proto, že se jedná o obtížně kvantifikovatelnou a bezprecedentní věc (tudíž bankéři si v hlavách můžou malovat ultra pesimistické scénáře eskalace dluhové krize a dopadů do reálné ekonomiky). Dle nás však situace kolem Řecka kolapsem důvěry podobném tomu, který následoval po krachu Lehman Bros., neskončí – řecký problém je výrazně menší než problém špatných amerických hypoték (samozřejmě, pokud by krize zachvátila naplno i Itálii a Španělsko a vyvolala krach těchto zemí, lehmanovský moment by to zcela jistě byl)². Navíc, nedávný summit EU sice problém solventnosti Řecka zdaleka nevyřešil, bankrot této země však na minimálně rok odsunul – reálně ekonomické dopady tak na ČR nebudou takové, aby musela ČNB kvůli tomu odkládat zvyšování sazeb.

Prostřední argument (který má např. viceguvernér V.Tomšík) je trochu zvláštní – ano, od květnového zasedání došlo ke snížení očekávané trajektorie sazeb ECB (2-letý EMU swap klesl z květnového maxima 2,40% o zhruba 50 bodů), což skrze úrokový diferenciál má teoreticky vliv na větší posilování (menší oslabování) kurzu koruny. Ale proč potom neplatil i opak – když od ledna očekávání na růst sazeb ECB narostlo (2Y swap vzrostl zhruba o 80 bodů od ledna do dubna), proč jsme neslyšeli komentáře o tom, že k růstu sazeb musí dojít rychleji než (v tom čase plánovaném) 4Q/11? A to i bez ohledu na to, že samotný vliv úrokového diferenciálu CZ-ECB je na úrovních do 75-100 bodů relativně slabý.

Hyde Park

- (27/07/11, Reuters) **V.Tomšík**: „Růst v Německu urychluje, ale tržní sazby jsou ovlivněny dluhovými

problémy v některých zemích EMU, a to směrem dolů snížilo výhled EURIBOR sazeb. To může být jeden z důvodů pro odklad zvýšení sazeb v ČR“. Teoreticky se souhlasit dá (ač prakticky je dle mého vliv diferenciálu přeceňován), nechápu ale, proč růst sazeb evropského mezibankovního trhu v 01-05/11 a lepší data z reálné ekonomiky někdy v květnu nevyvolaly opačnou reakci... Prostě holubice.

- (20/07/11, Reuters) „Pro mě to (doted) byla otázka toho, kdy ve 4. čtvrtletí (zvedneme sazby). Před tím, než se zhoršila situace v Itálii se zdálo, že ten moment se blíží. Teď se zdá, že se ten moment vzdaluje. Protože nemáme historickou zkušenost je velice obtížné předvídat jak to dopadne. Velice těžko se s tím pracuje. V momentě změny v ekonomickém cyklu není významným problémem jestli se sazby zvednou o měsíc později nebo dřív ale může být problémem pokud se sazby změní krátce předtím, než se zhmotní nějaká významná nejistota.“ No, dle našeho Itálie žádný dopad do reálné české ekonomiky mít nebude. To zaprvé. A zadruhé – skutečně, měsíc nebo dva nehrají roli, ale pokud má být Itálie problémem, pak se asi těžko se posune první zvýšení sazeb pouze o měsíc, dva. Pokud bude Itálie skutečně problémem, pak je dle mého logické očekávat a férově říct, že sazby mají klesnout – protože to skutečně evropským Lehman Bros. bude.
- (11/07/11, Reuters) „Za sebe říkám, že vidím náznaky prohlubování poptávkových tlaků, takže pokud se nestane žádná katastrofa, vidím růst vyšších sazeb v souladu s naší prognózou ve 2H/11.“ Dle nás katastrofa nebude, a nyní bude nová prognóza. Myslíme si, že M.Hampl za zvýšení sazeb hlasovat bude.
- (28/05/11 Dow Jones Newswires) **M. Singer**: „Můžeme zvednout sazby dřív než poslední prognóza ne kvůli efektům vyšší DPH, ale protože jsou drobné náznaky, že se ekonomika zvedá, což způsobuje poptávkové tlaky v inflaci.“ Trošku starší výrok, ale myslíme, že od té doby moc důvodů měnit názor neměl – data jsou relativně silná.

² Tyto země, ač určitě ne bez problémů, jsou na rozdíl od Řecka solventní. A i jejich dluh je nižší. Proto si nemyslíme, že by měly zkrachovat.