

# Měsíční strategie – dluhopisy a měny

David Navrátil, Jana Krajčová, Martin Lobotka, Luboš Mokráš  
tel.: 224 995 177, e-mail: research@csas.cz

4.3.2010

Instrument	Úroveň z 26.2.2009	Prognóza 1 měsíc	Prognóza 6 měsíců	
<b>ČESKÁ REPUBLIKA</b>				
<b>CZK/EUR</b>	25.9	↗	25.7	↗ 24.9
<b>3M Pribor</b>	1.47	↘	1.40	↗ 1.58
<b>2Y</b>	2.21	↗	2.30	↑ 2.72
<b>10Y</b>	3.47	→	3.50	↗ 3.65
<p>Ekonomika překvapila slabým výkonem v 4Q/09, když mezikvartálně (a navzdory německé stagnaci) propadla o 6 desetin. Důvody zatím neznáme, ale buď se jedná o nižší reálný export (což naznačují data za strukturu HDP v Německu) nebo silný propad poptávky domácností spojený s revizí předchozích dat. Předstihové indikátory ale vykazují zlepšování – a to už i u zaměstnanosti (PMI). Výnosy dluhopisů propadly kvůli nízké domácí emisní aktivitě MF ČR a plánované euroemisi. Druhá polovina roku ale přinese jejich růst – nová vláda i vysoká domácí emise – doporučujeme sázku na růst českých výnosů zpět k (min.) 4,50%.</p>				
<b>USA</b>				
<b>USD/EUR</b>	1,36	↘	1,38	↘ 1,41
<b>3M Libor</b>	0,25	↑	0,25	↓ 0,25
<b>2Y swap</b>	1,06	↑	1,25	↑ 1,60
<b>10Y swap</b>	3,70	↗	3,90	↗ 4,20
<p>Oživení pokračuje, jeho tempo však zůstává slabé. Brzdou je zejména stále slabý trh práce a z něj plynoucí opatrná poptávka domácností. Růst je tak momentálně tažen především cyklem doplňování zásob a dobíhajícími stimulačními opatřeními. První pololetí tohoto roku by ještě mělo být ve znamení relativně solidního růstu, ale zřetelně slabšího, než tomu bylo v posledním čtvrtletí minulého roku. Inflation není a v dohledné době nebude problémem, sazby čekáme řadu měsíců stabilní. Dluhopisy by se měly v měsíčním horizontu držet poblíž aktuálních úrovní. Osud kurzu dolaru vůči euru bude hodně záviset na postupu řešení situace kolem řeckého státního zadlužení.</p>				
<b>EUROZÓNA</b>				
<b>3M Euribor</b>	0,66	↑	0,60	↑ 0,80
<b>2Y swap</b>	1,45	↗	1,50	↑ 1,80
<b>10Y swap</b>	3,34	↑	3,50	↑ 3,90
<p>Řecko a problémy kolem jeho zadlužení stále dominují, ale zdá se, že se stále zřetelněji schyluje k uklidnění situace. Řecko bude potenciálním problémem i nadále, ale už by nemělo tak tvrdě ovlivňovat bezprostřední dění na trzích. Evropské ekonomice dominuje slabá poptávka spotřebitelů, oživení drží při životě jen exporty. Hrozí spíše deflace než inflace, a tak ECB bude, možná po dlouhou dobu podporovat skomírající evropské ekonomiky uvolněnou měnovou politikou. Dluhopisy by se měly v měsíčním horizontu držet bez dramatických pohybů.</p>				
<b>MAĎARSKO</b>				
<b>HUF/EUR</b>	269.8	↗	268.0	→ 266.8
<b>3M Bubor</b>	5.77	↓	5.63	↘ 5.50
<b>3Y</b>	6.47	↘	6.35	↘ 6.15
<b>10Y</b>	6.85	↘	6.75	↘ 6.45
<p>Forint by dle nás mohl pokračovat v potulování se bez jednoznačného trendu i v nadcházejícím období. Proti působí řecké problémy, pokračující uvolňování sazeb a slabá domácí data. Podpora by měla přicházet z venku – pokračující oživování by mělo tlačit dolů rizikovou prémii. Sazby by dle nás mohly klesnout ještě jednou, v březnu, a pak již by si CB měla dát alespoň na čas pauzu. Důvodem jsou přetrvávající nejistoty jak doma, tak v zahraničí, a citlivost CB na situaci na trzích. Uvolňování měnové politiky a klesající riziková prémie budou tlačit výnosovou křivku dolů.</p>				
<b>POLSKO</b>				
<b>PLN/EUR</b>	3.94	→	3.95	→ 3.87
<b>3M Wibor</b>	4.05	↓	4.00	→ 4.10
<b>2Y</b>	4.94	↓	4.64	↘ 4.56
<b>10Y</b>	5.71	↓	5.50	↘ 5.30
<p>Zlotý v únoru dále posiloval a již několikrát se podíval pod 4,0, kde se drží i momentálně. Nadále si myslíme, že zlotý má v rámci regionu největší potenciál pro další posilování, a to díky jeho výraznějšímu podhodnocení, silným makro datům a konvergenci polské ekonomiky. Sazby se neměnily ani v lednu a změnu nečekáme ještě pár měsíců, a to i navzdory tomu, že od února je již měnová rada v nové sestavě. Hlavními důvody jsou relativně dobrá makro data a inflační výhled. Nejbližší změna sazeb by měla být směrem nahoru, ale to až koncem první poloviny tohoto roku. Výnosová křivka by střednědobě měla ještě klesat pod vlivem klesající rizikové prémie, protichůdný efekt, zejména na krátkém konci, přijde později z měnové politiky.</p>				

Poznámka: Směry ukazují rozsah změny daného indikátoru vzhledem k minulé volatilitě instrumentu. Symbol ↑ znamená posílení první měny vůči druhé měně, resp. růst výnosů dluhopisů, ↗ znamená mírné posílení. Při predikcích pracujeme s pěti intervaly (růst, mírný růst, stabilita, mírný pokles, pokles), které jsou stanoveny na základě minulé volatilitě (násobku směrodatné odchylky) daného ukazatele. Za předpokladu normálního rozdělení pak pro každý interval existuje 20% pravděpodobnost, že výsledek bude koncem měsíce právě v tomto intervalu.

## USA

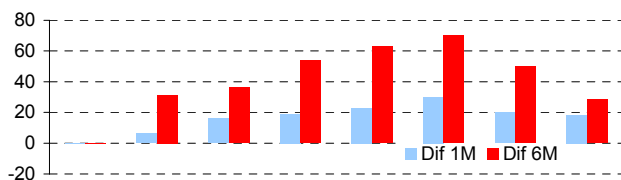
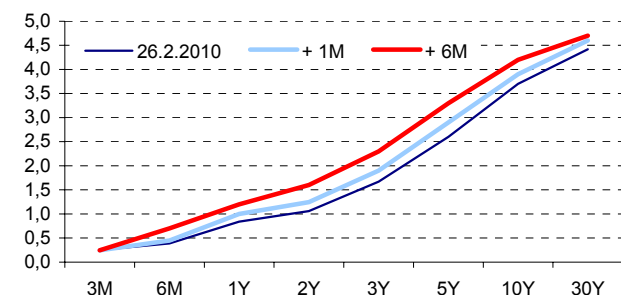
Luboš Mokráš, [lmokras@csas.cz](mailto:lmokras@csas.cz), tel: 224 995 456

### Únor byl ve znamení smíšených údajů

Ukazatele typu indexů regionálních Fedů a indexů nákupních manažerů v únoru vesměs potvrzovaly pokračující oživení, ovšem rozhodně se nedá říci, že by naznačovaly jeho akceleraci. Zejména trh práce je stále zřetelně slabý. Počet žádostí o podporu v nezaměstnanosti měl tendenci růst a na konci měsíce se přiblížil k 500 000. Ke zřetelnému růstu došlo i u jeho méně volatilního čtyřměsíčního průměru. Trh práce je přitom kritický pro oživení spotřebitelské poptávky a ta je velmi důležitá pro udržení a posílení oživení. Spotřeba domácností se odvíjí od jejich disponibilních příjmů – u těch došlo nominálně k přechodu do černých čísel (růst o 1,14% meziročně) ale vzhledem k aktuální výši inflace stále reálně dochází k poklesu. Konečně míra úspor, která určuje kolik z příjmů domácnosti utratí, se drží zřetelně nad nulou (naposledy 3%) a předpokládáme, že se v dohledné době udrží poblíž 4% (domácnosti musí vylepšit svoje finance a banky se moc do půjčování nehrnou). U míry úspor časem navíc začnou stále více působit demografické faktory (stárnutí populace), což by mělo postupně míru úspor posunout ještě nahoru (ale to už je dlouhodobý příběh).

První revize dat o vývoji HDP ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku nepřinesla žádné velké překvapení. Růst zůstal silný a byl tažen obratem v cyklu zásob ještě z větší části, než ukazoval první odhad. Rozhodně se nedá předpokládat, že by tempo ze druhé čtvrtletí vydrželo americké ekonomice i nadále. Jak už naznačil první odstavec, dočkáme se v letošním prvním čtvrtletí spíše zřetelného zpomalení, ale rozhodně ne poklesu.

### US: výnosová křivka (swapy)

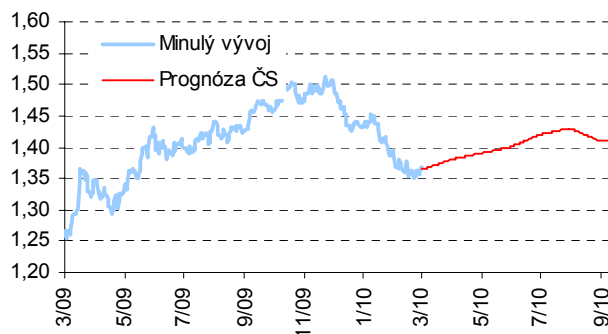


### Jádrová inflace zůstává nízká

Bazický efekt od změny cen ropy sice stále opticky zvyšuje celkovou inflaci (meziroční růst CPI), ale bez tohoto přechodného faktoru jsou inflační tlaky velmi tlumené. Významně se na tom přes prakticky stabilní až mírně klesající nájmý podílí stále slabý trh s rezidenčními nemovitostmi. Nepředpokládáme, že v dohledné době dojde ke změně, protože rovnováha mezi nabídkou a poptávkou a mezera výstupu (velký počet lidí hledajících práci, nízké využití průmyslových kapacit) nedávají žádný důvod čekat růst inflačních tlaků. Nepředpokládáme výrazný růst inflace ani v horizontu několika nejbližších let, protože podle našeho názoru má Fed dostatek účinných nástrojů na to, aby sterilizoval likviditu, kterou kvůli stabilizaci finančního systému

pustil do ekonomiky. Normalizace bilance Fedu sice bude během na dlouhou trať, ale Fed už naznačil, jak v tomto směru miní postupovat a jaké nástroje miní použít, pokud by hrozilo, že se přebytek likvidity začne přelévat z finančního systému do ekonomiky.

### EUR/USD



### Výnos desetiletého státního dluhopisu se v únoru držel mezi 3,6 – 3,8%

Výnos desetiletého amerického dluhopisu kolísá na základě momentálních výkyvů rizikové averze. Současnou úroveň pokládáme za adekvátní z hlediska současné ekonomické situace, očekávaného časování utahování měnové politiky (nejdříve září tohoto roku, ale spíše později) i očekávané emise nových dluhopisů. Nadále držíme naše očekávání, že výnosy budou krátkodobě blízko současných úrovní a střednědobě začnou postupně růst, přičemž růst bude poněkud výraznější na krátkém konci a ve středu výnosové křivky.

### Nejistota kolem eura nadále pomáhá dolaru

Nadále přetrvává nejistota ohledně řešení situace kolem řeckého zadlužení a jeho prudkého růstu, což udržuje dolar k euru na relativně silných úrovních. Pokud by se podařilo obavy rozptýlit, měl by dolar lehce oslabit (mírně nad 1,40), protože začátek cyklu zvyšování sazeb je ještě relativně daleko a ani ekonomika neroste tak, aby to ospravedlňovalo současnou sílu dolaru. Se začátkem zvyšování úrokových sazeb by se dolar měl vrátit k současným úrovním.

## EMU

Luboš Mokráš, [lmokras@csas.cz](mailto:lmokras@csas.cz), tel: 224 995 456

### Růst v EU je tažen exporty, domácí poptávka je slabá

Indikátory potvrzují pokračující zotavování evropských ekonomik, ale jeho tempo je stále značně vlažné. Problémem je především domácí poptávka, na které se negativně projevují zatím stále obecně slabý trh práce a tradiční spíše opatrný evropský přístup k utrácení v těžkých dobách. Evropa je tak silně závislá na poptávce ve světě, zejména na nákupech z Asie. Pokud by asijské ekonomiky (zejména Čína) ztratily dech, Evropa by se mohla znovu propadnout do recese. Inflace je v EMU ještě menším problémem než v USA. I s bazickým efektem od růstu cen ropy se podle předběžných údajů pohyboval meziroční růst CPI na 0,9%, což ukazuje spíše na deflační než inflační rizika.

### Sazby ECB zůstanou stabilní

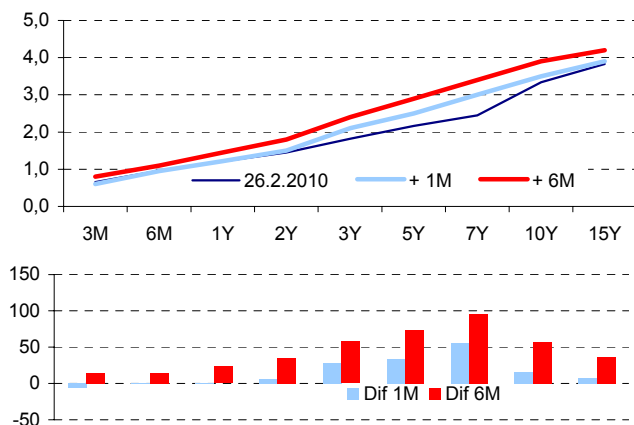
Velmi nízká inflace, slabá domácí poptávka a také stagnující peněžní zásoby (agregát M3) nedávají ECB žádný důvod k úvahám o zvedání sazeb v dohledné době. Je dost možné, že se tak prvního zvýšení sazeb dočkáme až v příštím roce.

ECB zatím odstraňuje opatření na podporu likvidity ve finančním sektoru. Aktuální zasedání potvrdí zrušení tendrů na dodávání likvidity kratších než šest měsíců. ECB se tak prakticky vrátí k tradičním nástrojům měnové politiky ve stejnou dobu jako Fed. S postupem splatnosti jednotlivých tendrů tak bude automaticky ubývat mimořádná hotovost v evropském finančním systému. Podobně jako Fed by ECB mohla některá opatření obnovit, kdyby se finanční systém opět dostal pod tlak, ať už kvůli problémům nejetých států (Řecko) nebo sektorů (komerční nemovitosti).

## Dluhopisový trh byl v únoru relativně klidný

Výnos desetiletého německého státního dluhopisu v únoru kolísá mezi 3,1 až 3,3% a předpokládáme, že se v této oblasti bude pohybovat i v dohledné budoucnosti. Ve druhém pololetí je pravděpodobný růst s postupem zotavování ekonomiky a blížícím se přechodem ke zvedání sazeb ECB. Spíše politickým než ekonomickým faktorem, který bude ovlivňovat dění na evropských dluhopisových trzích, bude postup řešení problémů států s vysokým zadlužením a s rychlým růstem státního dluhu, především Řecka. Řecké problémy jsou vážné a může je ještě dále komplikovat řecká domácí politická situace, ale přesto věříme, že se je nakonec s vydatnou pomocí (možné garance řeckého státního dluhu nebo nákup části nových emisí státem řízenými subjekty) EMU podaří zvládnout. Mělo by to pomoci ke všeobecnému snížení napětí a nervozity a ke stlačení momentálně značně rozšířených spreadů u států EMU s horším dluhovým profilem. Vývoj by tak mohl být v zásadě podobný jako u loňské paniky týkající se našeho regionu.

EMU: výnosová křivka (swapy)



## Česká republika

Martin Lobotka, [mlobotka@csas.cz](mailto:mlobotka@csas.cz); tel: 224 995 192

### Překvapení z 4Q/09 HDP: spotřeba nebo nižší export nebo revize?

Únor přinesl překvapení v podobě výrazně slabšího než očekávaného HDP. Nebyli jsme překvapeni jenom my: ČNB i očekávání trhu byla nastavena ještě výš než naše (+0,5% q/q), skutečná hodnota (-0,6% q/q) tak byla poměrně studenou sprchou. To platí o to více, že měsíční data (maloobchodní tržby, průmysl) ani předstihové indikátory (PMI) nenaznačovaly, že by se ekonomika znovu měla mezičtvrtletně propadnout. Struktura zatím není známá (ČSÚ ji zveřejní až 11.3.), takže se můžeme jenom domnívat, co tento propad

způsobilo. Jednou z možností je revize předchozích dat – zejména data za spotřebu domácností se v jednotlivých kvartálech roku 2009 poměrně často měnila nahoru a dolů. Maloobchodní tržby sice naznačovaly ochabnutí spotřeby i ve 4Q/09, na to ale, aby jen spotřeba způsobila tak veliký rozdíl mezi očekáváním a skutečností, se musela ve 4Q/09 propadnout výrazně. Druhou možností je nižší reálný export – to by odpovídalo konci podpůrných opatření v Německu, ale bylo v rozporu s lepšími se ukazateli důvěry (jak důvěra v průmysl, tak PMI se ve 4Q/09 zlepšily) i s daty za Slovensko (podobná struktura ekonomiky, otevřenost atd. a růst ve 4Q/09 +2% q/q). Toto vysvětlení by podpořila i struktura HDP v Německu ve 4Q/09 (0 % q/q), kde se propadly překvapivě zásoby a rostl export: rozdíl mezi domácí průmyslovou produkcí (-0,2% q/q) a vývozem (+3% q/q) naznačuje, že export byl krytý ze zásob. Což vzhledem k tomu, jak úzká je vazba mezi českým průmyslem a německým exportem, není pro ČR dobrá zpráva.

Dost spekulací – co ostatní data říkají o blízké budoucnosti? Indikátory pokračují ve zlepšování: PMI se zlepšil (na 54,3 z 53,1 z ledna 2009) a nad hranici 50 bodů je od listopadu 2009. Subindex výroby se dostal na nejvyšší hodnotu za 2 roky (58 bodů) a dokonce se nad 50 dostal i subindex zaměstnanosti (poprvé od léta 2008). Indikátor ekonomického sentimentu ČSÚ se zvedl o 2,4 bodu (meziročně o 17,1 bodu), a to jak u firem, tak i u spotřebitelů. Je ale důležité, že společně s růstem objednávek se zdá, že růst v 1Q/10 by již podobně překvapení jako v 4Q/09 přinést neměl. Spotřeba domácností zůstane stále pod tlakem – nezaměstnanost bude stále ještě růst a nominálními mzdám bude ubírat vyšší inflace.

### Koruna zpátky pod 26, ustupující nervozita ji pomalu vrací k fundamentům

Koruna se setrvale vrátila pod 26, chvílemi se obchodovala i poblíž 25,60, což už není daleko od hranice, kterou vidíme jako fundamentálně rozumnou ve stávající době (25-25,20). V první polovině roku by se koruna měla k této hranici dostat, ve druhé pak posílí zhruba o dalších 80 haléřů (24,20). Důvodem bude pokračující konvergence, reflektována solidním vývojem na běžném účtu (zejména díky obchodní bilanci a nižšímu odlivu dividend) a mírně rostoucím přílivem PZI. Rizikem v krátkém období je případný kolaps Řecka (jehož problémy se zatím regionálních měn nedotkly – stačí se podívat na polský zlotý, který se konečně vydal na námi dlouho očekávanou normalizaci) nebo problémy s dluhem u některé jiné země. I když – investorům je snad již jasné, že situace některých zemí EMU je taková, že by spíše měly být mimo tento klub, a že naopak některé země mimo EMU by v ní v poklidu být mohly. Nedomnívám se tak, že by se koruna mohla vrátit na úroveň, které jsme viděli takto před rokem.

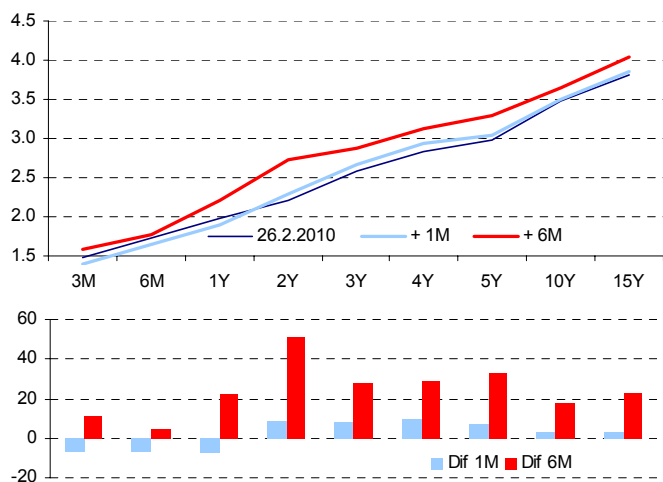
### Dluhopisy moc drahé, MF tlačí trh ke zdi nízkou domácí emisní aktivitou

Poslední měsíc byl poměrně bohatý na události na dluhopisových i swapových trzích. Ceny dluhopisů i navzdory problémům Řecka a dalších zemí jihu Evropy vyrostly: výnos českých 10-letých dluhopisů se dostal až pod 4,1%, ASW spread se ze zhruba 100 bodů počátkem února utáhnul k 60 bodům. Je to důsledek snahy MinFinu, který nízkou nabídkou dluhu v prvním pololetí (32 mld. na 2Q/10, což je ještě méně než bylo v 1Q/10) tlačí trh ke zdi. K tomu se přidává připravovaná emise eurobondů - MinFin nedávno oznámil aranžéry emise, takže je zřejmé, že se budou snažit využít dostatek likvidity na trzích a předvolební pokoj a umístit (po

vzoru Polska z počátku ledna) odhadem 1,5-2 mld. eur v zahraničí. Tak jako tak se ale nedomníváme, že by výnosy mohly zůstat takhle nízko i ve 2H/10: jednak bude nová vláda (o jejichž fiskální střídmosti nejsme přesvědčeni) a jednak bude mnohem vyšší emisní aktivita (cca 80 mld. v 2H/10, což je o cca 50% více než například v 2H/09). Proto se nám zdá jako atraktivní investiční doporučení sázka na návrat českých výnosů zpátky k 4,50%.

Co se týče swapových sazeb, zde došlo k poměrně překvapivému poklesu na krátkém konci: 2Y swap se dostal z 2,40% na 2,20%, ačkoliv očekávání na měnovou politiku se takhle dramaticky nezměnila. Dle nás se jedná o přechodný jev, čekáme návrat zpátky k 2,40% a pak postupný pozvolný růst ve 2H/10.

**CZ: výnosová křivka (swapy)**



## Maďarsko

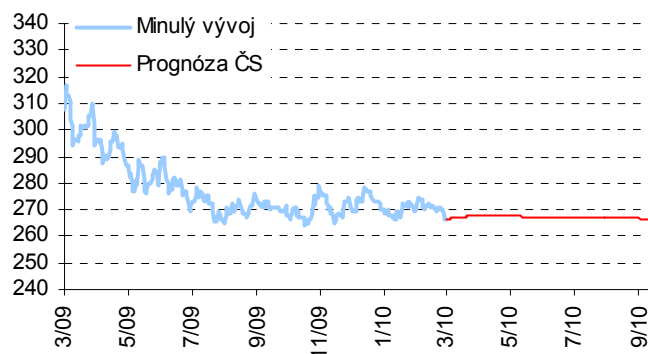
Jana Krajčová, [JKrajcova@csas.cz](mailto:JKrajcova@csas.cz), tel: 224 995 232

### Forint pokračuje v pokulhávání v okolí 270, v únoru o něco slabší

V únoru forint oslabil v průměru o 0,6% z 269,5 na 271,2 za Euro. Celkově se pohyboval mezi 269,5 a 274,2 za Euro oproti 266,6 až 272,8 v lednu. V tomto potulování se bez jednoznačného trendu by dle nás forint mohl pokračovat i v nadcházejícím období. Hlavním rizikovým faktorem je nadále napjatá situace ohledně řeckého dluhu (i když již o něco méně poté, co řecká vláda představila záchranný balíček), která bude i nadále držet trhy v napětí. Forintu zrovna nepomáhá ani pokračující uvolňování měnové politiky (lze však čekat, že centrální banka bude trhy pečlivě sledovat a při jakémkoliv zvýšení tlaku bude připravena snižování sazeb pozastavit). A konec-konců ani domácí data nedávají moc důvodů pro optimismus. V opačném směru by mělo zase působit pomalé ožívání na globálních trzích, jež by mělo časem stlačit rizikovou prémii níže. Jelikož však i poslední data z EMU a USA potvrzují, že oživení nebude ani rychlé ani přímočaré, i trhy zůstávají spíše opatrné. I v nejbližším období bude proto pro obchodování nejdůležitějším faktorem rizikový apetit na trhu, a i nadále lze tudíž očekávat (krátkodobé) výkyvy v obou směrech.

### CB pokračuje v uvolňování sazeb mírným tempem, konec

EUR/HUF



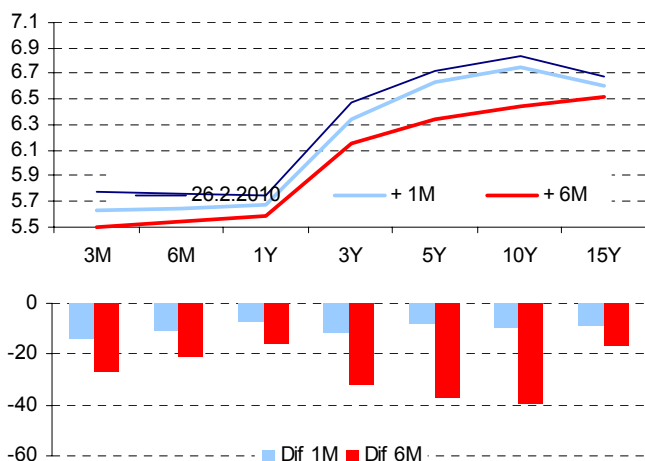
### tohoto cyklu je však dle nás již blízko

Ani únorové zasedání nepřekvapilo ani nás ani trh a sazby šly dolů o dalších 25pb. Měnová rada prý sice diskutovala o třech možnostech: 0, -25 a -50pb, nakonec však převážná většina byla pro -25. Hlavní sazba tudíž momentálně stojí na 5,75%. Komentáře centrálních bankéřů však znějí čím dále tím opatrněji, a tak, dle nás, již CB další uvolňování brzo pozastaví. Alespoň na čas. Jelikož i nadále zůstává nejdůležitějším faktorem pro měnovou politiku (tedy, kromě utržené maďarské ekonomiky) aktuální situace na trhu, čekáme, že po březnovém cutu (dalších -25pb) bude centrální banka čekat na trvalejší zlepšení situace. To by mohlo přinést buď další vyjasnění situace v Řecku (konkrétnější závazky tamější vlády) nebo přesvědčivější pokračování oživení, což by uklidnilo trhy. To by pak později tento rok umožnilo měnové radě jít se sazbami ještě níže, jelikož ekonomika se nadále zmítá v recesi a inflační výhled (v horizontu relevantním pro měnovou politiku) zůstává slabý.

Po posledním zasedání zveřejnila centrální banka i svou poslední prognózu. Podle ní by inflace měla postupně klesat, jelikož poptávka zůstane slabá. Lednové a únorové zvýšení indexu spotřebitelských cen bylo způsobeno jednorázovými výkyvy nejvíce volatilních položek (potraviny a regulované ceny), efekt by se však měl postupně vytrácet. Pod cíl centrální banky by se inflace měla dostat až v 1Q11. Letošní průměr by měl dosáhnout 4,4%, v příštím roce již jenom 2,3%. Podle předběžného odhadu statistického úřadu ubrala maďarská ekonomika ve čtvrtém kvartálu 4% r/r, což znamená celoroční propad o 6,3%. CB revidovala svůj odhad růstu pro tento rok oproti předchozí prognóze mírně nahoru. I nadále však čeká v letošním roce pokračování recese. Ekonomika by měla oproti minulému roku celkově ubrat 0,2% a z recese by se měla začít hrabat jenom v druhé polovině tohoto roku. Hlavní podpora by měla přijít z exportů. Pro příští rok čeká MNB růst o 3,4%.

Naše očekávání se v zásadě neliší od toho, co naznačují komentáře centrálních bankéřů -- vše bude záviset na situaci na trhu. Reálná ekonomika je na tom hůře než česká či polská, a to nejenom co se týče hloubky recese (která se Polsku úplně vyhnula), ale i co se týče pozdějšího časování oživení. Proto dle nás ještě nižší sazby snese. Prioritou však určitě zůstane fiskální stabilita. Jelikož v poslední době došlo k jistému zvýšení nejistoty, CB bude opatrná. Právě proto čekáme, že v této fázi již dodá jenom jeden cut, a pak bude chvíli vyčkávat a pozorovat situaci na globálních trzích.

HU: výnosová křivka (swapy)



## Uvolňování měnové politiky a klesající riziková prémie by měly způsobit další mírný pokles křivky.

Krátký konec maďarské výnosové křivky dále klesal, a to částečně ještě pod vlivem dalšího přehodnocování dna sazeb. Důležitým faktorem byl ale i pokles rizikové prémie, jenž se projevil i na dlouhém konci. Krátký konec i dlouhý konec padly o nějakých 10 bodů. V horizontu jednoho měsíce by ještě mělo působit na křivku další uvolňování měnové politiky. V horizontu šesti měsíců by se již výrazněji mělo projevit klesání rizikové prémie, na krátkém konci pak již i možné očekávání dalších cutů v druhé polovině roku. To samozřejmě za předpokladu, že nenastane nic, co by výrazněji znervóznilo trhy a zvedlo rizikovou prémii zase nahoru.

## Polsko

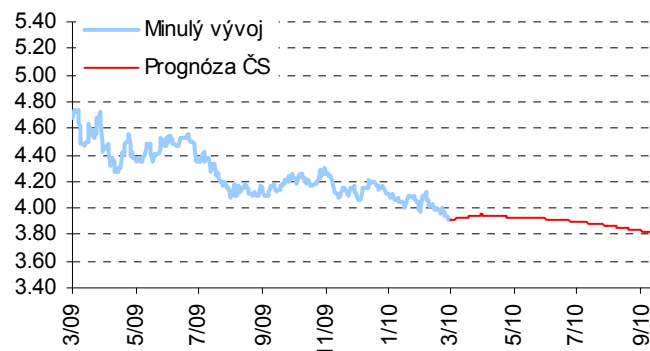
Jana Krajčová, [JKrajcova@csas.cz](mailto:JKrajcova@csas.cz), tel: 224 995 232

### Zlotý láme rekordy, i když ještě může lokálně oslabit, věříme, že pozitivní trend již udrží

V únoru se zlotý po dlouhé době podíval i pod 4,0 za Euro a celkově se udržel v širším pásmu. Zatímco v lednu se pohyboval mezi 4,0 a 4,11, v únoru to bylo mezi 3,94 a 4,12. V průměru tak posílil o 1,4%, ze 4,07 na 4,01. Zdá se tak, že investoři konečně berou v úvahu to, že polská ekonomika se jako jediná v Evropě vyhnula recesi. A my věříme, že tento trend by se již měl udržet. Stále je totiž slabší než před pádem Lehmanů. To, že se stále pohybuje na slabších než fundamentálně odůvodnitelných hodnotách, to, že s vyprcháváním recese lze očekávat návrat zlotého na konvergenční trend (a tudíž další mírné posilování), a navíc ještě to, že polská ekonomika se v minulém roce skutečně vyhnula krizi, by mělo dále zvyšovat atraktivitu zlotého v očích zahraničních investorů. V nadcházejícím období proto čekáme mírně posilující trend. Krátkodobě však existují rizika: nadále lze očekávat výkyvy v obou směrech, jelikož i nálada na trhu je ještě vratká. Hlavní rizikové faktory jsou externí – průběh oživování v EMU (a zejména v Německu) a vývoj situace kolem řeckého dluhu (ale i v ostatních vysoce zadlužených státech EMU). Z domácích faktorů bude celý letošní rok nejdůležitější to, jak výrazně zpomalí trh práce a hlavně, jak na to zareaguje domácí poptávka, jež byla až dosud důležitým

pilířem polské ekonomiky. Jakékoliv špatné zprávy z regionu by tak ještě mohly poslat zlotý na slabší hodnoty. To bychom však využili pro otevření pozice short EURPLN, jelikož věříme v návrat zlotého k posilujícímu trendu. V horizontu šesti měsíců čekáme posílení pod 3,90 za euro. Ke konci roku čekáme 3,70.

EUR/PLN



### Měnová rada prošla výměnou, na postě zůstává jenom guvernér Skrzypek, tendence zůstává neutrální

V souladu s očekáváním (trh byl i tentokrát stoprocentně jednotný) měnová rada ani v únoru sazby nezměnila. Naposledy jsme tak změnu sazeb viděli v červnu, když se snížením o 25pb sazby dostaly na stávajících 3,5%. Navíc od říjnového zasedání je neformální tendence měnové politiky neutrální, což se nezměnilo ani v únoru.

V lednu a únoru prošla celkovou výměnou měnová rada centrální banky, jelikož funkční období devíti z deseti členů končilo. Ve funkci zůstal jenom guvernér Slawomir Skrzypek, jehož funkční období je oproti zbytku rady posunuto (2007-2013). V předchozí radě byli čtyři jestřábi (typicky hlasující pro utaženější politiku), čtyři holubice (typicky hlasující pro uvolněnější politiku) a dva neutrální členové. Guvernér, jehož hlas byl rozhodující v případě vyváženého hlasování, patří mezi holubice. Nová rada vypadá, že by mohla být o trochu více nakloněná na jestřábi stranu. Momentálně to vypadá na 3-4 holubice (Skrzypek, Gilowska, Kamierczak a nakonec Glapinski, jehož poslední výroky jsou méně holubičí, než se původně čekalo, a tudíž by mohl být i neutrální), 4-5 jestřábů (Bratkovski, Rzonca, Winiiecki, Zielinska-Glebocka a Hausner, jehož poslední výroky zase znějí opatrněji, než se původně čekalo, a tudíž by mohl být i neutrální) a jeden neutrální (Chojna-Duch). Poslední zasedání již probíhalo v nové sestavě, ale ani výroky členů po zasedání nenaznačily mnoho nového. Ozývají se jak hlasy pro rychlejší začátek zvedání sazeb (překvapivě i holubičí Slawomir Skrzypek již opakovaně naznačil, že čas, kdy se bude muset začít přemýšlet o zvedání sazeb, se blíží, jelikož měnová politika musí brát v úvahu budoucnost), tak hlasy pro opatrnější vyčkávání (první hike až později v druhé polovině roku). V každém případě to vypadá, že ještě pár měsíců zůstanou sazby beze změny. Pokud nepříjde další vlna ekonomického zpomalování, první hike (25pb) by mohla centrální banka dodat kolen poloviny roku. Slabší inflační výhled, případně horší data z reálné ekonomiky by pak mohly znamenat odsunutí utahování na později (stále však, dle nás, v tomto roku).

### Inflační výhled a růst podporují začátek utahování sazeb

Centrální banka po svém posledním zasedání zveřejnila i novou prognózu. Oproti té předchozí čeká o něco lepší růst a mírně vyšší inflaci. S 50ti procentní pravděpodobností by

v letošním roce měla ekonomika přidat 2,1-4,1%, přičemž inflace by měla být mezi 1,3-2,2%. V příštím roce by pak měla ekonomika přidat mezi 1,8 až 4,0% a inflace by měla být mezi 1,7 až 3,1%. Momentálně je sice inflace nadále na zvýšené úrovni, v nadcházejících měsících by již však měla zvolnit, a to díky vysokému základu z minulého roku. Tato trajektorie se v zásadě shoduje i s naší prognózou. Průměr pro tento rok čekáme na 2,4%, pro příští na 2,8%. V druhé polovině tohoto roku by již inflace měla začít růst, pod vlivem pomalého ožívování. Co se týče růstu, naše prognóza počítá s 2,2% letos a 3,2% příští rok.

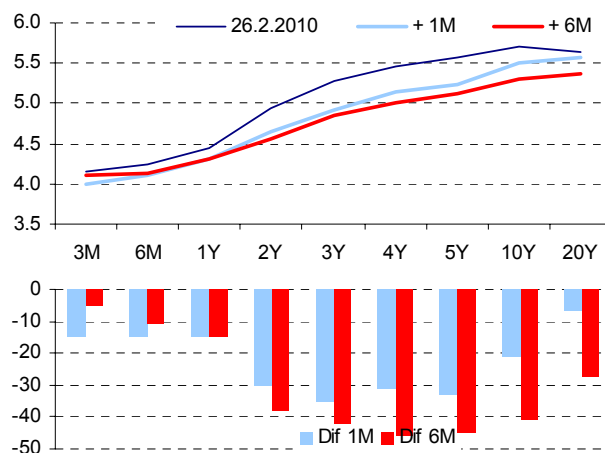
Statistický úřad již zveřejnil data za loňský rok. Celoročně polská ekonomika přidala 1,7% r/r. Pozitivně překvapil čtvrtý kvartál, kdy ekonomika přidala 1,2% q/q a 2,8% r/r. Růst byl tažen hlavně silnějším zahraničním obchodem (čistý export byl loni výrazně silnější než po jiné roky, a to obecně kvůli většímu prvotnímu propadu importů než exportů). Jak se dalo očekávat, dynamika spotřeby domácností dále zpomaluje, drží se však nad nulou. Dle nás i v letošním roce bude spotřeba domácností asi nejzranitelnějším místem růstu. Postupně by však efekt oslabující poptávky měl začít být kompenzován růstem zásob. Fixní investice by hlavně v první polovině roku měly zůstat ještě slabé.

### V střednědobém výhledu by výnosová křivka měla klesat pod vlivem klesající rizikové prémie

Za poslední měsíc výnosová křivka mírně klesla. I když v nejbližším období ještě může přetrvávat nervozita na trzích, střednědobě očekáváme další postupné klesání rizikové

prémie, a tudíž pokles celé výnosové křivky. V horizontu 3-4 měsíců by již měl krátký konec pomalu anticipovat pozvolný obrat měnové politiky k utahování, a tudíž by měl začít stoupat nahoru. Zejména na dlouhém konci by měla ještě protichůdně působit klesající riziková prémie. Případné špatné zprávy z vysoce zadlužených zemí, neboli náznaky zdlouhavějšího ožívování, by však držely rizikovou prémii na zvýšené úrovni i nadále a mohly by způsobit alespoň krátkodobé posuny nahoru.

**PL: výnosová křivka (swapy)**



## Česká republika – dlouhodobá makroprognóza

		2007	2008	2009f	2010f	2011f	2012f
Reálný HDP	(meziroční růst v %)	6.1	2.3	-4.0	1.8	2.1	3.1
Spotřeba domácností	(meziroční růst v %)	4.9	3.5	1.6	-0.8	2.2	2.8
Investice	(meziroční růst v %)	10.9	-1.5	-7.4	-3.2	2.3	2.8
Nominální mzdy	(meziroční růst v %)	7.3	8.4	3.0	2.3	3.9	4.6
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)	10.2	3.2	-4.7	-1.6	2.6	3.1
Zpracovatelský průmysl	(meziroční růst v %)	9.2	7.2	-9.0	4.9	5.5	6.9
CPI	(mez. růst v % na konci roku)	5.4	3.6	0.8	1.8	2.8	3.8
Nezaměstnanost*	(%)	6.6	5.4	8.1	9.5	9.3	8.6
Obchodní bilance	(% z HDP)	2.4	1.9	4.0	2.6	1.8	1.6
Přímé zahraniční investice	(mld. USD)	8.0	9.2	0.7	1.7	2.7	3.7
Státní rozpočet	(% z HDP)	-1.9	-0.5	-5.4	-4.0	-3.2	-3.3
Repo sazba	(konec roku)	2.9	3.6	1.3	2.3	3.3	4.3
Krátkodobé úrokové sazby, PRIBOR	(3M, průměr)	3.4	4.2	2.6	2.1	2.6	3.4
Dlouhodobé úrokové sazby, swap	(10 let, průměr)	4.2	4.2	3.7	3.7	3.9	4.1
CZK / USD	(průměr)	20.3	16.8	19.2	17.6	16.6	16.3
CZK / USD	(konec roku)	18.1	19.4	17.3	17.4	15.8	15.3
CZK / EUR	(průměr)	27.8	25.0	26.4	24.9	23.5	22.3
CZK / EUR	(konec roku)	26.4	26.2	25.8	24.0	22.2	20.7

\* od roku 2004 podle nové metody výpočtu

## USA, EMU a Střední Evropa – dlouhodobá makroprognóza

HDP (%)	2008	2009f	2010f	2011f
USA	0.4	-2.5	1.8	2.3
Eurozóna	0.6	-3.9	0.7	1.4
Slovensko	6.4	-5.0	2.6	4.0
Maďarsko	0.6	-6.2	0.3	2.6
Polsko	4.9	1.3	2.2	3.2

Běžný účet (% HDP)	2008	2009f	2010f	2011f
USA	-5.0	-3.2	-2.8	-3.1
Eurozóna	0.2	-0.2	-0.1	-0.1
Slovensko	-6.5	-3.3	-2.6	-3.3
Maďarsko	-7.2	-1.6	-2.0	-2.3
Polsko	-5.0	-2.0	-3.1	-4.8

CPI (% , konec roku)	2008	2009f	2010f	2011f
USA	0.1	2.9	1.6	2.0
Eurozóna	1.6	0.8	1.2	1.5
Slovensko	4.4	0.8	2.8	4.0
Maďarsko	3.5	5.8	2.5	3.1
Polsko	3.3	3.1	2.7	3.2

Rozpočet (% HDP)	2008	2009f	2010f	2011f
USA	-5.0	-12.0	-11.0	-8.0
Eurozóna	-1.5	-6.4	-6.9	-6.5
Slovensko	-2.0	-6.0	-6.0	-4.8
Maďarsko	-3.4	-3.9	-4.0	-3.5
Polsko	-2.2	-5.1	-6.2	-4.1

Zdroj: Česká spořitelna, Erste Bank, Slovenská sporiteľňa

## Sazby centrálních bank

	Klíčová sazba (%)	Nejbližší zasedání	Prognóza ČS (bp)	Očekávání trhu (bp)	Poslední změna (bp)	Nejbližší očekávaná změna (bp)
Česká republika	1.00	25.3.2010	0	n/a	-25 / XII-09	+25/2Q10
USA	0.0-0.25	16.3.2010	0	0	-75 / XII-08	+25/3Q10
Eurozóna	1.00	4.3.2010	0	0	-25 / V-09	+25/4Q10
Maďarsko	5.75	29.3.2010	-25	n/a	-25 /II-10	--
Polsko	3.50	31.3.2010	0	n/a	-25 / VI-09	+25/1H10

## Kalendář makro dat

	období	datum	čas zveřejnění	Prognóza ČS/ERStE*	minulá hodnota
<b>Česká republika</b>					
Obchodní bilance (mld. Kč)	1/2010	8.3.	9:00	<b>11.6</b>	2.8
CPI Inlace (% meziměsíčně)	2/2010	9.3.	9:00	<b>0.1%</b>	1.2%
CPI Inlace (% meziročně)	2/2010	9.3.	9:00	<b>0.6%</b>	0.7%
Nezaměstnanost (nová, %)	2/2010	9.3.	9:00	<b>9.8%</b>	9.8%
Průmyslová výroba (% meziročně)	1/2010	9.3.	9:00	<b>3.9%</b>	1.8%
PPI Inlace (meziměsíčně)	2/2010	15.3.	9:00	<b>0.2%</b>	0.5%
PPI Inlace (meziročně)	2/2010	15.3.	9:00	<b>-1.6%</b>	-1.5%
Běžný účet	1/2010	12.3.	10:00	<b>1,7 mld. Kč</b>	-11,32 mld. Kč
Maloobchodní prodeje (meziročně)	1/2010	16.3.	9:00	<b>-5.9%</b>	-1.9%
<b>USA</b>					
Nově vytvořená pracovní místa	2/2010	5.3.	14:30	<b>-53000</b>	-20000
Obchodní bilance	1/2010	11.3.	14:30	<b>-40,3 mld. USD</b>	-40,2 mld. USD
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	2/2010	12.3.	14:30	<b>0.2%</b>	0.5%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	2/2010	15.3.	15:15	<b>0.4%</b>	0.9%
Využití průmyslových kapacit	2/2010	15.3.	15:15	<b>72.3%</b>	72.6%
PPI (meziměsíčně)	2/2010	17.3.	14:30		1.4%
CPI (meziměsíčně)	2/2010	18.3.	14:30		0.2%
Předstihové indikátory	2/2010	18.3.	16:00		0.3%
Philadelphia Fed	3/2010	18.3.	16:00		17.6
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	2/2010	24.3.	14:30		3.0%
Prodeje nových domů	2/2010	24.3.	16:00		309000
Prodeje existujících domů	2/2010	23.3.	16:00		5,05 mil.
Osobní příjmy	2/2010	29.3.	14:30		0.1%
Osobní výdaje	2/2010	29.3.	14:30		0.5%
Spotřebitelská důvěra	3/2010	30.3.	16:00		46.0
<b>EU</b>					
EMU: CPI (meziročně)	2/2010	16.3.	11:00		1.0%
ZEW	3/2010	16.3.	11:00		45.1
GE: IFO	3/2010	24.3.	10:00		95.2
EMU: M3 (meziročně)	2/2010	25.3.	10:00		0.1%
<b>Maďarsko</b>					
CPI (meziročně)	2/2010	11.3.	9:00	<b>6.0%</b>	6.4%
PPI (meziročně)	2/2010	30.3.	9:00	<b>-3.2%</b>	-0.6%
Průměrná mzda (meziročně)	1/2010	19.3.	9:00		0.0%
Průmyslová výroba (meziročně)	1/2010	17.3.	9:00	<b>-1.6%</b>	
Maloobchodní prodeje (meziročně)	1/2010	23.3.	9:00	<b>-7.8%</b>	-7.4%
<b>Polsko</b>					
CPI (meziročně)	2/2010	15.3.	14:00	<b>3.0%</b>	3.6%
PPI (meziročně)	2/2010	17.3.	14:00	<b>-1.9%</b>	0.2%
Průměrná mzda (meziročně)	2/2010	16.3.	14:00	<b>3.2%</b>	0.5%
Průmyslová výroba (meziročně)	2/2010	17.3.	14:00	<b>12.3%</b>	8.5%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	2/2010	22.-29.3.		<b>5.3%</b>	2.5%

(\*) pozn.: Kromě USA a EU, u těchto zemí se jedná o konsensus trhu.

## KONTAKTY

[HTTP://WWW.CSAS.CZ/ANALYZA](http://www.csas.cz/analiza)

### Odbor Ekonomické a strategické analýzy

Ředitel odboru, Hlavní ekonom	<b>David Navrátil</b>	+420/224 995 439	dnavratil@csas.cz
Makro tým (Střední Evropa)	Jana Krajčová	+420/224 995 232	jkrajcova@csas.cz
Makro tým (ČR)	Martin Lobotka	+420/224 995 192	mlobotka@csas.cz
Makro tým (USA, EMU)	Luboš Mokráš	+420/224 995 456	lmokras@csas.cz
Akciový tým (CEE Real Estate, ČEZ)	Petr Bártek	+420/224 995 227	pbartek@csas.cz
Akciový tým (ČR, CEE Oil & gas, CEE Media)	Radim Kramule	+420/224 995 213	rkrumule@csas.cz
Akciový tým (ČR)	Václav Kmínek	+420/224 995 289	vkminek@csas.cz
Akciový tým (Market analyst)	Martin Krajhanzl	+420/224 995 434	mkrajhanzl@csas.cz

### Úsek Finanční trhy – prodej a obchodování

Ředitel úseku	<b>Petr Witowski</b>	+420/224 995 800	pwitowski@csas.cz
<b>Oddělení Debt Capital markets - ředitel</b>	<b>Robert Novotný</b>	+420/224 995 148	rnovotny@csas.cz
	<b>Tomáš Černý</b>	+420/224 995 197	tcerny@csas.cz
	Alice Racková	+420/224 995 197	arackova@csas.cz
	Martin Chudoba	+420/224 995 138	mchudoba@csas.cz
<b>Odbor Obchody treasury – ředitel odboru</b>	<b>Libor Vošický</b>	+420/224 995 592	lvosicky@csas.cz
<b>Odbor Obchody na kapitálových trzích – ředitel odboru</b>	<b>Ondřej Čech</b>	+420/224 995 577	ocech@csas.cz
<b>Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty– ředitel odboru</b>	<b>Viktor Kotlán</b>	+420/224 995 217	vkotlan@csas.cz
<b>Odbor Proprietary trading</b>	<b>Robert Novotný</b>	+420/224 995 417	rnovotny@csas.cz

### Úsek Investiční bankovnictví

Ředitel úseku	<b>Jan Brabec</b>	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
<b>Oddělení Private Equity a Venture Capital</b>	<b>František Havrda</b>	+420/224 995 836	fhavrda@csas.cz
<b>Oddělení korespondenční bankovnictví– ředitel</b>	<b>Barbora Procházková</b>	+420/224 995 338	bprochazkova@csas.cz
<b>Odbor Finanční instituce – ředitel odboru</b>	<b>Pavel Břiza</b>	+420/224 995 176	pbriza@csas.cz
<b>Odbor Primární emise – ředitel odboru</b>	<b>Antonín Piskáček</b>	+420/224 995 810	apiskacek@csas.cz
	Hanna Zikmundová	+420/224 995 259	hzikmundova@csas.cz
<b>M&amp;A</b>	<b>Frank Nosek</b>	+420/224 995 231	Frank.Nosek@erste-cf.com
	<b>Jan Vrátník</b>	+420/224 995 211	jan.vratnik@erste-cf.com

### Erste Bank Vídeň – CEE Equity

Head of Group Research	<b>Friedrich Mostböck</b>	+43 501 00 119 02	friedrich.mostboeck@erstebank.at
Co-Head of CEE Equities	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	henning.esskuchen@erstebank.at
Co-Head of CEE Equities	Guenther Artner	+43 501 00 115 23	guenther.artner@erstebank.at
akcie – sektor stavebnictví a ocel	Franz Hoerl	+43 501 00 18 506	Franz.hoerl@csas.cz
akcie – sektor bankovnictví	Guenther Hohberger	+43 501 00 173 54	guenther.hohberger@erstebank.at
akcie – sektor bankovnictví	Gernot Jany	+43 501 00 119 03	Cernot.jany@erstebank.at
akcie – sektor telekomunikace	Thomas Unger	+43 501 00 17 344	Thomas.unger@erstebank.com
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+43 501 00 17 343	Vladimira.urbankova@erstebank.at
akcie – sektor IT	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	daniel.lion@erstebank.at
akcie – sektor strojírenství	Gerald Walek, CFA	+43 501 00 163 60	gerald.walek@erstebank.at
akcie – sektor pojišťovnictví	Christoph Schultes	+43 501 00 163 14	christoph.schultes@erstebank.at
akcie – sektor doprava	Martina Pasching	+43 501 00 11 913	martina.pasching@erstebank.at

### Erste Bank Vídeň –Macro/Fixed Income

Head of Macro/ Fixed Income Research	Gudrun Egger	+43 501 00 119 09	Gudrun.Egger@erstebank.at
Co-Head of CEE Fixed Income Research	Rainer Singer	+43 501 00 111 85	rainer.singer@erstebank.at
Co-Head of CEE Fixed Income Research	Juraj Kotian	+43 501 00 173 57	juraj.kotian@erstebank.at

### Brokerjet

On-line obchodování s CP	+420 224 995 777	www.brokerjet.cz
--------------------------	------------------	------------------