

# Měsíční strategie – dluhopisy a měny

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

5.8.2010

Instrument	Úroveň z 30.7.2010	Prognóza 1 měsíc	Prognóza 6 měsíců	
<b>ČESKÁ REPUBLIKA</b>				
<b>CZK/EUR</b>	24,7	↘	25,0 →	24,7
<b>3M Pribor</b>	1,23	↘	1,18 ↘	1,15
<b>2Y</b>	1,65	↗	1,71 ↑	2,05
<b>10Y</b>	2,81	↗	2,89 →	2,72
<p>Koruna se sesunula příliš nízkou (24,60), uklidnění situace kolem jihu Evropy, dobrá data z Evropy a slabší data z USA a specificky česká atraktivnost (nízké dluhy v rámci regionu, nová vláda) způsobily, že koruna předbíhá zhruba o půlroku svou dobu. Nemysleme si, že tato síla vydrží, čekáme ještě návrat nad 25, posílení po 25 je rozumné až za několik měsíců. Z českého makra žádné náznaky výraznějšího zpomalení nevidíme, druhá polovina roku ale bude slabší než 2Q/10 – další recesi ale určitě nečekáme. Fiskální konsolidace v roce 2011 sníží růst a hlavně udrží sazby nízkou, opatrná ČNB jistě nebude proti. Na české bondy jsme po vyjádření Kalouska (emise na krátkém konci, dolarová nebo eurová emise) neutrální.</p>				
<b>USA</b>				
<b>USD/EUR</b>	1,32	→	1,33 ↗	1,28
<b>3M Libor</b>	0,44	↑	0,50 ↑	0,80
<b>2Y swap</b>	0,73	↑	0,85 ↑	1,30
<b>10Y swap</b>	2,92	↗	3,10 ↑	3,60
<p>Zpomalení oživení v USA vede část trhu k obavám z možného návratu recese (scénář „W“). Podle nás jsou tyto obavy přehnané. Počítáme s poměrně výrazným zpomalením růstu ekonomiky ve druhém pololetí, ale ne s jeho poklesem. Hlavní příčinou zpomalení by měla být slabší poptávka domácností způsobená nedostatečným růstem příjmů a držení relativně vysoké míry úspor. Nečekáme však pokles spotřeby domácností. Výnosy dluhopisů by se měly v horizontu měsíce držet nízkou, v půlročním horizontu hrozí jejich výrazný růst. Trend dolaru otočil a v měsíčním horizontu hrozí další oslabení v půlročním horizontu spíše počítáme s návratem na silnější úroveň.</p>				
<b>EUROZÓNA</b>				
<b>3M Euribor</b>	0,90	↑	0,95 ↑	1,00
<b>2Y swap</b>	1,42	↗	1,55 ↑	2,00
<b>10Y swap</b>	2,97	↗	3,10 ↑	3,55
<p>Panika kolem zadlužení některých států EU se do značné míry zklidnila navíc se hospodářství EU celkem daří, i když současná dobrá výkonnost nevypadá udržitelně. Inflation je stále velmi nízká a měla by taková zůstat i ve střednědobém horizontu. Výnosy benchmarkových dluhopisů by měly zůstat v nejbližších měsících nízkou, v půlročním horizontu stejně jako v USA hrozí výrazný růst.</p>				
<b>MAĎARSKO</b>				
<b>HUF/EUR</b>	280,9	→	280,1 ↗	266,0
<b>3M Bubor</b>	5,32	↑	5,53 ↑	5,78
<b>3Y</b>	6,33	↗	6,52 ↗	6,61
<b>10Y</b>	6,63	→	6,72 →	6,78
<p>Přerušení jednání s MMF a EK vedlo k zvýšenému tlaku vůči forintu. Navíc, Viktor Orbán naznačil, že dohoda s MMF je pro Maďarsko druhořadá, jeho vláda však bude usilovat o dohodu s EK – tam však požaduje rovnocenný přístup ke všem provinilcům v oblasti veřejných financí. Absence záchranného balíčku od MMF bude znamenat vyšší citlivost na externí šoky, a trh tudíž může požadovat vyšší rizikovou prémii. Proto u forintu lze čekat zvýšenou volatilitu a pohyb koleb slabších úrovní. Ze stejných důvodů lze čekat i vyšší výnosy.</p>				
<b>POLSKO</b>				
<b>PLN/EUR</b>	3,98	→	3,97 ↑	3,69
<b>3M Wibor</b>	3,81	↘	3,78 ↑	4,45
<b>2Y</b>	4,66	↓	4,52 ↗	4,91
<b>10Y</b>	5,33	→	5,30 →	5,42
<p>Zlotý v červenci reagoval zejména na externí události a konkrétně i vývoj v Maďarsku. Konec měsíce přinesl jisté upokojení trhů, ke kterému přispěly i dobré výsledky zátěžových testů, což umožnilo návrat zlotého k hodnotám kolem 4,0. Tam se zloták nepodíval od poloviny května. Centrální banka v červenci nezasadala, v srpnu čekáme sazby beze změny. Ani v naší nové prognóze, která díky silnějšímu průmyslu a vyšší poptávce domácností maluje vyšší růst (3,2% pro 2010 a 3,8% pro 2011), náš výhled na sazby neměníme: první hike koncem 3Q, pak možná ještě jeden, pokud to ekonomická situace dovolí. Očekávání zvedání sazeb bude tlačit hlavně krátký konec křivky nahoru.</p>				

Poznámka: Směry ukazují rozsah změny daného indikátoru vzhledem k minulému stavu 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 minulých volatilit (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.

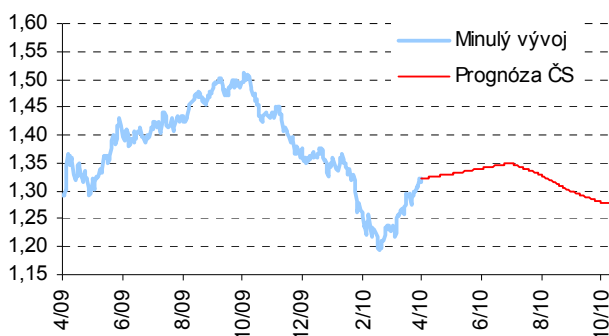
## USA

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

### Růst ekonomiky ve druhém čtvrtletí zřetelně zpomalil

Data o vývoji hrubého domácího produktu za druhé čtvrtletí ukázala výrazné zpomalení proti (výrazně nahoru) revidovaným údajům za první čtvrtletí. Hlavním důvodem zpomalení byl výrazný negativních příspěvek čistých exportů. Způsoben byl pravděpodobně kombinací silného dolaru, který brzdil exportní výkonnost ekonomiky, a solidního růstu prodeje spotřebního zboží dlouhodobé spotřeby, které je hodně importováno. Růst spotřeby domácností zpomalil mírně, právě hlavně díky nákupům zboží dlouhodobé spotřeby. Rychloobrátkové zboží a služby rostly pouze velmi mírně. Tento trend by měl pokračovat zvýšenou měrou ve druhém pololetí, kdy by kombinace slabého růstu příjmů, stále vysoké nezaměstnanosti a stále zhoršené dostupnosti úvěrů měla tempo růstu spotřeby domácností dále brzdit. Nejlépe se dařilo investicím. Částečně jim pomohl ještě dobíhající cyklus doplňování zásob, většina přírůstku ovšem byla z investic do strojů, zařízení a softwaru a po delší době a prudkých propadech byl pozitivní i příspěvek komerčních nemovitostí. Díky dobíhajícímu stimulu pro prvokupce pozitivně přispěly i rezidenční nemovitosti. Fixní investice by měly podpořit HDP i ve druhém pololetí. Nepůjde ani tak o rozšiřování výrobních kapacit jako spíše o obnovu opotřebovaných zařízení a zavádění technologických vylepšení. Menší by měl být negativní příspěvek od čistého zahraničního obchodu. Jednak se obrátil vývoj kurzu dolaru a jednak lze čekat slabší spotřebitelskou poptávku, a tedy nižší dovozy spotřebního zboží. Právě očekávané zeslábnutí poptávky domácností, signalizované například červnovými údaji, by mělo být hlavní brzdou růstu HDP ve druhém pololetí. Pesimismus části investorské komunity, počítající s realizací scénáře „W“, tj. druhým kolem recese, je však podle našeho názoru přehnaný. Pokud nedojde k nějakému nečekanému šoku (například obnovu poklesu cen nemovitostí), mělo by dojít pouze ke zpomalení růstu, nikoliv poklesu HDP.

### EUR/USD

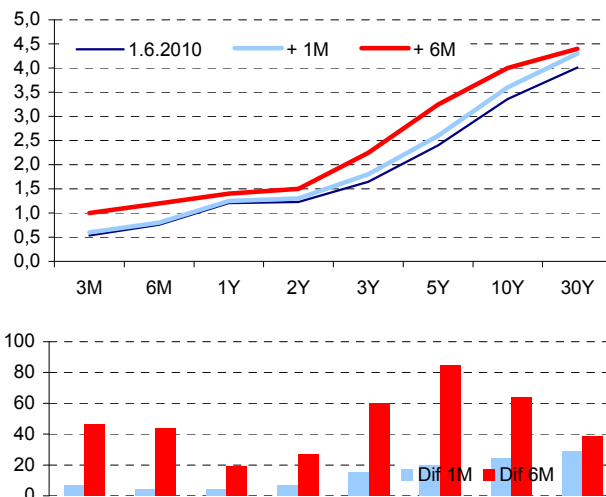


### Začínají se objevovat spekulace o obnovení kvantitativního uvolňování

Kombinace velmi nízké inflace (za červen rostla meziročně o +1,1% celkově a +0,9% jádrová) a slabnouceho růstu ekonomiky vedou ke spekulacím o možném rozšíření měnové stimulace. Představitelé Fedu sice připouštějí, že výkonnost ekonomiky není dobrá a že její největší slabina, již je trh práce, jen tak lehce nezmizí, ale zároveň se ve většině případů vyjadřují k možnosti obnovení kvantitativního uvolňování zdrženlivě. Je to celkem logické, protože jde o zbraň nejtěžšího kalibru, pro skutečně krizové situace, tedy například pro případ, že by USA opět sklouzly do recese nebo kdyby hrozil deflačně-stagnační scénář japonského „ztraceného desetiletí“. Dalším důvodem proti použití kvantitativního

uvolňování je velmi nízká úroveň výnosů státních dluhopisů. Fed si tento nástroj může šetřit pro případ destabilizace trhu při panice kolem zadlužení USA. Lze tedy čekat, že zatím se Fed spokojí s opakovaním ujištění o držení velmi nízkých sazeb po dlouhou dobu.

### US: výnosová křivka (swapy)



### Výnos desetiletého státního dluhopisu se drží pod 3,0%

O extrémní úrovni pesimismu investorů svědčí vývoj na dluhopisovém trhu. Výnos dvouletého státního dluhopisu se drží v klesajícím trendu a v červenci se dostal pod 0,6% (!). Výnos dvouletého japonského státního dluhopisu je ještě nižší (pod 0,2%). Reálně však oba „vynáší“ aktuálně zhruba -0,5%. Investoři tedy vědomě (nejsou důvody čekat výraznější růst inflace, v USA hrozí její další pokles a v Japonsku hrozí setrvalá deflace) ztrácejí. Jediným vysvětlením je, že se obávají, že pokud budou držet svoje prostředky v méně bezpečných aktivech, ztratí mnohem více. Výnos desetiletého státního dluhopisu se drží pod 3%, pro srovnání japonský je v klesajícím trendu těsně nad 1%. Výnos japonského desetiletého dluhopisu je tak nejnižší od roku 2003, kdy klesl až na 0,5% kvůli obavám z globální deflace. Pro několik nejbližších měsíců je pravděpodobná stagnace až velmi mírný pokles výnosů. V delším období je vysoce pravděpodobný výrazný růst (vycházíme z našeho základního scénáře vývoje hospodářství, který počítá se zpomalením ekonomiky, ne s recesí, a nepočítá s výraznější deflací).

### Trend se opět otočil, dolar oslabil nad 1,30 k euru

V průběhu července došlo k jednoznačnému upevnění trendu k oslabení dolaru, který se začal formovat už v průběhu června. Důvodem tohoto prudkého obratu byl zásadní obrat v sentimentu investorů. Z jejich hledáčku zdá se úplně zmizely problémy některých států EU se státními dluhy, zato se pozornost naplno soustředila na slabší výkonnost americké ekonomiky. Euro pak bylo podpořeno poněkud lepší než očekávanou výkonností některých velkých evropských ekonomik (především Německa), danou především silnými exporty. Pro měsíční až tříměsíční horizont je pravděpodobné pokračování tlaku proti dolaru. Základní tendence ke slabší ekonomice USA by se měla udržet, evropský vývoz by ještě neměl být negativně ovlivněn opětovným posílením eura. Rizikem je možná komplikace kolem zadlužení v EU, která by opět otřásla důvěrou v euro. V delším horizontu by se podle nás mělo ukázat, že aktuální pohled trhu na americkou ekonomiku je příliš pesimistický, stejně jako pohled na

hospodářství EU příliš optimistický. To by mělo vést ke korekci a částečnému a dočasnému posílení dolaru zpět pod 1,30.

## EMU

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

### Stav a perspektiva vývoje státních financí některých členů EMU momentálně „zmizely z radaru“ trhů

Stejně rychle jako vypukla panika (původně kolem zadlužení Řecka, rozšířila se i na další státy), tak přišlo uklidnění. To ovšem může být jen klamavé to, že se momentálně investorská komunita vzrušuje jinými problémy (momentálně nejvíce zpomalením rychlosti oživení v USA), neznamená, že je a bude se státními financemi v EU vše v pořádku. Zatímni vývoj snah o konsolidaci státních financí je relativně pozitivní, k tomu, aby se dal problém považovat jen za byť částečně vyřešený, je však ještě velmi daleko. Vrtkavá nálada trhu se tak kdykoliv může znovu obrátit proti zadluženým státům. Vnější příznakem uklidňování situace je zejména vývoj CDS (credit default swap) spreadů – řecký klesl z maxima 1040 bp. Na současných 630 bp. Ovšem před začátkem paniky (na konci minulého roku) byl na 280 bp., takže ještě pořád má hodně co dohánět.

### Spotřeba domácností v EU zůstává slabá

Evropským ekonomikám se v posledních měsících daří překvapivě dobře, velkou otázkou zůstává udržitelnost tohoto relativně dobrého stavu. Pro pochybnosti o udržitelnosti rychlejšího růstu existuje několik důvodů. Prvním je celoevropská fiskální konsolidace vyvolaná výše zmíněnou panikou. Z dlouhodobého hlediska jde o jednoznačně správný směr, otázkou je, zda je voleno správné časování a tempo rozpočtové konsolidace. Dalším problémem je, zda se udrží síla globální poptávky. USA i Čína zpomalují, navíc se na silné úrovni vrací kurz eura. Už tak nemastná neslaná poptávka domácností bude pravděpodobně negativně ovlivněna rozpočtovými úsporami. Shrnutí: stejně jako je podle nás trh momentálně příliš pesimistický na USA, je poněkud příliš optimistický na EU.

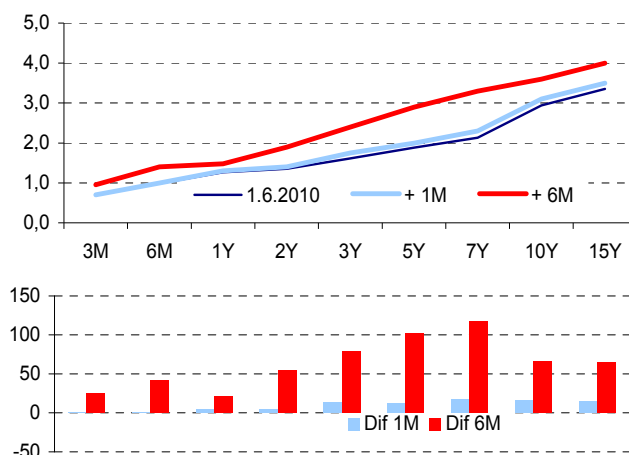
### ECB může na uklidnění situace reagovat postupným odstraněním opatření na podporu trhu

V době vrcholící paniky kolem státního zadlužení v EU byla ECB přinucena obnovit některá opatření na stabilizaci finančního trhu. Dá se očekávat, že kombinace stabilizace nálady na trhu a normalizace jeho fungování a momentálně solidní výkonnosti hospodářství EU umožní ECB poměrně rychle odstranění této podpory. Existuje určité riziko, že by ECB mohla začít být nezdravě optimistická a mohla by začít naznačovat blížící se začátek utahování měnové politiky. Podle nás by to bylo předčasné: inflace je pod kontrolou, střednědobě hrozí spíše mírná deflace a růst ekonomiky podle nás nestojí na pevných základech.

### Výnosy benchmarkových dluhopisů se stále drží blízko k historickým minimům

Positivnější pohled investorů na evropské ekonomiky vedl ke krátké korekci na dlouhém konci výnosové křivky (růst desetiletého výnosu na 2,77%), ale na začátku srpna se výnos desetiletého dluhopisu opět propadl k 2,6%. Krátký konec signalizuje uvolnění paniky zřetelněji. Dvouletý výnos se z 0,45% zvedl na 0,85% a poté klesl jen na 0,75%. Pravděpodobné odstranění opatření na podporu trhu ze strany ECB může vést k ještě dalšímu mírnému poklesu výnosů. V horizontu šesti měsíců by se měla situace postupně normalizovat, což znamená zřetelný posun výnosové křivky nahoru, obzvláště zřetelný by měl být na jejím dlouhém konci.

### EMU: výnosová křivka (swapy)



## Česká republika

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

### Druhý kvartál na dlouhou dobu nejrychlejší, další recesi nečekáme

Druhý kvartál skončil úspěšně – data naznačují mezikvartální růst HDP, který jen tak lehce v dalších 2 letech překonán nebude (cca 0,9-1% q/q, předběžně, protože ještě nejsou všechna data), klesla nezaměstnanost. Zatímco ze Spojených států se začínají trousit data, která naznačují zpomalení (což je v souladu s naším očekáváním), Evropa (tedy její sever) díky poptávce v rychle rostoucích zemích Asie a Ameriky pokračuje v nezpomaleném ožívání. Z toho profitují zejména silně exportní země (Německo) a skrze ně pak i my. Proto jsou i na konci druhého a začátku třetího kvartálu předstihové indikátory z Německa stále výborné (ISM nad 60, IFO indexy solidní). Toto však také nebude trvat věčně – již teď pozorujeme znaky zpomalování například v Brazílii nebo v Číně, kvůli hrozbě přehřátí zvyšují sazby s cílem zpomalit ekonomiky i další země (Indie). Žádnou další recesi v ČR ale nečekáme – a to ani v případě fiskální konsolidace, v rámci které chce ministr financí Kalousek v roce 2011 ušetřit cca 60 mld. korun a deficit rozpočtu snížit někde k 140 mld. To růst srazí na cca 1,7% v roce 2011.

Data za poslední měsíc potvrzují pokračující ožívání – první malé náznaky snižující se dynamiky zaznamenáváme až v červenci, kdy se mírně snížilo české ISM (o 0,8 bodu), stále však zůstává daleko nad hranicí oddělující expanzi od kontrakce. Inflace zůstává stále v pohodě, postupně se ale díky bazickému efektu zvedne ke 2%, poptávková však stále zůstává pod nulou.

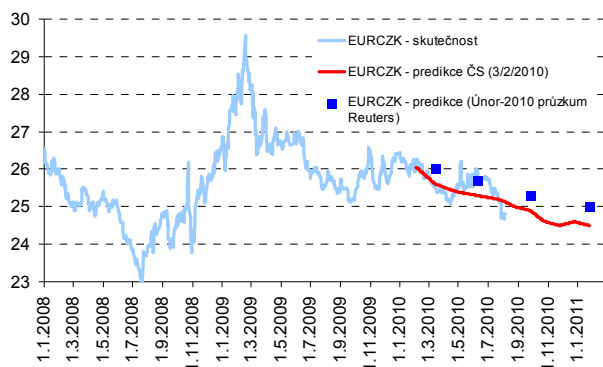
### Koruna v červenci abnormálně silná, předbíhá budoucnost zhruba za půl roku

Koruna zažila zajímavý měsíc. Zhruba za půl roku dřív než jsme čekali, se koncem července a začátkem srpna dostala pod 25 korun za euro, sáhla si až na 24,60. Ač rozumíme tomu, proč se investorům koruna líbí (vláda, která chce konsolidovat, solidní makro v rámci regionu, profitování z ožívání světového obchodu, žádné zásadní nerovnováhy, uklidnění situace kolem jihu Evropy, solidní data z Evropy a slabší data z USA), toto posílení přišlo příliš brzy a ČNB (a ani

nám) se nelíbí. Není to sice žádná katastrofa, ale vzhledem k tomu, jakou má momentálně oživování strukturu (vývoz), není potřeba zbytečně věci lámat přes koleno. Obavou zde je, že se může opakovat léto 2008 – t.j., že koruna posílí na úplně nesmyslné hodnoty (řekněme k 24 nebo i pod), a to už by bylo skutečně špatně.

My nečekáme, že koruna tyto hodnoty udrží – dle nás se v nejbližších měsících vrátí ještě nad 25 (pokud se nestane nějaká katastrofa typu krachu některé země, nečekáme ale oslabení přes 26), posílení pod tuto hranici bude rozumné a odůvodnitelné až zhruba za půl roku. Posílení bude napomáhat i případné zlepšení ratingu (o tom, že k tomu může dojít, se vyjádřilo už Moody's), trendově pak zejména pokračující konvergence. Česká republika totiž i ve druhé polovině roku 2010 a pak i v letech 2011 a 2012 bude růst rychleji než průměr EMU. Neměníme tak náš výhled z února letošního roku.

## EUR/CZK – únorová předpověď stále platná



## Dlouhé sazby znovu pod 4% pod vlivem nižší domácí emise, jsme na bondy neutrální

Dlouhé sazby znovu propadly výrazně pod 4%, začátkem srpna se dostaly až na 3,80%. A to vše i navzdory tomu, že ve druhé polovině letošního roku musí MinFin emitovat velké objemy k pokrytí svých finančních potřeb (v první polovině roku totiž pokrylo Ministerstvo financí jenom cca 35% svých potřeb).

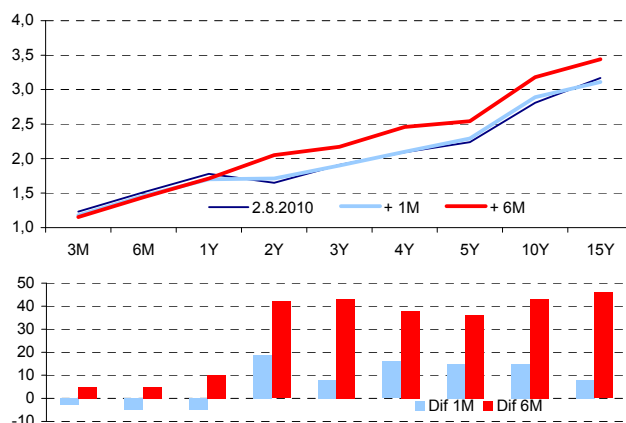
Problémem je ale to, že nový ministr financí M. Kalousek naznačil, že se nebude emitovat dlouhý dluh, ale že se

a) více může emitovat na kratším konci (průměrná splatnost českého dluhu se MinFin-u zdá dostatečná)

b) - pokud to dovolí podmínky - bude emitovat v zahraničí (eura nebo dolary), zazněly úvahy o soukromé emisí.

K tomu si přidejte možné přehodnocení ratingu České republiky. To vše tlačí na pokles sazeb na dlouhém konci. My jsme již zhruba před měsícem změnili náš výhled z negativního postoje na neutrální, pokud skutečně Ministerstvo financí zvolí strategie emise na krátkém konci a v zahraničí a tímto způsobem pokryje své potřeby, bude to negativní pro domácí výnosy. Pokud ale, naopak, MinFin bude emitovat více doma nebo pokud znovu vzroste nervozita, dočkáme se poměrně rychlého růstu výnosů zpátky nad 4%.

## CZ: výnosová křivka (swapy)



## Maďarsko

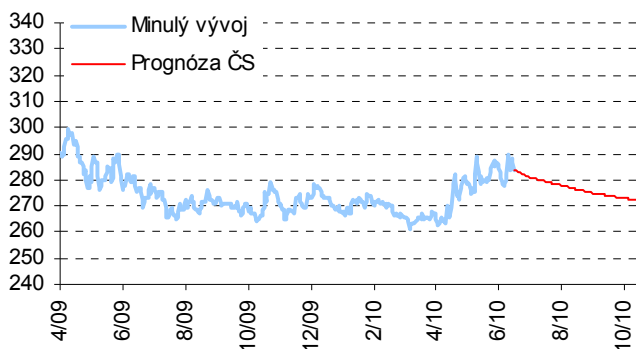
Jana Krajčová, [JKrajcova@csas.cz](mailto:JKrajcova@csas.cz), tel: 224 995 232

### Proti forintu působilo předčasné ukončení vyjednávání s MMF+EK a další vlna obav o maďarské veřejné finance

I v červenci se Maďarům podařilo hnout trhem. Poté, co delegace MMF a EK předčasně ukončila jednání s maďarskou vládou kvůli dočerpání balíčku finanční pomoci, výrazně oslabil nejenom forint, ale i ostatní měny v regionu (kromě kačky). Forint se vrátil do pásma nad 280. Delegaci se nelíbilo, jakým způsobem hodlá Maďarsko udržet deficit rozpočtu na plánu (letos:3,8%) – přílišná závislost příjmové strany na speciální bankovní dani totiž přináší nejistoty jednak pro samotný rozpočet (je otázkou, jestli se podaří vybrat tolik, kolik vláda potřebuje, a to zejména příští rok) a jednak může v konečném důsledku omezit dostupnost úvěrů, a tak ohrozit růst maďarské ekonomiky a i ochotu investorů investovat v Maďarsku. Parlament dle očekávání bankovní daň (spolu se zbytkem ekonomického balíčku nové vlády, včetně zákazu poskytovat půjčky v cizích měnách, omezení mezd ve veřejném sektoru či snížení daňového zatížení menších podniků) schválil a Viktor Orbán pak prohlásil, že další vyjednávání s MMF momentálně nejsou prioritou a že Maďarsko bude jenom usilovat o dohodu s EU. Ani ta by však neměla řešit Maďarský problém odděleně od ostatních zemí s problematickými rozpočty – Viktor Orbán volá po jednotném přístupu a stejných pravidlech. Trh již však na tyto zprávy moc nereagoval. Je tady však vhodné připomenout, že na podzim jsou v Maďarsku komunální volby, po kterých se i rétorika Viktora Orbána teoreticky může změnit.

Krátce na to však nejdříve Moody's oznámila, že uvažuje o možnosti snížení ratingu a krátce nato agentura S&P snížila rating na BBB- s negativním výhledem (původně stabilní), což vytvořilo další tlak vůči forintu i maďarským výnosům. My si myslíme, že letos by Maďaři s udržení deficitu na 3,8% problém mít neměli, co se týče plánu pro příští rok, momentálně to vypadá, že vláda bude hledat způsob, jak aktuálně platných 2,8% alespoň částečně navýšit. Co se týče jednání s MMF, Maďarsko sice momentálně z balíčku čerpat nepotřebuje, absence dohody však zvyšuje budoucí rizika a i zranitelnost Maďarska v případě dalších šoků na finančních trzích. I proto si myslíme, že forint se teď může na slabších úrovních udržet o něco déle, než jsme původně čekali a i volatilita bude zvýšená. Do konce roku však čekáme postupné posílení a návrat k hodnotám kolem 270 vůči euru.

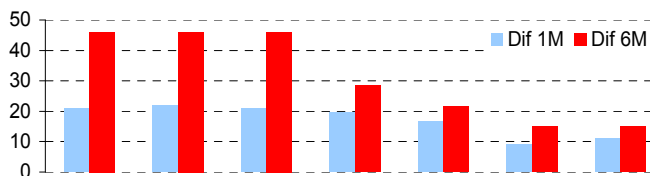
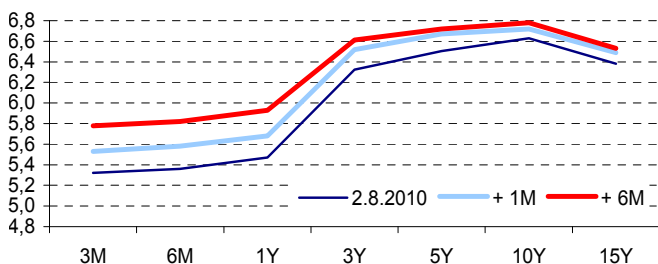
## EUR/HUF



### Sazby beze změny, zvýšená rizika eliminují možnost dalšího cutu

V červenci bylo jasné, že za stávajících podmínek centrální banka sazby nesníží. Spekulovalo se ale, jestli kvůli oslabujícímu forintu naopak sazby nezvedne – což jsme my ani nečekali a ani se tak nakonec nestalo. Centrální banka argumentovala tím, že ani rozsah ani délka trvání oslabení forintu ještě nebyla dostatečná k takovému kroku. Do budoucna však potvrdila, že pokud to bude potřebné, bude měnit EU fondy (=intervenovat) a případně i přistoupí k zvednutí sazeb. Díky vysokému podílu externího dluhu jsou totiž Maďaři na příliš slabý forint poměrně citliví. Kvůli absenci dohody s MMF (a zjevně neochotě vlády dále vyjednávat) vidíme zvýšená rizika pro finanční stabilitu, což dle nás znamená, že sazby již asi níže v Maďarsku nepůjdou. Dle nás nás tak čeká několik měsíců sazeb beze změny s rizikem spíše směrem nahoru (v případě prudkého nárůstu rizikové prémie).

### HU: výnosová křivka (swapy)



### Výnosová křivka nahoru, kvůli zvýšeným rizikům a výhledu sazeb

Ve stínu posledních událostí a menší pravděpodobnosti dohody s MMF lze očekávat vyšší rizikovou prémii podél celé křivky. To by měl trh zpracovávat v nejbližší době. Na krátkém konci se ještě může projevit přehodnocení výhledu sazeb (ještě menší prostor pro další pokles). Zlom může nastat právě na podzim, pokud by Viktor Orbán nakonec hledal a našel

dohodu s MMF, trh by to přijal pozitivně, což by umožnilo pokles rizikové prémie.

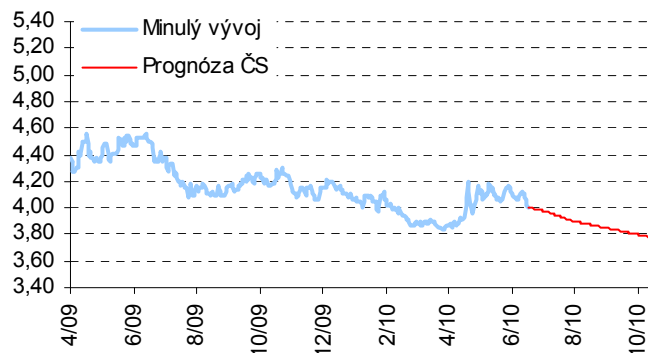
## Polsko

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

### Slabost a zvýšená volatilita zlatého pod vlivem externích faktorů přetrvávala i v červnu.

V samotném Polsku se toho moc v červenci nestalo, a zlatý byl tak i nadále pod taktovkou externích událostí a zejména těch v Maďarsku. Celkově byl však vývoj spíše velice volatilní kolem slabších úrovní z předchozích měsíců. Až ke konci července pak dobré výsledky zátěžových testů a celkové upokojení trhů umožnily okatější posílení zlatého a návrat až k hodnotám kolem 4,0, kam se od poloviny května zloták nepodíval. Jedinou domácí událostí byl relativně pozitivní výsledek prezidentských voleb, když ve druhém kole na začátku července zvítězil dle očekávání Bronislaw Komorowski. I když je to dobrá zpráva, jelikož nominant hlavní koaliční strany by měl přispět k hladšímu přijímaní úsporných opatření (v porovnání s jeho protikandidátem Jaroslawem Kaczynskim), pro trhy zůstala na pozadí externích událostí. Náš výhled se nemění. Postupné uklidňování trhů by mělo umožňovat další posilování zlatého, který by se ke konci roku mohl přiblížit 3,70. Kvůli přetrvávajícím nejistotám však lze čekat i nadále vysokou volatilitu.

## EUR/PLN



### Solidní výkon ekonomiky nechává prostor pro růst sazeb otevřen

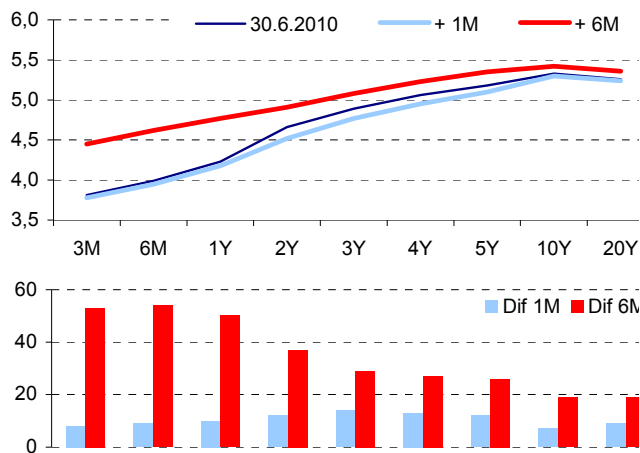
V červnu jsme vydali naši novou čtvrtletní prognózu na Polsko. Hlavní změnou oproti té předchozí je očekávání silnější poptávky domácností, a tudíž i o něco silnějšího růstu ekonomiky. Díky oživení (zejména zpracovatelského) průmyslu je totiž i situace na trhu práce o něco lepší, než jsme původně čekali. Navíc i data za první kvartál ukazují solidní spotřebu domácností. Důležité je, že průmysl táhne nahoru solidní poptávka z Asie, jenž se v Polsku projevuje zejména díky obchodu s Německem, a to je i důvod, proč věříme, že tento pozitivní impuls vydrží a neměl by být tak výrazně ovlivněn ani konsolidačními snahami v Eurozóně. Co se týče dalších složek, náš příběh se nemění: příspěvek čistého exportu by měl být o něco slabší jako loni, stále však pozitivní, hlavní podpora růstu by měla přijít ze strany zásob. Fixní investice budou ještě letos slabé, oživení čekáme až příští rok. Celkově nám to vychází na +3,2% (předtím 2,5%) pro 2010 a +3,8% pro 2011 (předtím 3,3%). I navzdory optimističtější prognóze si však nemyslíme, že by se centrální banka měla hrnout do zvedání sazeb rychleji, než jsme původně čekali. Důvodem jsou přetrvávající obavy o dluh a očekávání fiskální

konsolidace a o něco slabšího růstu v EMU, což budou argumenty proti rychlému utahování. Suma-sumárum, centrální banka by dle nás mohla sazby zvednout koncem třetího/začátkem čtvrtého kvartálu, a pokud to ekonomická situace dovolí, pak ještě jednou před koncem roku, čímž by se klíčová sazba dostala na 4,0%. Na nejbližším srpnovém zasedání by tedy měly sazby zůstat beze změny. V červenci měnová rada nezasedala.

**Očekávání začátku utahování sazeb by mělo tlačit výnosovou křivku nahoru.**

Oproti konci června se výnosy moc nehnuly. Po pozitivních datech z reálné ekonomiky by však měl trh vyhodnotit pravděpodobnost blízkého zvedání sazeb jako vyšší, což by se mohlo projevit zvedáním výnosové křivky. Opačným směrem by zejména na dlouhém konci mohl působit pozvolný pokles rizikové prémie, a to díky pozvolnému opadání nervozity na trzích způsobené obavami o vysoké zadlužení a díky pokračujícím znakům oživení na globálních trzích. V horizontu šesti měsíců se bude projevovat očekávání dalšího zvedání sazeb, což by mělo výnosy, a to hlavně krátký konec, poslat ještě výše.

**PL: výnosová křivka (swapy)**



## Česká republika – dlouhodobá makroprognóza

		2007	2008	2009	2010f	2011f	2012f
Reálný HDP	(meziroční růst v %)	6.1	2.3	-4.0	1.8	1.7	2.8
Spotřeba domácností	(meziroční růst v %)	4.9	3.5	-0.2	-0.1	1.5	1.8
Investice	(meziroční růst v %)	10.9	-1.5	-9.2	-4.3	2.3	2.9
Nominální mzdy	(meziroční růst v %)	7.3	8.4	4.0	2.1	3.5	3.6
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)	10.2	3.2	-4.2	-1.4	2.1	2.1
Zpracovatelský průmysl	(meziroční růst v %)	9.2	7.2	-11.4	5.6	3.0	3.9
CPI	(mez. růst v % na konci roku)	5.4	3.6	1.0	1.8	2.5	2.2
Nezaměstnanost*	(%)	6.6	5.4	8.1	9.1	9.2	9.1
Obchodní bilance	(% z HDP)	85.1	70.9	150.3	145.1	120.4	98.0
Přímé zahraniční investice	(mld. USD)	10.4	6.5	2.7	2.8	4.3	4.4
Státní rozpočet	(% z HDP)	-0.7	-0.5	-5.3	-5.3	-3.9	-3.2
Repo sazba	(konec roku)	3.5	2.5	1.1	1.0	1.8	2.5
Krátkodobé úrokové sazby, PRIBOR	(3M, průměr)	3.1	4.0	2.2	1.3	1.5	2.1
Dlouhodobé úrokové sazby, swap	(10 let, průměr)	4.2	4.2	3.7	3.1	3.3	3.4
CZK / USD	(průměr)	20.3	17.1	19.0	19.5	19.6	17.5
CZK / USD	(konec roku)	18.1	19.4	17.9	19.3	18.2	17.1
CZK / EUR	(průměr)	27.8	25.0	26.4	25.5	24.4	23.5
CZK / EUR	(konec roku)	26.4	26.2	26.1	24.7	24.0	23.1

## USA, EMU a Střední Evropa – dlouhodobá makroprognóza

HDP (%)	2008	2009e	2010f	2011f
USA	0,4	-2,4	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>
Eurozóna	0,6	-4,0	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>
Slovensko	6,4	-4,7	<b>2,6</b>	<b>4,0</b>
Maďarsko	0,6	-6,3	<b>0,3</b>	<b>2,6</b>
Polsko	4,9	1,8	<b>2,5</b>	<b>3,3</b>

CPI (% , konec roku)	2008	2009e	2010f	2011f
USA	0,1	2,7	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>
Eurozóna	1,6	0,8	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>
Slovensko	4,4	0,5	<b>2,0</b>	<b>4,0</b>
Maďarsko	3,5	5,6	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>
Polsko	3,3	3,5	<b>2,5</b>	<b>3,0</b>

Běžný účet (% HDP)	2008	2009e	2010f	2011f
USA	-4,9	-3,2	<b>-2,8</b>	<b>-3,1</b>
Eurozóna	-0,9	-0,5	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>
Slovensko	-6,5	-3,2	<b>-2,3</b>	<b>-2,8</b>
Maďarsko	-7,2	0,4	<b>-0,9</b>	<b>-1,7</b>
Polsko	-5,0	-2,0	<b>-3,1</b>	<b>-4,8</b>

Rozpočet (% HDP)	2008	2009e	2010f	2011f
USA	-5,9	-12,5	<b>-10,0</b>	<b>-9,0</b>
Eurozóna	-2,0	-6,3	<b>-6,6</b>	<b>-6,1</b>
Slovensko	-2,0	-6,0	<b>-6,0</b>	<b>-4,8</b>
Maďarsko	-3,4	-3,9	<b>-4,2</b>	<b>-3,6</b>
Polsko	-2,2	-6,9	<b>-6,2</b>	<b>-4,8</b>

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	0,75	23.9.2010	0	n/a	-25 / V-10	+25/4Q10
USA	0.0-0.25	10.8.2010	0	0	-75 / XII-08	+25/1Q 2011
Eurozóna	1,00	2.9.2010	0	0	-25 / V-09	+25/2Q11
Maďarsko	5,25	23.8.2010	0	n/a	-25 /IV-10	--
Polsko	3,50	24.8.2010	0	n/a	-25 / VI-09	+25/3Q10

## Kalendář makro dat

	období	datum	čas zveřejnění	Prognóza ČS/ERStE*	minulá hodnota
<b>Česká republika</b>					
Obchodní bilance (mld. Kč)	6/2010	6.8.	9:00	<b>17.2</b>	12.3
CPI Inlace (% meziměsíčně)	7/2010	9.8.	9:00	<b>0.0%</b>	0.0%
CPI Inlace (% meziročně)	7/2010	9.8.	9:00	<b>1.6%</b>	1.2%
Nezaměstnanost (nová, %)	7/2010	9.8.	9:00	<b>8.7%</b>	8.5%
Průmyslová výroba (% meziročně)	6/2010	6.8.	9:00	<b>10.7%</b>	16.9%
PPI Inlace (meziměsíčně)	7/2010	16.8.	9:00	<b>0.3%</b>	0.5%
PPI Inlace (meziročně)	7/2010	16.8.	9:00	<b>2.5%</b>	2.0%
Běžný účet	6/2010	11.8.	10:00	<b>- 14.3 mld. CZK</b>	-23.98 mld. CZK
Maloobchodní prodeje (meziročně)	6/2010	6.8.	9:00	<b>0.5%</b>	3.1%
<b>USA</b>					
Nově vytvořená pracovní místa	7/2010	6.8.	14:30	<b>-65000</b>	-125000
Obchodní bilance	6/2010	11.8.	14:30	<b>-42.5 mld. USD</b>	-42.3 mld. USD
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	7/2010	13.8.	14:30	<b>0.4%</b>	-0.5%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	7/2010	17.8.	15:15		0.1%
Využití průmyslových kapacit	7/2010	17.8.	15:15		74.1%
PPI (meziměsíčně)	7/2010	17.8.	14:30	<b>0.2%</b>	-0.5%
CPI (meziměsíčně)	7/2010	13.8.	14:30	<b>0.3%</b>	-0.1%
Předstihové indikátory	7/2010	19.8.	16:00		-0.2%
Philadelphia Fed	8/2010	19.8.	16:00		5.1
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměsíčně)	7/2010	25.8.	14:30		-1.0%
Prodeje nových domů	7/2010	25.8.	16:00		330000
Prodeje existujících domů	7/2010	24.8.	16:00		5.37 mil.
Osobní příjmy	7/2010	30.8.	14:30		0.0%
Osobní výdaje	7/2010	30.8.	14:30		0.0%
Spotřebitelská důvěra	8/2010	31.8.	16:00		50.4
<b>EU</b>					
EMU: CPI (meziročně)	7/2010	16.8.	11:00		
GE: ZEW	8/2010	17.8.	11:00		21.2
GE: IFO	8/2010	25.8.	10:00		106.2
EMU: M3 (meziročně)	7/2010	26.8.	10:00		0.2%
<b>Maďarsko</b>					
CPI (meziročně)	7/2010	11.8.	9:00	<b>3.7%</b>	5.3%
PPI (meziročně)	7/2010	31.8.	9:00	<b>9.5%</b>	6.9%
Průměrná mzda (meziročně)	6/2010	19.8.	9:00		-0.9%
Průmyslová výroba (meziročně)	6/2010	13.8.	9:00	<b>9.7%</b>	13.7%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	6/2010	25.8.	9:00	<b>-4.3%</b>	-4.7%
<b>Polsko</b>					
CPI (meziročně)	7/2010	13.8.	14:00	<b>2.3%</b>	2.3%
PPI (meziročně)	7/2010	18.8.	14:00	<b>1.5%</b>	1.9%
Průměrná mzda (meziročně)	7/2010	17.8.	14:00	<b>4.0%</b>	3.5%
Průmyslová výroba (meziročně)	7/2010	18.8.	14:00	<b>13.6%</b>	14.5%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	7/2010	20.-27.8.	10:00	<b>4.7%</b>	6.4%

(\*) 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
Makro tým (bankovní sektor ČR)	Petr Bittner	+420/224 995 172	pbittner@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	rkramule@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	pbřiza@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	Guenter Artner	+43 501 00 115 23	guenter.artner@erstebank.at
akcie – sektor stavebnictví a ocel	Franz Hoerl	+43 501 00 18 506	Franz.hoerl@csas.cz
akcie – sektor bankovnictví	Guenter Hohberger	+43 501 00 173 54	guenter.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
--------------------------	------------------	------------------