

3. čtvrtletí 2007

Ekonomika pod lupou



Fokus

Finanční trhy
v derivátové mlze

Ekonomické a strategické analýzy

research@csas.cz (+420 224 995 177)

www.csas.cz/analyza

Důležitá upozornění, složení analytického týmu
a další kontakty viz poslední strany publikace

Uzávěrka: 11. září 2007

ČESKÁ 
SPŮRITELNA

SHRNUTÍ PROGNOZY

- V našem základním scénáři předpokládáme, že následky současné derivátové krize pro růst ekonomik budou minimální. Aktuální Fokus popisuje příčiny a možné následky krize na globálním derivátovém trhu.

...str. 9

- Ekonomiky EU12 udrží letošní tempo růstu, tudíž zahraniční poptávka po českých vývozech zůstane silná. Ukončení současného cyklu zvyšování sazeb ECB očekáváme na 4,25%. V příštím roce bude dolar postupně posilovat směrem k 1,25, rizika jsou ve směru slabšího dolaru. Cena ropy se bude pohybovat mezi 70-75 dolary za barel.

... str. 3

- Česká ekonomika letos zpomalí na cca 5,6%, nadále však poroste historicky nadprůměrným tempem, tahounem se stala spotřeba domácností. V příštím roce reformy sníží růst cca ke 4%, především díky zpomalení spotřeby. Trh práce vykazuje známky přehřívání, což se postupně projevuje ve mzdách a následně i v inflaci. Přebytek obchodní bilance bude zvyšován proexportními investicemi a poptávkou v EU12, na druhé straně snižován růstem domácí poptávky.

... str. 4

- Průměrná inflace letos dosáhne 2,7%, ale na konci roku bude urychlovat směrem ke 4% a v příštím roce dostane dodatečný impuls ve zvýšení DPH. V příštím roce tak očekáváme průměrnou inflaci na cca 5%. Důležitá je postupná akcelerace poptávkové inflace nad cíl ČNB.

... str. 6

- Fundamenty stále ukazují, že koruna by měla posilovat. Odliv dividend a záporný úrokový diferenciál podporující carry trades budou tlačit ve směru slabší koruny. Ovšem přebytek obchodní bilance, příliv investic a cenová konvergence potlačí ve směru silnější koruny. Na konci tohoto roku čekáme 27,6 CZK/EUR a příštího 26,6.

....str. 6

- Růst inflace při akceleraci poptávkových tlaků, rychlý pokles nezaměstnanosti, obava z nadměrných mzdových tlaků a sazby v EU12 na 4,25% nenechají ČNB netečnou. Posílení koruny vykoná část práce sama, ale zpřísnění měnových podmínek se neobejde bez normalizace sazeb. V letošním roce očekáváme po trojím zvýšení už spíše stabilitu sazeb, maximálně jedno zvýšení a na konci příštího roku sazby na 3,75%.

...str. 8

Obsah

Shrnutí prognózy	1
Tabulka prognózy	2
Zahraniční vývoj	3
Poptávka a nabídka	4
Inflace	6
Měnové podmínky	7
Fokus	9
Důležitá upozornění	
Kontakty	

TABULKA PROGNOZY

ROČNĚ (průměry)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007E	2008F	2009F
Poptávka									
HDP (s.c. %)	2,5	1,9	3,6	4,6	6,5	6,4	5,6	4,1	4,8
Spotřeba domácností (s.c. %)	2,3	2,2	6,0	2,9	2,4	4,4	6,9	2,7	2,8
Investice (s.c. %)	6,5	5,2	0,5	4,0	2,2	7,6	4,7	7,7	5,4
Export (s.c. %)	11,5	2,1	7,2	20,5	12,0	16,0	15,1	17,0	12,9
Import (s.c. %)	13,2	5,0	7,9	17,8	5,2	15,3	16,5	16,0	12,5
Mezera výstupu (%) ¹	-0,3	-1,2	-1,4	-1,0	-0,5	0,2	1,0	1,5	2,1
Průmyslová výroba (s.c. %)	6,8	1,9	5,5	9,6	6,6	10,0	10,6	7,8	6,6
Maloobchod (%)	4,4	3,0	4,9	2,4	4,0	6,4	7,3	3,0	2,9
Veřejné rozpočty									
Saldo státního rozpočtu (% HDP) ⁴	-2,8	-1,9	-4,2	-3,3	-1,9	-3,0	-3,7	-3,0	-2,6
Saldo veřejných rozpočtů (% HDP)	-2,2	-0,5	-5,1	-3,8	-2,2	-3,3	-4,0	-3,3	-2,8
Trh práce									
Nezaměstnanost (%) ²	(9,2)	(9,2)	(9,2)	9,4	8,9	8,1	6,8	6,7	6,3
Nominální mzdy (%)	8,7	7,3	6,6	6,7	5,3	6,4	7,1	7,2	7,4
Reálné mzdy (%)	3,8	5,4	6,5	3,8	3,4	3,8	4,3	1,9	3,9
Vnější vztahy									
Obchodní bilance (mld. CZK)	-117	-71	-70	-26	39	43	70	69	85
Obchodní bilance (%HDP)	-5,0	-2,8	-2,7	-0,9	1,3	1,4	2,0	2,0	2,0
Běžný účet (mld. CZK)	-125	-136	-161	-147	-49	-100	-127	-145	-118
Běžný účet (%HDP)	-5,3	-5,5	-6,1	-5,2	-1,5	-3,0	-3,5	-3,7	-2,8
Ceny									
CPI inflace (%)	4,7	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,7	5,2	3,4
Poptávková inflace (%) ³	3,3	2,5	0,6	1,4	1,1	2,3	1,4	2,7	3,5
PPI inflace (%)	3,0	-0,5	-0,3	5,7	3,0	1,6	4,3	4,6	3,5
Měnové podmínky									
CZK/EUR	34,1	30,8	31,9	31,9	29,8	28,4	28,0	27,0	26,1
CZK/USD	38,0	32,7	28,2	25,7	24,0	22,6	20,7	21,3	21,0
2W repo sazba (%)	5,10	3,59	2,29	2,22	1,96	2,17	2,84	3,60	4,20
3M PRIBOR (%)	5,2	3,5	2,3	2,4	2,0	2,3	3,0	3,7	4,3
12M PRIBOR (%)	5,3	3,6	2,3	2,7	2,1	2,6	3,3	3,9	4,5
10Y dluhopis (%)	6,2	4,9	4,2	4,9	3,6	3,8	4,3	4,8	4,7
ČTVRTLETNĚ (průměry)									
	2007				2008				2009
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
Poptávka									
HDP (s.c. %)	6,4	6,0	5,4	4,7	3,9	4,0	4,2	4,4	4,8
Spotřeba domácností (s.c. %)	7,2	6,5	6,3	7,4	4,3	2,4	2,0	1,9	2,5
Investice (s.c. %)	4,0	4,2	5,9	6,8	11,3	8,0	6,1	5,5	5,0
Mezera výstupu (s.c. %) ¹	0,8	1,0	1,0	1,0	0,9	1,4	1,7	1,9	2,0
Průmyslová výroba (s.c. %)	12,4	10,8	10,5	9,0	7,2	7,6	8,3	8,0	7,5
Trh práce									
Nezaměstnanost (%) ²	7,6	6,5	6,5	6,6	7,2	6,5	6,6	6,5	6,9
Reálné mzdy (%)	6,1	5,1	3,8	2,3	0,9	1,8	2,2	2,6	3,8
Vnější vztahy									
Obchodní bilance (mld. CZK)	52	63	71	70	73	74	74	69	64
Běžný účet (mld. CZK)	-105	-113	-117	-127	-132	-139	-141	-145	-146
Ceny									
CPI inflace (%)	1,6	2,5	2,7	3,9	5,7	5,1	5,0	4,9	3,8
Poptávková inflace (%) ³	0,8	1,3	1,6	1,8	2,4	2,6	2,8	3,2	3,6
PPI inflace (%)	3,2	4,2	4,3	5,5	5,1	4,7	4,4	4,2	3,9
Měnové podmínky									
CZK/EUR	28,1	28,3	28,1	27,7	27,4	27,2	26,8	26,6	26,4
CZK/USD	21,4	21,0	20,3	20,1	20,6	21,5	21,6	21,6	21,6
2W repo sazba (%)	2,50	2,59	3,02	3,25	3,43	3,50	3,71	3,75	3,93
3M PRIBOR (%)	2,6	2,8	3,2	3,3	3,5	3,6	3,8	3,8	4,1
12M PRIBOR (%)	2,8	3,1	3,5	3,6	3,7	3,8	4,0	4,1	4,3
10Y dluhopis (%)	3,8	4,3	4,6	4,7	3,8	4,8	4,8	4,9	4,9

Vysvětlivky:

Není-li uvedeno jinak, jsou prezentovány roční, resp. čtvrtletní průměry.

¹ mezera výstupu představuje rozdíl mezi skutečným HDP a rovnovážným dlouhodobým HDP, nejlépe zachycuje poptávkové tlaky plynoucí z reálné ekonomiky² míra nezaměstnanosti před rokem 2004 je počítána z registrované míry nezaměstnanosti, počínaje rokem 2004 pak pomocí metodologie ILO³ poptávková inflace je inflace očistěná o vliv změn regulovaných cen a nepřímých daní, cen potravin a pohonných hmot; je nejvíce ovlivněna poptávkou⁴ je uvedeno saldo státního a veřejných rozpočtů podle metodologie GFS. Pro účely Maastrichtských kritérií a Paktu stability se deficit počítá podle ESA95,

očekáváme, že takto spočítaný deficit bude vyšší než podle GFS

ZAHRANIČNÍ VÝVOJ

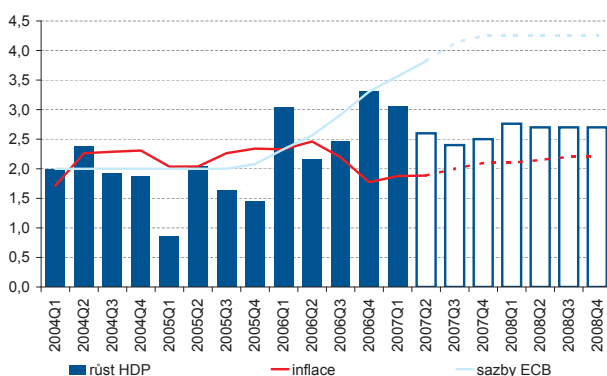
EVROPSKÁ UNIE A USA

	2005	2006	2007	2008
HDP EU12 (s.c. %)	1,6	2,9	2,7	2,7
CPI Eurozóny (%)	2,2	2,2	2,0	2,2
Sazba ECB (%)	2,02	2,78	3,94	4,25
12M EURIBOR (%)	2,3	3,4	4,3	4,4
HDP US (s.c. %)	3,2	3,3	1,9	2,7
CPI US (%)	3,4	3,2	2,6	2,5
Sazba Fed (%)	3,19	4,96	5,19	4,44
EUR/USD	1,25	1,26	1,35	1,27

Ve srovnání s naší červnovou prognózou jsme revidovali růst a inflaci ekonomik EU12 v příštím roce směrem nahoru. Vyšší růst v zahraničí se pozitivně podepíše na poptávce po českých vývozech. Významným rizikem je však možnost přelití globálních turbulencí spojených s finančními deriváty do reálné ekonomiky (viz část Fokus).

Ekonomiky EU12 v letošním roce pozitivně překvapují svým růstem. Očekáváme, že růst se díky poklesu nezaměstnanosti (průměr od roku 1993 9,2%, v červnu dosáhla míra nezaměstnanosti 6,9%) a poptávce po evropských vývozech (obchodní bilance se od konce minulého roku obrátila z negativa -0,3% HDP na +0,4%) udrží letos i v příštím roce nad tempem růstu rovnovážného produktu. V příštím roce očekáváme růst na úrovni 2,7%, přičemž větší roli by měla hrát spotřeba domácností podpořená poklesem nezaměstnanosti. To ovšem povede k urychlení inflace.

Růst HDP, inflace v EU12 a sazby ECB (%)



V souladu se zvýšením odhadu růstu a inflace jsme zvýšili vrchol sazby ECB na 4,25%. Vyšší sazby v zahraničí budou prostřednictvím tlaků na oslabení kurzu koruny podporovat i růst českých sazby na vyšší úrovně. Evropskou centrální banku znervózňuje rychlý růst peněžní zásoby a inflace blízko horního okraje cíle v situaci rostoucích cen komodit. Očekáváme proto, že poslední zvýšení na sazbě ECB bude na 4,25%. Tento krok bude pravděpodobně poslední v současném cyklu zvyšování sazby (ze 2% na konci 2005), pak si ECB počká na plody zpřísnění a očekáváme sazby spíše stabilní v příštím roce.

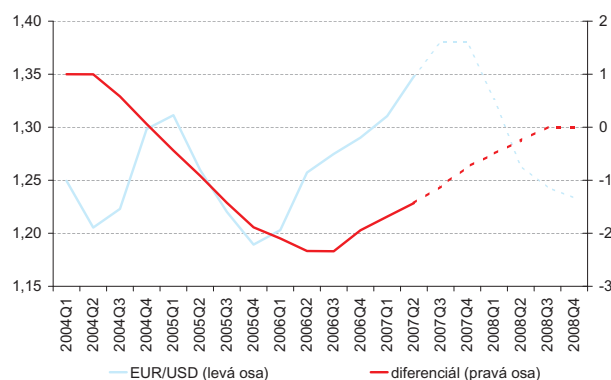
Americkou ekonomiku sužuje nemovitostní trh. Problémy se navíc rozšiřují z padajících cen domů a poklesu stavební aktivity i na finanční trhy, jmenovitě na finanční deriváty MBS

(mortgage backed securities), jejichž pokladovým aktivem jsou méně kvalitní hypotéky (subprime hypotéky). Více viz část Fokus

Růstová data začínají ukazovat, že ekonomika USA zpomaluje. V případě USA se tak začíná naplňovat scénář, který nakonec přinese námi očekávaný pokles sazby. Očekáváme, že letos sazby poklesnou z 5,25% na 5% a v příštím roce čekáme pokles celkem o dalších 75bp.

Naši červnovou prognózu vývoje amerického dolaru neměníme. Po dně kolem 1,35-1,40 očekáváme postupné otočení vývoje amerického dolaru k posilování.

Kurz dolaru k euru a úrokový diferenciál (EU12-USA, pb)



ROPA

	2005	2006	2007	2008
Ropa WTI (USD)	56,4	66,1	67,4	72,3
Ropa Uralská (USD)	50,3	61,2	66,7	72,3
- % mzr.	47,5	22,9	9,4	10,0
Ropa Uralská (CZK)	1208	1382	1377	1541
- % mzr.	37,8	16,7	0,4	12,8

Ceny ropy v dlouhém období porostou

V případě cen ropy zvyšujeme odhad vývoje především pro tento rok, což bude snižovat přebytek obchodní bilance.

Ceny ropy byly vyhnány nahoru očekáváním nadprůměrné hurikánové sezóny a nejistotou ohledně výše zásob. Krátkodobě si myslíme, že ceny ropy mají prostor pro další pokles. Střednědobě rizikem bude vývoj růstu globální ekonomiky (viz předešlá část), ochota OPECu zvyšovat těžební kvóty a geopolitická rizika typu Írán a Venezuela. V dlouhém období nečekáme zvrácení rostoucího trendu, který je dán především nerovnováhou mezi růstem nabídky a poptávkou.

Podle ropných futures trh nyní očekává, že cena lehké ropy typu WTI vystoupá v letošním roce k 65-70 USD a následně bude postupně růst na 70-75 USD.

POPTÁVKA A NABÍDKA

Ve srovnání s červnovou prognózou očekáváme mírně vyšší růst ekonomiky v letošním roce především díky spotřebě domácností. V příštím roce ekonomiku zpomalí schválené reformy.

	2006	2007	2008	2009
HDP (s.c. %)	6,4	5,6	4,1	4,8
Spotřeba (s.c. %)	4,4	6,9	2,7	2,7
Investice (s.c. %)	7,6	4,7	7,6	5,4
Vývoz (s.c. %)	16,0	15,1	16,9	12,9
Dovoz (s.c. %)	15,3	16,5	15,9	12,4
Mezera výstupu (%)	0,2	1,0	1,4	2,1
Obchodní bilance (mld. Kč)	43	70	69	86
Běžný účet (mld. Kč)	-100	-126	-145	-118
Průmysl (s.c. %)	10,0	10,6	7,7	6,6
Maloobchod (s.c. %)	6,4	7,3	3,0	2,9

Ekonomika při vstupu do 007 udržela tempo...

V pozadí nadále rychlého růstu 2Q 07) se letos měnila struktura. Významně zrychlila spotřeba domácností na 6,5%. Naopak investice negativně překvapily s růstem 4,2%. Co na straně dovozů a vývozů? Reálné vývozy mírně zpomalily se zpomalením ve světě. A reálné dovozy byly popoháněny rychlým růstem spotřeby.

...ale růst je méně příznivý pro inflaci

Ačkoliv tedy agregátní růst zůstal stejný, dochází k posunu, který jsme avizovali v našich minulých prognózách. Po chudých letech, kdy maloobchodníci čelili nízkému růstu spotřeby domácností a silnému konkurenčnímu boji, dochází k obratu. Rychlejší spotřeba domácností se totiž začne projevovat v ochotě maloobchodníků zvyšovat své marže a tudíž v akceleraci tzv. poptávkové inflace.

Alfou a omegou příštího roku budou reformy

Jak shrnout historiku české ekonomiky? V letošním roce očekáváme zpomalení růstu ekonomiky na 5,6%. Hlavním důvodem je postupné vypadnutí efektu TPCA z meziročních čísel růstu HDP. V posledních dvou letech TPCA zvyšovala dynamiku HDP o 1,5-2pb s tím, jak z nuly se výroba aut zvýšila na 300 tis. Nicméně nyní již továrna jede na svou plnou kapacitu, růst nebude, a tudíž meziroční růst výroby se bude blížit k nule. Stejně jako její příspěvek k růstu HDP (k růstu, nikoliv k úrovni). Podobnou bombou pro ekonomiku jako TPCA bude Hyundai. Podle posledních informací začne výrobu až v roce 2009.

V příštím roce očekáváme zpomalení ekonomiky ke 4%. Půjde o krátkodobý efekt reforem, který se projeví především zpomalením růstu spotřeby domácností.

V opačném gardu budou působit peníze z EU fondů. Od tohoto roku totiž můžeme dosáhnout na mnohem větší balík peněz z EU (zhruba 100 mld. Kč za rok). Nicméně jejich efekt na růst bude umenšovat pomalé čerpání těchto fondů.

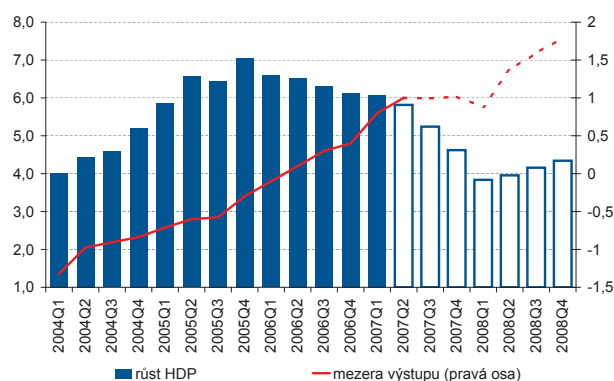
Měnové podmínky (známé duo kurz a sazby) jsou aktuálně mírně uvolněné a předpokládáme, že tomu tak zůstane

i v následujících měsících. Kurz se postupně z mírně restriktivní oblasti posune na neutrální úroveň. Reálné sazby i přes zvyšování sazeb ČNB zůstanou uvolněné.

Dynamika růstu potenciálního výstupu vykáže zhoupnutí: po loňských cca 5,5% zpomalí ke 4% v příštím roce. K 5% se vrátí v 09/10 jako výsledek investic do továrny v Nošovicích. V dlouhém období očekáváme zpomalování ke 3-4%.

Takže vládní reformy budou působit negativně na růst. EU fondy a měnové podmínky naopak pozitivně.

Prognóza růstu HDP a mezery výstupu (%)

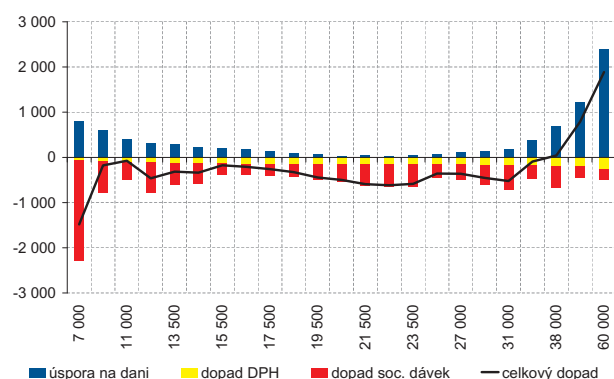


Na co se mohou „těšit“ naše peněženky?

Očekáváme, že lidé letos utratí v reálném vyjádření o cca 7% více než loni. Pro srovnání, průměrný růst potřeby domácností za posledních deset let dosáhl cca 2,5%. V letošním roce za tímto růstem stojí vývoj mezd, zaměstnanost a výše sociálních výdajů státu.

V příštím roce naopak spotřeba zpomalí k cca 3%. Viníci zůstávají stejní: stát (= reformy) a trh práce. Začneme reformami a přehledem jejich dopadů na peněženky.

Dopad reforem na jednotlivé mzdové skupiny



Daň z příjmů fyzických osob se sníží v příštím roce na 15%, nicméně bude zdaňována tzv. superhrubá mzda, což v kombinaci se slevou na dani 2.070 Kč znamená v průměru 21% efektivní daň z hrubé mzdy, tak jak ji dneska známe. Odhadujeme, že tato změna přinese lidem do peněženek zhruba 19 mld. Snížení sazby zvýší motivaci pracovat pro nízko-příjmovou skupinu. S růstem mzdy klesá progresivita mj. i díky stanovení maxima pro placení pojistného (ve výši 4násobku hrubé mzdy).

Tolik pozitivní zprávy. V příštím roce se totiž zároveň zvýší snížená sazba daně z přidané hodnoty z 5% na 9%. Relativně nejvyšší negativní dopad bude mít pro nízko-příjmové skupiny, které mají nejvyšší podíl potravin ve svém spotřebitelském koši. Lapidárně řečeno, s růstem platu neroste lidem objem žaludku. Ve svých odhadech počítáme s tím, že vyšší DPH se promítne do vyšších cen z 80% (zbytek pokryje snížení marží podniků).

Další negativní zprávou pro peněženky je snížení sociálních výdajů zhruba o 25 mld. Kč v roce 2008 (v roce 2009 o 30 mld., v roce 2010 o 35 mld.). Rozdělení dopadů do jednotlivých mzdových skupin reflektuje podíl sociálních příjmů na mzdových příjmech.

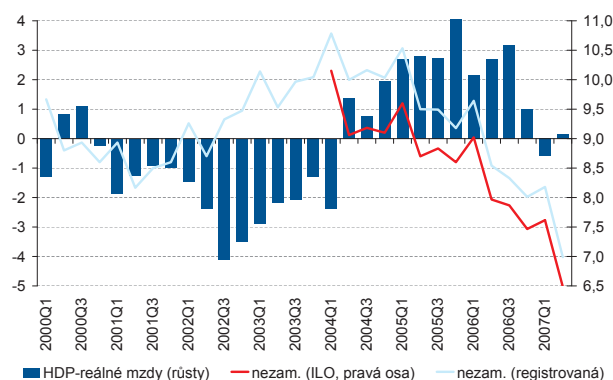
Suma sumárum, odhadujeme, že reformní balík sníží disponibilní příjmy domácností zhruba o 15 mld. Kč v roce 2008 a až 25 mld. v roce 2010. Pozitivní dopad pro skupiny s hrubou mzdou od 32 tis. měsíčně a výše.

Díl druhý: trh práce. Nominální hrubá mzda vzroste tento rok zhruba o 7% na průměrnou úroveň 21.600 Kč. V příštím roce očekáváme podobně vysoký růst (na 23.200 Kč). S reálnými růsty zamíchá inflace. Zatímco letos reálné mzdy vzrostou 4,3%, v příštím roce se inflace do mezd zakousne mnohem více a reálné mzdy vzrostou o cca 2%.

Příjmy domácnostem rostou i díky růstu zaměstnanosti, resp. poklesu nezaměstnanosti. Meziročně nezaměstnanost klesá o 1,5pb. Neboli meziročně narostla zaměstnanost o 88 tis. Agregovaně, vynásobenou průměrnou mzdou, se tak k domácnostem dostane navíc 2 mld. Kč, což je pouze 0,1pb spotřeby, ale s nižší nezaměstnaností klesá i obava z budoucnosti a roste ochota se zadlužovat: spotřební úvěry rostou o 27% meziročně.

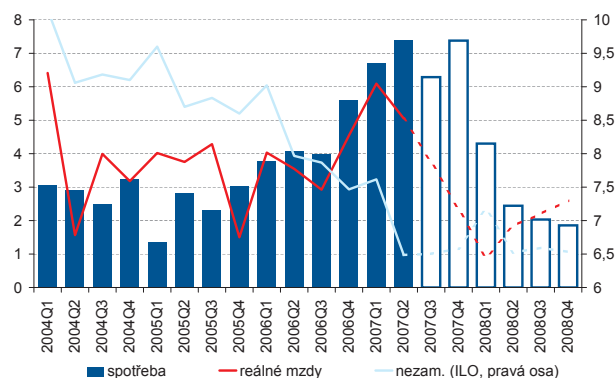
Nicméně obrázek níže ukazuje, že vysoký pokles nezaměstnanosti naráží na své meze. Růst reálných mezd totiž dostihl růst produktivity. Podnikům se tak ztenčí rezerva pro vyrovnání se s nepříznivým vývojem (např. posilování kurzu či růst cen energií) a budou najímat nové pracovníky s větší obezřetností.

Rozdíl mezi růsty HDP a reálných mezd, míra nezaměstnanosti (původní metodologie a podle ILO, %)



Očekáváme proto v příštím roce zastavení poklesu nezaměstnanosti a průměrnou míru nezaměstnanosti na 6,7% ve srovnání s letošními 6,8%.

Růst spotřeby domácností, reálných mezd (mzr. %) a nezaměstnanost (%)



Investice se ČR nevyhýbají

Nízké úrokové sazby, EU fondy a přetrvávající zájem zahraničních investorů (Czechinvest loni přislíbil jen ve zpracovatelském průmyslu investiční pobídky firmám, které hodlají investovat zhruba 60 mld. Kč, pro srovnání, v roce 2005 „jen“ 41 mld. Kč) udrží v dalších čtvrtletích růst na vyšších úrovních. V letošním roce začala výstavbu Hyundai, postupně začnou nabíhat peníze z EU. Pro letošní rok odhadujeme růst investic o 4,7% a v příštím roce o 7,7%.

Vývozy vs. Dovozy.

Investiční aktivita zvyšující proexportní kapacity se pochopitelně projevuje v růstu vývozu. Navíc poptávka ze strany EU zůstává silná. Vývozy s růstem zhruba 15% letos a 17% v příštím roce tak budou výrazně přispívat k růstu ekonomiky.

Ovšem zdárným soupeřem, který bude snižovat příspěvek čistých vývozu (reálné vývozy mínus reálné dovozy) k růstu HDP z vysokých úrovní dosažených v letech 05/06, jsou dovozy. Ty podporuje vyšší domácí poptávka (spotřeba a investice). V prognóze jsme zohlednili dovoz vojenských transportérů v hodnotě 20-24 mld. Kč, rovnoměrně rozložených v letech 2007-2012 (3-3.5 mld. Kč ročně).

Pozitivním faktorem, který v letošním roce zvýší přebytek obchodní bilance (rozdíl nominálních vývozu a nominálních dovozu) ze strany dovozu je meziročně nižší cena ropy a oslabující dolar. V příštím roce očekáváme zhoršení směnných relací díky posílení dolaru a růstu cen ropy, což bude tlačit ve směru nižšího přebytku obchodní bilance.

Celkově tak očekáváme, že přebytek obchodní bilance se letos vyšplhá k cca 70 mld. Kč, v příštím roce mírně poklesne, ale s Hyundai v 09/10 poroste postupně nad 90 mld. Kč.

INFLACE

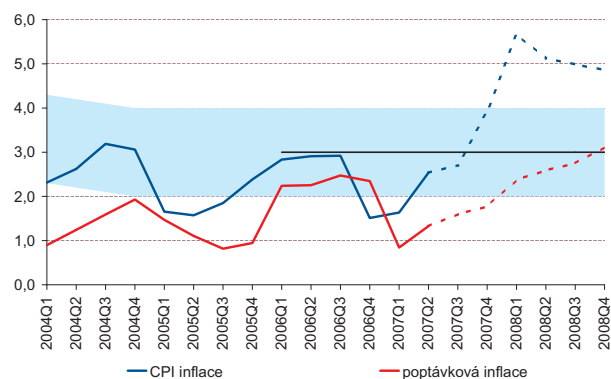
Oproti červnu neměníme výrazně prognózu inflace pro letošní rok, ale pro příští ji zvyšujeme o 0,5pb díky poptávce, ropě i regulovaným cenám a daním.

	2006	2007	2008	2009
Celková inflace	2,5	2,7	5,2	3,4
Regulované ceny	7,8	8,1	13,5	4,8
Poptávková inflace	2,3	1,4	2,7	3,5
Potraviny a nápoje	0,9	3,4	3,0	2,8
Pohonné hmoty	3,4	-1,7	5,1	-1,8
PPI inflace	1,6	4,3	4,6	3,5

Akcelerace inflace

V červnu inflace sice zpomalila na 2,3%, ale jen díky statistickým „hrátkám“ (jde o další efekt změny spotřebního koše). Do konce roku ovšem čekáme akceleraci inflace ke 4%. Další růst inflace spojen se zvýšením DPH vymrští inflaci nad 5,5% na začátku příštího roku. Posléze inflace začne postupně zpomalovat směrem k inflačnímu cíli ČNB. Pro zhodnocení reakce centrální banky je však důležité znát strukturu inflace.

Prognóza inflace a poptávkové inflace a inflační cíl



Co čeká naše složky?

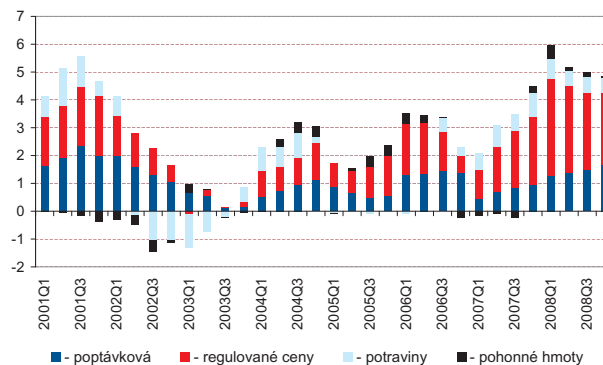
Začneme regulovanými cenami. V říjnu vzroste cena plynu o 4,8% (0,1pb do inflace), v lednu čekáme další růst o 5%. Dalším zářezem do rodinných financí bude od ledna vyšší cena elektřiny o 8% (0,4 pb), teplo (3%, 0,1pb) a vodné/stočné (cca 0,1pb). Kuřákům vláda opět chce zvýšit spotřební daň (dopad cca 0,4pb), dokonce nad minimum požadované EU. Od letošního ledna se rozběhla deregulace nájemného (rozložení růstu nájmu do čtyř let), což v příštím roce znamená růst o zhruba 19% (0,4pb). Navíc porostou i TV poplatky (o 20%, 0,1pb). Ovšem největší změnou bude zvýšení snížené sazby DPH z 5% na 9%. To zvýší inflaci zhruba o necelý 1pb. Novinkou je zavedení ekologické daně, která zvýší inflaci o 0,2pb. Suma sumárum, celkový příspěvek regulovaných cen a nepřímých daní k inflaci nepatrně poklesne na 3pb v roce 2008.

Potraviny a benzín

Ceny potravin potvrdily naše očekávání a začaly růst z 1,5% na konci minulého roku ke 4% ve 2Q07. Letošní sklizeň je i přes

sucho o něco lepší než ta loňská, proto očekáváme, že v příštím roce tempo růstu cen potravin zvolní ke 3% (bez dopadů vyšší DPH). Ceny potravin budou v příštím roce přispívat k celkové inflaci v průměru 0,6pb.

Struktura inflačního vývoje spotřebních cen



Cena benzínu Natural 95 se nyní pohybuje kolem 30-31 Kč/l. Podle ropných futures se cena uralské ropy uhnízdí kolem 70 USD/barel. Od příštího roku navíc bude posilovat americký dolar, což také přispěje k nárůstu cen benzínu. Marže (pumpařů, dopravců, obchodníků a rafinérů) se nyní pohybuje blízko 4 Kč/l a předpokládáme její stagnaci. Suma sumárum, cena Naturalu 95 by se měla v následujících měsících v průměru pohybovat mezi 30-31 Kč/l. Ceny benzínu tak budou k inflaci přispívat v příštím roce cca 0,2pb.

Přelití poptávkových tlaků do inflace

Tolik nákladové faktory inflace. Jak se bude vyvíjet poptávková inflace? Tudiž ta inflace, která je v hledáčku ČNB. Poroste a pro příští rok dokonce mírně zvyšujeme náš odhad poptávkové inflace na 2,7% (průměr za celý rok).

Vyšší růst je dán kumulací tří faktorů. Za první, mírně jsme přehodnotili výši poptávkových tlaků směrem nahoru, což je podpořeno růstem mezd a ochotou se zadlužovat i na spotřebu. Za druhé, ačkoliv očekáváme, že koruna bude posilovat, v příštím roce očekáváme tempo posílení o 0,4pb nižší než v červnu. A za třetí, za růstem poptávkové inflace budou stát i inflační očekávání. Růst inflace se projeví i ve zvýšených mzdových požadavcích. A to i přesto, že na základě minulých zkušeností předpokládáme snížený průsak změn daní do růstu inflačních očekávání.

MĚNOVÉ PODMÍNKY

Ve srovnání s červnovou prognózou přehodnocujeme cílovou úroveň koruny pro letošní rok směrem k slabší úrovni, ale nijak neměníme náš pozitivní náhled na korunu. V případě sazeb jsme posunuly očekávání směrem k rychlejšímu návratu k neutrální sazbě.

DEVIZOVÝ KURZ

Průměr	06	07	08	09	10	11	12	13
CZK/EUR	28,4	27,6	26,7	26,0	25,3	25,2	25,0	25,0
CZK/USD	22,6	20,4	21,1	20,9	19,9	19,6	19,2	19,0

Průměr	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08
CZK/EUR	27,8	27,7	27,6	27,3	26,9	26,8	26,7	26,5
CZK/USD	21,2	20,7	19,9	19,7	20,3	21,2	21,5	21,5

Koruna v 1H07 neposilovala, naopak oslabovala. Podle našeho názoru za tímto vývojem nestály špatné domácí fundamentální faktory. Naopak domácí fundamenty nadále nabádají korunu k posilování. Avšak vyhrály tzv. carry trades, čili krátkodobé spekulativní nákupy zahraničních aktiv financované z nízkouročené české koruny.

Srpnový obrat a posílení koruny naše hodnocení potvrdilo. Kumulace problémů se subprime hypotékami (viz Fokus) a s nimi spojenými deriváty zvýšilo rizikovou averzi a investoři začali uzavírat spekulativní pozice a zpět nakupovat CZK. Koruna tak skokově posílila pod 28 EUR/CZK a to i přesto, že toky na běžném účtu platební bilance jsou v letních měsících negativní pro korunu.

Pro dlouhodobého investora nadále zůstáváme pozitivní na EUR/CZK a očekáváme návrat koruny k posilujícímu trendu, který je dán konvergenční historikou české ekonomiky a pozitivním vývojem obchodní bilance.

Další impuls pro posílení očekáváme s dodatečným poklesem atraktivity CZK pro carry trades s poklesem sazeb v USA a Maďarsku.

Rizika jsou vychýlena směrem ke krátkodobě slabší koruně v případě absenci cutů Fedu v letošním roce. Nicméně nevidíme důvody pro dlouhodobé opuštění posilujícího trendu, delší setrvání koruny na slabších úrovních povede ke zvýšení českých sazeb na vyšší úroveň a tudíž k rozbití carry trades z druhé strany.

Fundamentální analýza

Jak se tedy budou vyvíjet jednotlivé faktory ovlivňující korunu?

	Dlouhodobé	Střednědobé	Krátkodobé
Posílení	Konvergence	Reálné toky (obchodní bilance) finanční toky (EU peníze, FDI) reformní úsilí vlády	CZK jako bezpečný přístav, růst averze vůči riziku
Oslabení		Odliv dividend, Úrokový diferenciál	USD, carry trades

Dlouhodobým faktorem posilující CZK je přibližování českých cen k cenám v EU15. Ceny v ČR jsou na nižší úrovni než v EU15 (cca 60%), proto se toto vyrovnávání projevuje posilováním reálného kurzu zhruba o 3% ročně. To znamená, že inflace u nás je vyšší než v zahraničí a/nebo posiluje nominální kurz koruny. Předpokládáme, že konvergence postupně zpomalovat s přibližováním se a bude se více projevovat přes kurz, čemuž bude napomáhat i proexportní struktura ekonomiky.

Střednědobým faktorem ovlivňujícím kurz jsou reálné a finanční toky na platební bilanci. V souhrnu bude platební bilance posilovat kurz, ale méně ve srovnání s předcházejícími dvěma roky.

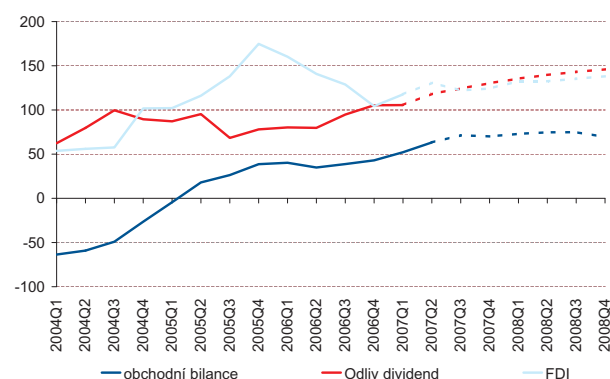
Prvním faktorem, který bude působit na oslabení kurzu je úrokový diferenciál. Ten i přes růst českých sazeb zůstane letos záporný (75-100bb). Jeho umazání na nulu očekáváme až v roce 2008. Negativní efekt záporného úrokového diferenciálu na korunu je ovšem limitován relativně malým objemem portfoliových investic v ČR ve srovnání s Polskem, Maďarskem či Slovenskem.

Ve stejném směru bude působit odliv dividend. Loni odplynulo do zahraničí zhruba 114 mld. Kč díky mimořádně vysoké dividendě Telefonica O2 a také vyšší dividendě ČEZu. Pokračující dobrý výkon české ekonomiky a růst zisků se opět projeví ve vysokém objemu odlivu dividend, pro tento rok odhadujeme cca 110-120 mld. Kč.

Na druhou stranu bude působit vývoj obchodní bilance (více viz část Poptávka a nabídka). Letos očekáváme růst přebytku na cca 70 mld. Kč. Další postupný růst přebytku očekáváme až s rozjetím Hyundai, tedy 2009.

Loni dosáhl čistý příliv přímých zahraničních investic cca 110 mld. Kč. V letošním roce očekáváme, že příliv dosáhne 120 mld. Kč. K tomu můžeme přičíst řádově miliardy Kč v případě, že by se vládě povedlo prodat Českou poštu, ČSA a Letiště Praha. Nicméně případné privatizační příjmy by byly konvertovány mimo trh, tudíž bez dopadů na kurz. Ve střednědobém horizontu očekáváme klesající vliv přímých zahraničních investic na kurz. Za prvé, roste podíl reinvestovaného zisku (zisk společností vlastněných zahraničním vlastníkem není vyplacen, ale je použit na investice) na přílivu kapitálu. Za druhé, postupně rostou investice českých společností v zahraničí. Jen ČEZ letos plánuje investovat v zahraničí až 37 mld. Kč.

Odliv dividend, obchodní bilance a příliv zahraničních investic (bez privatizace), 12M saldo



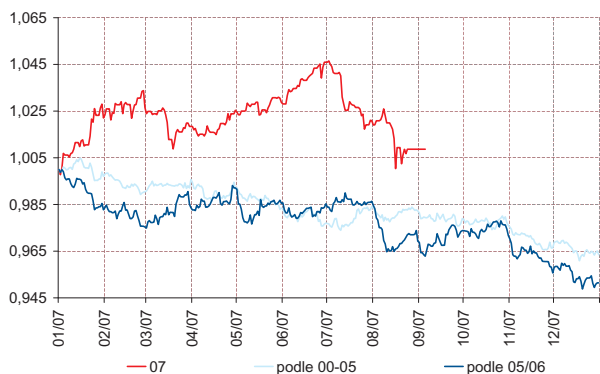
Mezi krátkodobé faktory, které budou korunu posilovat, patří kurz dolaru. Námí očekávané oslabení dolaru na 1,35-1,40 povede k uzavření dolarových pozic a k přesunu do měn, které fundamentálně posilují (což zvyšuje investorům výnos v zahraniční měně), kam patří i česká koruna. Tudíž dolar bude posilovat korunu nad fundamenty ospravedlnitelné úrovně.

Sezónnost na koruně?

Tolik fundamentální analýza. Na jejím základě dojdeme k relativně hladkému vývoji kurzu. Avšak zkušenost z posledních let ukazuje, že kurz má raději skokové změny se sezónním charakterem, což kurz vychyluje od hladkého průběhu posilování.

Obrázek níže ukazuje průměrný vývoj kurzu koruny za roky 2000 a 2003-2006 (roky 2001 a 2002 se vyznačovaly velkými výkyvy) a samostatně pak za roky 2005 a 2006. Z obrázku je patrná sezónnost. S počátkem roku se budují pozice a koruna posiluje. Poté přichází jarní stabilita či dokonce korekce a před létem má koruna tendenci ještě dále posílit. O prázdninách klesá aktivita, před dovolenými obchodníci neradi nechávají otevřené pozice. Také obchodní bilance přináší často horší čísla, takže ani psychologický důvod k posílení není. Zlomem bývá srpen, kdy často vidíme skokové posílení měny. Přichází podzimní korekce, no a pak už se to veze - před koncem roku potřebují hedge fondy nahnat profity a tak do CZK zase slápnou.

Sezónní vývoj CZK



PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

Zvyšovací kampaň ČNB

Květen, červen pauza, ale pak červenec a srpen: již třikrát ČNB zvýšila v letošním roce sazby na aktuální 3,25%. Přehodnocujeme prognózu sazeb ve směru rychlejšího návratu k neutrální sazbě (4%) ve světle naší nové makro prognózy, ale i aktuálního naladění bankovní rady ČNB.

Čtení minutes a návštěva ČNB nás přesvědčila, že bankovní rada je jasně naladěna v jestřábím stylu. To dokazuje i srpnový hike, kdy ČNB nedala přednost jeden měsíc posečkat ve světle globálních turbulencí a plně se soustředila jen na domácí inflační rizika.

Vedle toho naše prognóza ukazuje na další zpřísňování sazeb. Očekáváme silný růst ekonomiky (5,4%), v letošním roce taženém především spotřebou domácností. Inflace na konci

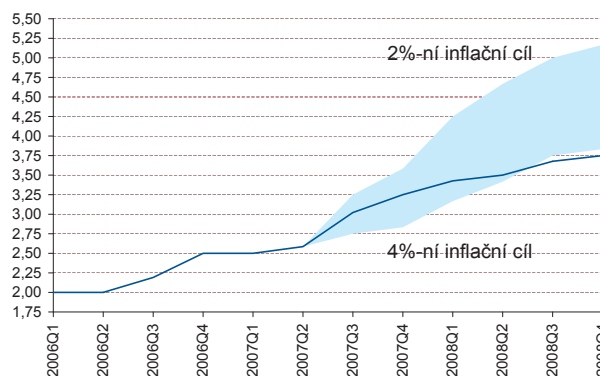
tohoto roku zrychlí na 3,9%, v příštím roce dosáhne v průměru 5,2%. A významně poroste i poptávková inflace, viz část o inflaci.

Náš model, který vychází z prognózy inflace, poptávkových tlaků a modelového chování ČNB, ukazuje, že sazby by měly v letošním roce vzrůst na 3,50% a na 4,50% na konci příštího roku.

Tuto mechanickou trajektorii upravujeme směrem dolů (na 3,25% koncem 07, resp. 3,75% koncem 08). Důvodem je historická zkušenost, kdy k utahování měnových podmínek docházelo mnohem více prostřednictvím měnového kurzu než úrokových sazeb. Přitom trh má tendenci přestřelovat prognózu sazeb a naopak podhodnocovat prognózu posílení kurzu. Dalším rizikem pro nižší než trhem očekávané sazby byla situace, kdy by se aktuální globální turbulence neuklidnily a přinesly by zadření úvěrového soukolí, což by se přelilo dále do reálné ekonomiky a obrátilo globální cyklus zvyšování sazeb. Takový vývoj by byl pozitivní pro CZK s tím, jak má pověst bezpečného přístavu + další impuls pro rozvazování carry trades.

Myslíme si proto, že díky posílení koruny přijde další hike až spíše se začátkem příštího roku. Na konci příštího roku očekáváme sazby na 3,75%. Rizika prognózy jsou směrem k vyšším sazbám a ve srovnání s trhem zůstáváme nadále opatrní, a to i přesto, že trh významně přehodnotil své očekávání směrem dolů po srpnových turbulencích.

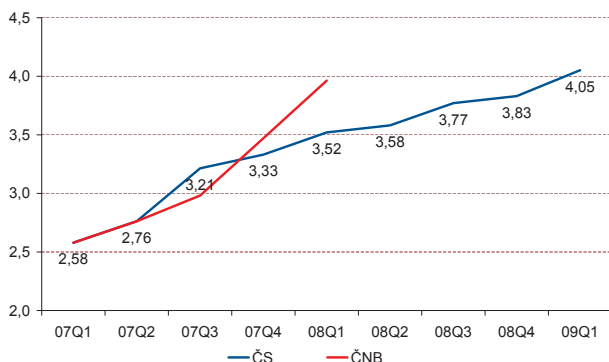
Trychtýř sazeb dle úrokových pravidel a naše prognóza



Prognóza ČNB versus ČS

Na základě zveřejněných čísel z prognózy ČNB (zveřejněná čísla nezapočítávají efekt reformu) a naší znalosti jejich modelu jsme vypočítali přibližnou trajektorii sazeb konzistentní s jejich prognózou, viz obrázek. Prognóza ukazuje na rychlý růst sazeb k neutrální sazbě již na začátku příštího roku a pak nad ní. Námí očekávaný růst sazeb je pomalejší, než kolik ukazuje podle našeho odhadu prognóza ČNB. Důvodem je evergreen české měnové politiky - kurz koruny.

3M PRIBOR: ČNB vs. ČS



Ze zveřejněných informací (Zpráva o inflaci a Setkání s analytiky) jsme odhadli kurz, na kterém je prognóza ČNB postavena a porovnáváme jej s naší prognózou. Po celé trajektorii prognózy očekáváme silnější kurz koruny, než předpokládá ČNB. Připomeňme Zlaté pravidlo českého centrálního bankéře: kurz silnější o 3% oproti předpokladu si vyžaduje nižší sazby zhruba o 1pb. V případě naplnění naší prognózy kurzu by se trajektorie sazeb ČNB posunula dolů o 40bb pro 1Q08.

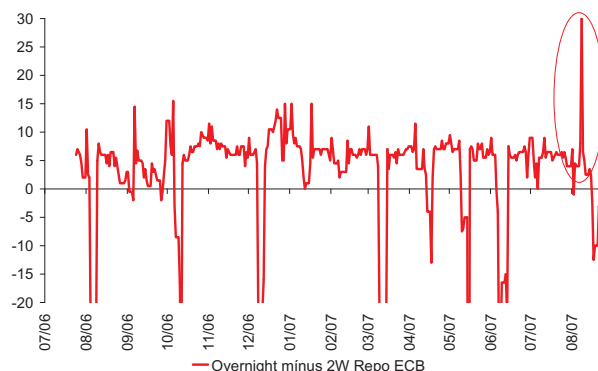
FOKUS

FINANČNÍ TRHY V DERIVÁTOVÉ MLZE

Problémy v americkém nemovitostním sektoru dostaly nedávno zcela novou dynamiku, když na hladinu vyplavaly informace o ztrátách bank a fondů spjatých s investicemi do dluhových cenných papírů krytými americkými hypotékami nebo jinými závazky. Ano, právě do těch instrumentů s esoterickými zkratkami jako CDO, CLO, CMO, jimiž se to ve zprávách nyní hemží (viz slovníček na konci).

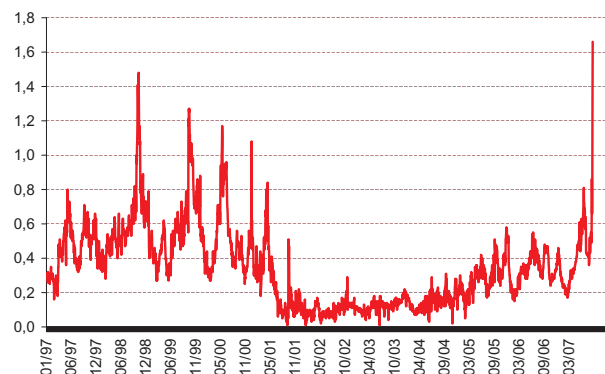
V srpnu se konkrétně provalil problém s financováním donedávna neznámé německé banky IKB Deutsche Industriebank, která do struktur investovala, posléze BNP Paribas zastavila výběry z 3 ze svých fondů, které investovaly do aktiv souvisejících s rizikovými US hypotékami. A světem se začala valit panika:

Rozdíl mezi O/N Euribor a ECB Repo (bazické body)



Investoři (hedge fondy, banky a spol.) se začali shánět po likviditě. Za každou cenu. Burzy šly en masse dolů s tím, jak se investoři snažili dostat k hotovosti: banky musely doplňovat likviditu pro případ, že by se jejich SIVs¹ nedařilo rolovat krátkodobý dluh na vysychajícím trhu s krátkodobými dluhovými papíry, fondy musely prodávat k dorovnání ztrát...

Rozdíl mezi 3M komerčním papírem (finančních institucí) a 3M Treasury (pb)

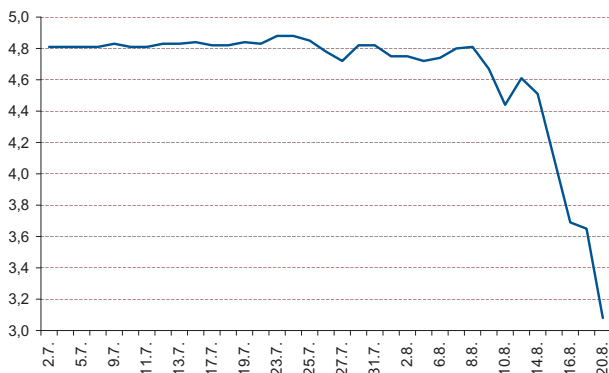


Jakoby mávnutím čarovného proutku procitli z letargie i manažeři fondů peněžního trhu a zahraniční investoři, kteří se začali obávat, cože to za dluh krytý papírem s ratingem AAA vlastně nakoupili. Následoval masový úprk směrem

¹ SIV je tzv. structured investment vehicle, v podstatě společnost, založená většinou bankou za účelem investování do rizikovějších aktiv, vylepšení účetnictví, dosažení lepších podmínek financování atd.

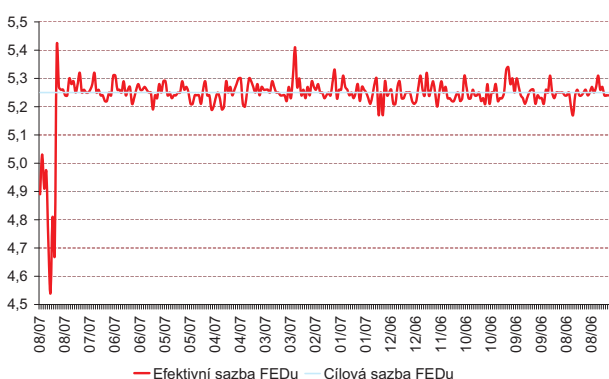
ke kvalitě (a od čehokoliv byt' jen vzdáleně připomínajícího riziko), čili k vládním dluhopisům. Propad amerických vládních krátkodobých cenných papírů byl ohromující:

3M Treasury (výnos, %)



To se ale na to už nevydržel koukat Fed (a před ním už ani ECB). Fed oprášil diskontní okénko a v duchu rad W.Bagehota (jeho knížku prý má na svém nočním stolku šéf Fedu Bernanke) z před více než 150 lety nabídl (solventním) investorům výpomoc:

Efektivní vs. cílová sazba FEDu (%)



Masivní injekce FEDu (v pátek 10.8. 38 mld. dolarů ve formě 3-denního repa) dostala krátce efektivní sazbu FEDu až k 4.60. Rozpětí, za které se ale obchodovalo, bylo vyšší (několik obchodů proběhlo dokonce i za 0%). Ještě výrazněji, co se objemu intervence týče, se k situaci postavila ECB. Její intervence dosáhly několik stovek miliard EUR, objemově tak mnohonásobně převýšily to, co na trh dodal FED, což naznačuje rozsah problémů v Evropě.

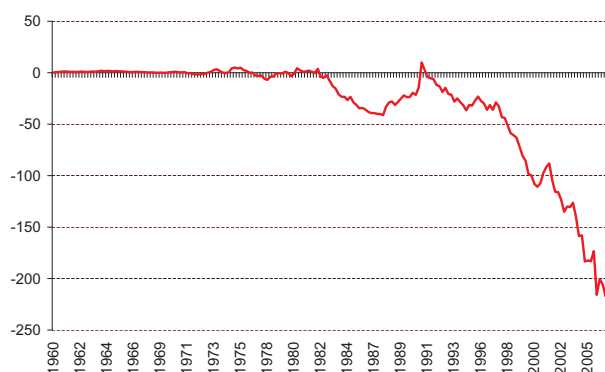
Situace se nyní mírně uklidnila, nicméně zdaleka se krize za zažehnanou považovat nemůže. Co nám ale poslední týdny dávají je možnost zasadit tyto události do historického kontextu a zamyslet se nad jejich příčinami a (následně) nad jejich možnými dopady.

Jak jsme se k této situaci dostali ?

Vzhledem k tomu, jak jsou moderní finanční trhy vzájemně propojené, nepřekvapí už asi nikoho takový ten pocit zostřený zejména v obdobích tržních turbulencí, že vše se vším souvisí. Podle našeho názoru se na stávající problémy začalo zadělávat již před nějakou dobou.

Spojené státy již nějakou dobu trpí deficitem běžného účtu platební bilance (jejich vývoz nestačí krýt jejich dovozní potřeby). Jako největší světová ekonomika a domov největších finančních a kapitálových trhů spoléhají na ochotu ostatních států tyto deficity profinancovávat pomocí svého finančního

Běžný účet USA (čtvrtletně, mld. USD)

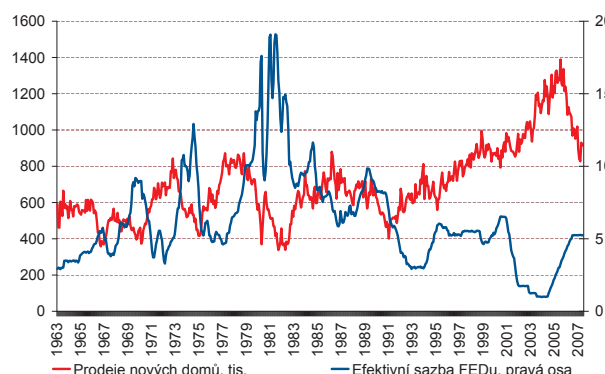


účtu, zejména pomocí přílivu portfoliových investic.

To se skutečně děje – americká aktiva byla a jsou hodně poptávána právě investory z těch krajín, které se Spojenými státy vykazují přebytek své obchodní bilance. To jsou zejména státy jako Čína, která svou levou pracovní silou a – jak tvrdí někteří američtí politici – nadhodnocenou měnou udržují hřiště světového obchodu nakloněné směrem k sobě, nebo státy exportující ropu. Obě tyto skupiny investorů jsou v pozici, kdy sice mají množství volných peněz, které však nemají kam investovat. Jejich vlastní kapitálový trh je buď nedostatečně rozvinutý nebo příliš malý k tomu, aby dokázal takový objem volných peněz absorbovat. Situace je tedy v podstatě výhodná pro obě strany – američtí spotřebitelé jsou vděční za nízké ceny ve Wal-Martu, čínští investoři pak rádi vzniklý deficit financují.

Druhým (o něco více bezprostředním faktorem), který svým dílem přispěl k současnému stavu, byly dlouhodobě nízké úrokové sazby v USA. Ty přispěly k rozmachu amerického hypotečního trhu a tudíž k nárůstu potenciálně „sekuritizovatelných“ aktiv (hypoték) právě v situaci, kdy USA začínaly pociťovat potřebu „nabízet“ aktiva zahraničním investorům kvůli narůstajícímu deficitu běžného účtu.

Prodej nových domů a úrokové sazby

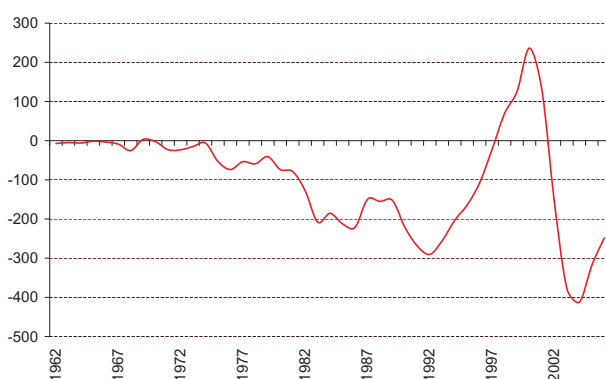


Dlužno dodat, že rozmach hypoték byl hnán právě rozmachem nestandardních, méně kvalitních hypoték (tzv. subprime hypotékami) a že právě problémy spjaté s aktivy krytými subprime hypotékami vedly k nedávné panice (40 mld. injekce, které Fed po vypuknutí krize trhu dodal, byly oproti kolaterálu ve formě hypotékami krytých dluhových cenných papírů, i když bez subprime).

Třetím faktorem, jenž s předchozími souvisí, jsou finanční inovace. Proces sekuritizace, jehož pomocí se z (v podstatě nelikvidních) aktiv v účetnictví nejrůznějších finančních zprostředkovatelů stávají cenné papíry, se kterými je možno lépe obchodovat, byl právě tím mechanismem, který umožnil lepší řízení rizika, dramaticky rozšířil možnosti kapitálových trhů (směrem k akademiky oblíbenému teoretickému konceptu kompletních trhů) a v neposlední řadě umožnil nabízet aktiva zahraničním institucionálním investorům hladovým po kvalitním americkém dluhu. Jak tento proces funguje?

Specializovaní finanční zprostředkovatelé shromáždili fond málo likvidních dluhových aktiv typu hypoték, dluhů za auta, studentských půjček atd. (v podstatě různorodý fond budoucích očekávaných peněžní toků od dlužníků). Tento fond příjmů z těchto aktiv pak rozdělili podle seniority na jednotlivé tranše tak, že nejspodnější tranše byla nejrizikovější, a to jednoduše proto, že v případě defaultu původních dlužníků byla nejdřív postihována tranše s nejnižší senioritou. Oproti těmto očekávaným příjmům pak vydali dluhové cenné papíry různé kvality – dluhopisy nejnižších tranší měly nejvyšší výnos a nevyšší riziko, protože byly v případě defaultu původních dlužníků - lidově řečeno - první na ráně, naopak, dluhopisy nejvyšších tranší byly nezřídka kvality AAA, což bylo při klesajících výpůjčních potřebách americké vlády v 90. letech a rostoucím hladu po kvalitních cenných papírech nezanedbatelné:

Deficit/přebytek rozpočtu federální vlády USA (ročně, mld. USD)

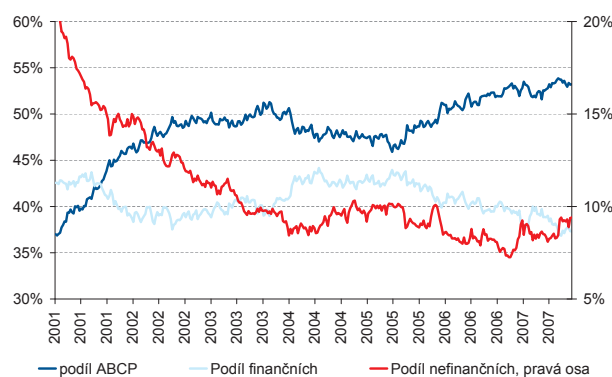


Co se následně s těmito dluhopisy (CDO, tzv. collateralized debt obligation, CLO - collateralized loan obligation atd.) dělo? Někdy tyto dluhopisy po tom, co je ratingové agentury ohodnotili (a u nevrchnějších tranší nezřídka jako AAA dluh, čili na stejné úrovni jako dluh americké vlády), skončily v portfoliích zahraničních institucionálních investorů, hedge fondů či evropských bank. Jindy se staly podkladem pro další kolo sekuritizace, kdy byly oproti příjmům z těchto dluhopisů vydány nové cenné papíry (ano, poplatky za sekuritizaci taky nejsou k zaholení). Tím to samozřejmě ale končit zdaleka nemusí, takže klidně můžete nakoupit CDO kryté CDO kryté

CDO kryté CDO.... Vzniká tak potenciálně velice křehký a vysoce komplikovaný systém.

Zde by si člověk mohl říct, všechno to vypadá stále relativně fajn, ale nějak mu do toho nezapadá, proč Treasury udělaly 160 bodů dolů za pár dní? Věci jsou komplikovány skutečností, že mnoho z nákupů CDO se děje za půjčené peníze nebo se oproti CDO peníze půjčují: finanční zprostředkovatelé sice nakoupí hypotéky a za chvíli je prodají investorům. Na tento čas ale potřebují krátkodobé financování; jiní investoři (hedge fondy) již vlastníci CDO oproti nim vydávají krátkodobé komerční papíry (tzv. ABCP) a získané prostředky používají k jiným obchodům, přičemž tyto krátké půjčky často rolují u bank za prostředky získané z ABCP splácí své závazky vůči mateřským bankám (které si tak vylepšují svou rozvahu a zbavují se povinnosti kapitálové přiměřenosti) a tyto půjčky rolují. To, že v krátkodobém financování sehraávají svou roli aktivy kryté komerční papíry (ABCP), je patrné:

Trh s komerčními papíry (USA): podíly na celku



Jak je vidno, od roku 2001 klesl podíl komerčních cenných papírů emitovaných nefinančními společnostmi z 21% zhruba na 9%, podíl aktivy krytých komerčních papírů vzrostl až nad 50% celkového objemu všech emitovaných komerčních papírů.

Tento systém samozřejmě funguje hladce, pokud nikdo nezpochybňuje kvalitu věcí, které má v portfoliu, nebo kterými mu někdo za půjčku ručí. Když se ale pochybnosti objeví, začne fungovat brutální dynamika: investoři náhle přestanou být ochotni pochybná aktiva (nebo aktiva jimi krytá) držet, dožadují se splacení půjček těmito aktivy krytých atd. To nutí investory za účelem dorovnání ztrát nebo za účelem splnění margin callů k výprodejům ani ne tak toho, co chtějí, ale toho, co mohou. Roztáčí se tak spirála, která může vyústit do paniky, jaké jsme zrovna svědky.

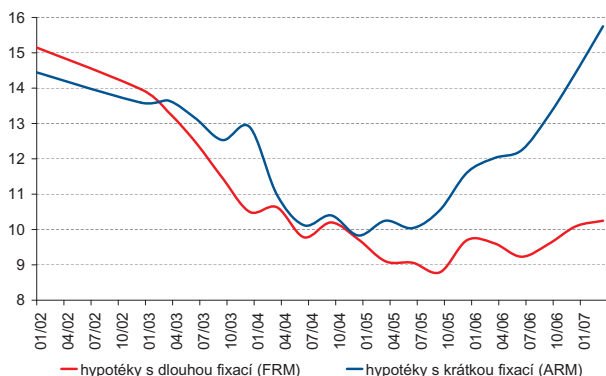
A co dál ? A co to pro ČR znamená ?

Situace se mezitím trošičku uklidnila. Na otázku, jestli se centrálním bankám podařilo na trhu obnovit důvěru, je zatím brzy odpovídat. Možné jsou v zásadě dva scénáře.

V prvním dojde k relativně rychlému uklidnění situace. Problém je zatím primárně problémem důvěry, fundamentálně je relativně omezený na segment hypoték s krátkou fixací (tzv. ARM hypoték) tvořící zhruba jen 20 procent všech hypotečních půjček. Míry nesplacení hypoték jsou samozřejmě stále relativně vysoké, ale když si uvážíme, že míry nesplacení hypoték jsou rozdílné u subprime hypoték s fixní sazbou (tzv.

FRM hypotéky) a u subprime hypoték s variabilní sazbou (tzv. ARM hypotéky) a když vezmeme v potaz skutečnost, že sazby FEDu již patrně výš nepůjdou, domníváme se, že míry nesplácení by to nejhorší mohly pomalu mít za sebou.

Míry nesplácení u subprime hypoték (%)



Kromě toho, pokud je problém skutečně s likviditou, pak rozhodnutí Fedu půjčit bankám peníze přes své diskontní okénko oproti kvalitnímu kolaterálu (který zahrnuje i kvalitní dluhové papíry kryté rezidenčními hypotékami, mimo subprime hypoték), pak by podle mě neměl být problém se k likviditě dostat – investor s nelikvidním, ale kvalitním dluhem může tento prodát bance, která ho obratem prodá FEDu oproti hotovosti. Samozřejmě, banka může mít množství důvodů proč toto neudělat (riziko defaultu a pod.), zejména v situaci, kdy jejich expozice vůči kreditním derivátům není vůbec jasná.

Tento scénář počítá s tím, že nemovitostní trh má již to nejhorší za sebou (vyšší úrokové sazby z hypoték budou zřejmě ze stále vysoké zásoby domů ukrajovat jen pozvolna). Spotřeba v USA nebude výrazněji zasažena a FED bude pozvolna moci uvolňovat měnovou politiku (podle toho, co mu jejich fixace na inflaci dovolí). Na finančním trhu v tomto scénáři bude ještě patrně chvíli docházet k periodickým nárůstům nervozity s tím, jak se budou navenek dostávat zprávy o dalších ztrátách hedge fondů a bank, nicméně nebudou to podle mně otřesy s potenciálem způsobit systémový kolaps. Do popředí se pak ale postupně budou dostávat data o reálné ekonomice, která je stále ve Spojených státech relativně silná. V tom scénáři se v ČR může mírně obnovit chuť ke carry a můžeme ještě chvíli být svědky mírného oslabování CZK předtím, než ji hikovací aktivita ČNB z tohoto vývoje vytrhne.

Druhou možností je, že se nervozita na trhu vyostří, riziková averze zůstane vyšší a hrozba prolítí problémů kreditního trhu do širší ekonomiky donutí FED k rychlejšímu snížení sazeb. To samozřejmě způsobí, že chuť ke carry zůstane nízká, sazby ČNB budou sice i tak vyšší (domácí fundamenty), nicméně o něco méně vyšší než by tomu bylo, pokud by carry pokračovaly (a tudíž by byla koruna slabší).

Tak jako tak nás ale čekají celkem vzrušující chvíle.

Slovník krize

Sekuritizace – proces, ve kterém je ze souboru nelikvidních aktiv produkujících známé nebo alespoň dostatečně přesně odhadnutelné cash flow (hypotéky, leasing, dluh na kreditních kartách, studentské půjčky, spotřebitelské půjčky, ale například také autorská práva) vytvořen obchodovatelný cenný papír. Proces sekuritizace spočívá v shromáždění aktiv s podobnou charakteristikou a vytvoření cenného papíru (emitovaného jen pro tento účel vytvořenou společností tzv. SPV – special purpose vehicle), jehož cash flow kopíruje cash flow podkladových aktiv.

Subprime hypotéka – hypotéka pro jiné než „ověřené spolehlivé“ (tzv. prime) klienty. Jedná se většinou o hypotéky pro lidi, kterých kreditní historie není úplně dokonalá a u kterých je tudíž vyšší riziko nesplácení.

ARM – adjustable-rate mortgage, hypotéka s kratší fixací, do 2 let.

FRM – fixed-rate mortgage, hypotéka s delší fixací.

ABCP – asset-backed commercial paper tedy aktivy kryté komerční papír, je to v podstatě krátkodobý cenný papír emitovaný oproti aktivům nebo jiným cenným papírům v držbě emitenta. Slouží jako krátkodobý zdroj financování. Původně byly komerční CP zdrojem pro klasické výrobní společnosti (je jednodušší a levnější než klasické kreditní linky u bank), dnes ale emitují ABCP i finanční instituce jako krátkodobý zdroj financování.

DŮLEŽITÁ UPOZORNĚNÍ

Obecně. Tento dokument je považován za doplňkový zdroj informací našich klientů a není nabídkou ani propagací nákupu či prodeje cenných papírů. Je založen na nejlepších informačních zdrojích dostupných v době tisku. Použité informační zdroje jsou všeobecně považované za spolehlivé, avšak Česká spořitelna, a.s. neručí za správnost a úplnost uvedených informací. Názory, prognózy a odhady v materiálu prezentované odrážejí naše nejlepší znalosti ke dni vydání publikace a mohou se změnit bez udání důvodu. Publikace neprošla jazykovou úpravou. Správním úřadem vykonávajícím dozor nad Českou spořitelnou, a.s. je Česká národní banka.

Poctivá prezentace doporučení. Emitenti analyzovaných investičních nástrojů nebyli před rozšířením této analýzy seznámeni s jejím obsahem a analýza nebyla na základě jejich pokynů nijak upravována. Analýza je tvořena na základě standardních finančních a ekonometrických modelů. V případě akciových doporučení se jedná zejména o různé varianty metody diskontování budoucích cash flows a metodu čisté hodnoty aktiv společnosti. V případě dluhopisů a měn jsou standardními metodami uzavřené makroekonomické modely typu Clarida-Gali-Gertler nebo typu QPM ČNB.

Stupeň investičního doporučení u akciových titulů. Cílové ceny pro 12-měsíční horizont akcií odrážejí férovou hodnotu akcií, při jejímž stanovení jsou brány v potaz fundamentální faktory a další informace relevantní pro cenu akcie. Všechna slovní doporučení vychází z fundamentální hodnoty cenných papírů a neodrážejí relativní výkonnost akcie vůči jiným regionálním titulům. Slovní doporučení odrážejí vztah mezi cílovou cenou a cenou akcie při určení cílové ceny, tj. vydáním příslušné podnikové analýzy. V závorkách jsou uvedeny příslušné číselné hodnoty: kupovat (cílová cena 20% nad cenou akcie), akumulovat (10% až 20% nad), držet (0% až 10% nad), redukovat (cílová cena leží v pásmu -10% až 0% vzhledem k ceně akcie při určení cílové ceny) a prodávat (pod -10%).

Rizika. Minulý výkon investičních nástrojů nezaručuje srovnatelný budoucí výkon. Různé investiční nástroje a investice s sebou nesou různý stupeň investičního rizika. Hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní částky. Česká spořitelna, a.s. nepřebírá odpovědnost za případné ztráty způsobené přímo či nepřímo využitím informací v tomto dokumentu. Prognózaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena může být ohrožena různými typy rizik. Mezi ně patří například rizika související

Tabulka 1: Přehled minulých investičních doporučení na pokrývané akcie v systému SPAD

ČEZ			Zentiva		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
8.6.2007	1 045	držet	25.5.07	1 760	koupit
22.11.06	989	držet	16.3.07	1 650	koupit
18.10.06	989	koupit	7.11.06	1 460	akumulovat
1.8.06	962	koupit	10.8.06	1 390	akumulovat
29.5.06	962	koupit	12.5.06	1 410	akumulovat
3.2.06	893	koupit	20.3.06	1 390	akumulovat
6.12.05	873	akumulovat	14.11.05	1 315	akumulovat
Telefónica O2 ČR			Unipetrol		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
31.7.2007	620	držet	20.11.06	262	koupit
8.3.07	600	držet	10.7.06	251	koupit
25.9.06	550	koupit	22.2.06	261	prodat
4.5.06	608	koupit			
Komerční banka			Orco		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
5.5.07	4400	akumulovat	28.3.07	3 690	držet
27.3.06	3 800	akumulovat	21.4.06	108,8 (€)	akumulovat
CME			ECM		
Datum	Cílová cena (USD)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
31.1.07	98	akumulovat	14.6.2007	2160	akumulovat
3.2.06	68	koupit	15.2.2007	1914	kupovat
Pegas			Philip Morris CR		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
3.7.2007	849	držet	12.6.2007	9 655	redukovat
1.3.2007	806	akumulovat			

s nabídkou a poptávkou po daném investičním nástroji, rizika konkurence, cen vstupů či riziko tržních kolísání. Prognózaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena vychází z předpokladů uvedených v analýze. Jiný než očekávaný vývoj těchto předpokladů představuje rovněž klíčové riziko.

Aktualizace. Investiční doporučení, analýzy a prognózy jsou aktualizovány v rámci pravidelných publikací České spořitelny, a.s. a Erste Bank Group. Cílové ceny akcií jsou aktualizovány v podnikových analýzách pokrývaných společností, které vycházejí nepravidelně a odrážejí aktuální dění v daném oboru nebo pokrývané společnosti. Přehled vydaných investičních doporučení za uplynulých 12 měsíců shrnuje tabulka 1.

Hodnocení analytika. Hodnocení analytiků není přímo závislé na výsledcích obchodování finanční skupiny ČS s pokrývanými investičními nástroji. Nepřímá vazba spočívá ve vazbě hodnocení analytiků na zisku celé Finanční skupiny České spořitelny, na kterém se do jisté míry podílí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Konflikt zájmů. Česká spořitelna, a.s., Erste Bank, jejich dceřiné společnosti a klienti mohou mít pozice v investičních nástrojích uvedených v doporučení, mohou obchodovat s investičními nástroji společností uvedených v doporučení nebo mohou těmto společnostem poskytovat investiční nebo bankovní služby. Odbor ekonomických a strategických analýz České spořitelny, a.s. je organizačně a fyzicky oddělen od útvarů Divize finančních trhů České spořitelny, a.s.. Zájmy a z nich plynoucí případné střety zájmů Finanční skupiny České spořitelny vůči analyzovaným akciovým společnostem v České republice (společnosti obchodované v systému SPAD mimo Erste Bank) jsou uvedeny v příložené tabulce 2. jsou uvedeny v příložené tabulce 2.

Tabulka 2

Typ střetu zájmu
(1) ČS a/nebo propojená osoba má přímý či nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta větší než 5%
(2) emitent má přímý či nepřímý podíl na základním kapitálu ČS a/nebo propojené osoby větší než 5%
(3) ČS a/nebo propojená osoba má jiný významný finanční zájem ve vztahu k emitentovi
(4) ČS a/nebo propojená osoba je tvůrcem trhu nebo osobou jinak zajišťující likviditu ve vztahu k finančním nástrojům vydaným emitentem
(5) ČS a/nebo propojená osoba byla v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem
(6) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřenu jinou smlouvu o poskytování investičních služeb
(7) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení.

Emitent	Sřet zájmu (uvedte zde číselné označení příslušného typu střetu zájmu)
CETV	4, 5
ČEZ	4, 6
Komerční banka	4
ORCO	4, 5
Philip Morris ČR	4
Teléfonica O2 Czech Republic	4
Unipetrol	4
Zentiva	4

Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení Erste Bank Group obsahuje tabulka 3. Tabulka obsahuje poměr u investičních doporučení na pokrývané akcie obchodované v systému SPAD BCPP (SPAD7).

Tabulka 3

	SPAD10	SPAD se vztahem k EBG
Kupovat	20%	0%
Akumulovat	30%	40%
Držet	40%	60%
Redukovat	10%	0%
Prodávat	0%	0%

Odbor Ekonomické a strategické analýzy			
Ředitel odboru, investiční strategie	Viktor Kotlán	+420/224 995 217	vkotlan@csas.cz
Makro tým (Střední Evropa)	Mária Fehérová	+420/224 995 232	mfeherova@csas.cz
Makro tým (ČR)	Martin Lobotka	+420/224 995 192	mlobotka@csas.cz
Makro tým (USA, EMU)	Luboš Mokráš	+420/224 995 456	mokras@csas.cz
Makro tým (ČR), team-leader	David Navrátil	+420/224 995 439	dnavratil@csas.cz
Akciový tým (CEE Real Estate)	Petr Bártek	+420/224 995 227	pbartek@csas.cz
Akciový tým (svět)	Ján Hájek	+420/224 995 324	janhajek@csas.cz
Akciový tým (ČR)	Radim Kramule	+420/224 995 213	rkramule@csas.cz
Akciový tým (ČR, CEE Media), team-leader	Jakub Židoň	+420/224 995 340	jzidon@csas.cz
<hr/>			
Úsek Finanční trhy - prodej a obchodování			
Ředitel úseku	Petr Witowski	+420/224 995 800	pwitowski@csas.cz
	Robert Novotný	+420/224 995 148	rnovotny@csas.cz
Odbor Obchody treasury - ředitel odboru	Libor Vošický	+420/224 995 592	lvosicky@csas.cz
Odbor Obchody na kapitálových trzích - ředitel odboru	Pavel Křivonožka	+420/224 995 565	pkrivonozka@csas.cz
Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty - ředitel odboru	Daniel Drahotský	+420/224 995 178	ddrahotsky@csas.cz
Odbor Proprietary trading	Robert Novotný	+420/224 995 148	rnovotny@csas.cz
<hr/>			
Úsek Investiční bankovnictví			
Ředitel úseku	Jan Brabec	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
	Jiří Hrbáček	+420/224 995 836	jhrbacek@csas.cz
Odbor Primární emise	Alice Racková	+420/224 995 197	arackova@csas.cz
Odbor Finanční instituce - ředitel odboru	Jana Daňková	+420/224 995 128	mjdankova@csas.cz
Odbor Obchodování a distribuce aktiv - ředitel odboru	Jan Brabec	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
<hr/>			
Brokerjet	On-line obchodování s CP	+420 222 004 444	www.brokerjet.cz