



Na co myslím 15. února 2007

David Navrátil
+420 224 995 439
dnavratil@csas.cz

Dnes čekáme:

CZK/EUR: 28,15-28,35
CZK/USD: 21,30-21,85
EUR/USD: 1,295-1,320

Včerejší závěr:

FOREX (mid)

EUR/CZK 28,26
USD/CZK 21,50
GBP/CZK 42,21

CZK/SKK 1,214
EUR/SKK 34,31
EUR/HUF 252,3
EUR/PLN 3,902

EUR/USD 1,314
USD/JPY 120,1
EUR/JPY 157,8
EUR/CHF 1,627
EUR/GBP 0,669

3M IBOR

ČR 2,59%
USA 5,36%
EMU 3,82%

10R VÝNOS (bid)

ČR 3,76%
USA 4,75%
EMU 4,10%

Akciové indexy

PX 1708,9
S&P500 1455,3
FTSEurofirst 1547,9

KOMODITY

CRB INDEX 368,3
ROPA 54,9
ZLATO 670,0

Zdroj: Reuters

ČR + region

- Inflace v zůmu. Vidina pomaleji se uzavírajícího se úrokového diferenciálu a horší průmysl (dáno menším počtem prac. dní) poslaly CZK k 28,25. CZK zažívá negativní makro překvapení, technicky však nevidím důvod pro další oslabení. Krátkodobě ji pomůže slabší USD, dovish Fed a z toho plynoucí pozitivní nálada na region. Dlouhodobě pak fakt, že nižší CZ inflace vlastně nic na sazbách nemění.

Svět

- US:** slabší maloobchod a Bernanke přehodil USD přes 1,3050. Trh vyhodnotil Bernankeho jako holubici. Fed očekává zdravý růst ekonomiky, 2,5-3% letos, konsensus 2,75%. Jádrou inflaci čeká na 2-2,25%. Aktuál je na 2,6%, takže zpomalení, nicméně a varoval před inflačními riziky. Koment a reakce USD jde naším směrem. Posun USD čekáme letos na 1,35-1,40 a sazby pokles na 4,5%.

Zoom: Proradná inflace

- Včerejší inflace pěkně analytikům hnula žlučí. Konsensus pro meziměsíční inflaci byl stanoven na 1,6%, kde jsem byl také já a ony si ceny klidně vzrostly pouze o 1% (abych byl přesný, tak o 0,986%), tudíž meziročně poklesla na 1,3%. To pak takový analytik buď zarytě mlčí nebo dostane nápad to celé popsat a zapráskat inflaci celé daily. Tak, proč? Jak dál? A co na to ČNB?
- Tak nejdříve proč. Když to vezmu kolem a kolem, potřebuji najít důvody pro odchylku 0,6pb a odpovědět si, zda za to může jiný než očekávaný vývoj, nebo změna koše? Začneme regulovanými cenami a změnami nepřímých daní. Jejich celkový příspěvek dosáhl 0,6pb. Očekával jsem přitom 1,2pb. Ceny elektřiny, vodné, stočné, plyn, vše OK. Problém nastal v cigaretách a nájmech. Terénní průzkum odhalil, že již v lednu PNSky v Pze a Ově prodávaly vezele cigarety za vyšší ceny, za ceny uvedené v cenovém věstníku MF. Ale jak se zdá, staťák odhalil něco jiného, navíc rozšířil řady sledovaných cigaret o levnější kousky a celkově zvýšil váhu kuřáků v koši. Takže z očekávaného příspěvku 0,3 zůstalo nakonec jen 0,1pb. Dále deregulace nájmu. Regulované nájemy měly vzrůst o cca 20% a dodat inflaci 0,4pb. Nicméně dodaly jen 0,1pb. A když k tomu přidáme ještě 0,1pb za teplo, tak máme nalezených 0,6pb v regulovaných cenách. Co ostatní položky? Ceny potravin rostly podle plánu (potvrzuje se hypotéza urychlení růstu cen potravin). Mírně vyšší byly ceny benzínu, na druhou stranu nižší byla poptávková inflace (vyšší oblečení, ale více nižší telekomunikace).
- Jak dál? Znovu jsem kontroloval cenové věstníky MF a prostě kolky na nových cigaretách už mají vyšší ceny. Takže ty chybějící pb jsou v trubkách, jen protéci ke zdárnému konci a k nadšenému kuřáku. Takže inflace z titulu cigaret nahoru půjde. K tomu připočteme letošní zvýšení spotřební daně, které by se mělo díky opatření MF projevit v cenách podstatně dříve. Navíc vyšší váha cigaret v koši...se mi tady rýsuje, že cigarety dodají v letošním roce k 0,1pb ještě celkově cca 0,8pb.
- Regulované nájemy se týkají asi pětiny všech nájemných bytů, kolem 760tis. Jejich váha se v koši snížila, takže jsme se z případného příspěvku 0,4pb dostlali na 0,3pb. Skončí v inflaci tedy ty dodatečné 2 procentní body? Mám dvě vysvětlení, proč tam ještě nejsou. Za prvé, nájemci musí informovat nájemníky a růstu činže s 3M předstihem. A možná ne všichni to stihli. Za druhé, obce, které jsou majiteli necelé poloviny bytů s regulovaným nájemným, nechtějí popouzet voliče před komunálními volbami. Očekávám proto, že pb se do inflace propílží, ale bude to trvat, především u těch obcí. Celkově si tedy myslím, že ačkoliv inflace skončila níže, než jsem čekal, nakonec se bude šplhat nahoru.
- A co na to ČNB? Inflace byla nižší o 0,3pb, než čekala: potraviny vyšší a benzín a poptávková inflace nižší. Centrbankři nečekají vliv změny koše na inflaci v příštím roce. Když si to sečtu a podtrhu, tak v horizontu měnové politiky, tedy v 1H08, stále vidím inflaci nad cílem a stejně to vidí i ČNB. Takže sazby porostou a na konci roku stále vidím sazby na 3%. Ale pomalejší náběh inflace bude pokoušet psychiku Sedmičky a může tak prodloužit onu stabilitu „v nejbližších měsících“. Na druhou stranu kurz je slabší než ČNB čekala, rychle poroste spotřeba. Svě časování – červenec a říjen – proto neměním. Krátký konec křivky šel dolů až o 10bb. Ještě to není na doporučení nákup FRA nebo zajištění nižších sazeb u úvěrů, ale trh může vycukat holubičí komentý ze strany mé oblíbené Sedmičky.

Klíčová data dne

Hodina	Země	Údaj	ČS/Erste	Konsensus	Komentář
9:00	CZ	Maloobchod	6,5% y/y	5,0% y/y	Indikátor domácí poptávky a možných inflačních tlaků
14:00	POL	CPI	1,7% y/y	1,6 y/y	Nižší CPI by působilo proti zlotému a ve prospěch dluhopisů
15:15	USA	průmyslová produkce		0% m/m	trh by reagoval na pokles

Kontakty: t: 224 995 + linka

Finanční trhy	Petr Witowski	I. 800	Prodej - dluhopisy	Onřej Čech	I. 577
Obchody Treasury	Robert Novotný	I. 148	Obchodování - dluhopisy	Radek Prokop	I. 570
Obchody na kap. trzích	Libor Vošický	I. 592	instit.správa aktiv a struk.produktů	Jan Došek	I. 450
Prodej - akcie	Pavel Křivonožka	I. 565	Proprietary trading	Robert Novotný	I. 148
	Michal Března	I. 523			

Tržní data – sazby a měny

Přibor	15.2.2007		1D	1T	3M	Swaps	15.2.2007		1D	1T	3M
	bid	ask	13.II.07	7.II.07	12.X.06		bid	ask	13.II.07	7.II.07	12.X.06
O/N	2,40	2,50	2	0	8	1Y	2,72	2,78	-7	-14	-39
1W	2,42	2,52	1	1	1	2Y	2,92	2,98	-9	-12	-41
2W	2,42	2,52	0	0	0	3Y	3,08	3,14	-9	-10	-35
1M	2,44	2,54	0	0	0	4Y	3,20	3,26	-11	-10	-31
2M	2,46	2,56	0	1	-1	5Y	3,32	3,38	-11	-8	-25
3M	2,49	2,59	0	0	-4	6Y	3,42	3,48	-10	-8	-21
6M	2,56	2,66	-2	-1	-14	7Y	3,51	3,57	-10	-8	0
9M	2,64	2,74	-3	-2	-23	8Y	3,60	3,66	-9	-7	-15
12M	2,70	2,80	-5	-4	-29	10Y	3,76	3,82	-6	-5	-8

FRA	15.2.2007		1D	1T	3M	Libor	USD	EUR	JPY	CHF	GBP
	bid	ask	13.II.07	7.II.07	12.X.06		O/N	1M	2M	3M	6M
1*4	2,60	2,65	-1	-3	-13	2R	5,20	4,18	0,91	2,64	5,71
2*5	2,59	2,65	-5	-5	-21	3R	5,14	4,19	1,09	2,69	5,68
3*6	2,68	2,73	-2	1	-22	4R	5,12	4,19	1,24	2,73	5,62
4*7	2,75	2,81	0	5	-24	5R	5,12	4,20	1,39	2,76	5,57
5*8	2,69	2,76	-10	-5	-39	7R	5,16	4,23	1,62	2,82	5,45
6*9	2,84	2,89	-1	2	-36	10R	5,22	4,30	1,88	2,91	5,29
7*10	2,79	2,85	-9	-7	-46	Měny	15.2.07	1D	1T	1M	3M
8*11	3,00	3,06	9	11	-33	EURCZK	28,26	0,04%	-0,06%	1,72%	0,61%
9*12	2,96	3,01	0	2	-41	EURUSD	1,3143	0,12%	0,80%	1,58%	2,42%
1*7	2,68	2,74	-1	-1	-15						
2*8	2,74	2,80	1	1	-21						
3*9	2,76	2,81	-3	-1	-30						
4*10	2,76	2,81	-15	-4	-35						
5*11	2,77	2,83	-9	-6	-42						
6*12	2,90	2,95	-2	-1	-40						

Tržní data – středoevropské dluhopisy

v ýnos	ČR			Polsko			Maďarsko			Slovensko						
	1D	1T	3M	v ýnos	1D	1T	3M	v ýnos	1D	1T	3M	v ýnos	1D	1T	3M	
1	2,94	-6	-4	-53	4,51	5	11	-35	7,95	-1	9	-100	4,30	5	-26	-94
5	3,28	-6	1	-50	4,90	0	4	-42	7,63	-3	7	-79	4,35	3	-33	-68
10	3,76	-5	2	-15	5,17	0	2	-27	7,20	0	5	-70	4,35	-6	-17	-30
15	4,16	-3	3	-1	5,31	4	5	-30	6,77	-2	-3	-92	4,45	-3	-15	-40

Prognózy ČS – měny, sazby, výnosy

	Měnové kurzy vůči euru a dolaru*						3M úrokové sazby (v %)						10R dluhopisy (v %)					
	CZK	CZK*	USD	SKK	HUF	PLN	CZE	USA	EMU	SKK	HUN	POL	CZE	USA	EMU	SKK	HUN	POL
Spot	28,3	21,5	1,31	34,3	252	3,90	2,6	5,4	3,8	4,6	8,2	4,2	3,7	4,7	4,1	4,2	6,8	5,2
1M	27,8	21,0	1,33	35,3	251	3,81	2,6	5,2	3,7	4,6	8,0	4,2	3,8	4,7	3,9	4,3	6,7	5,3
3M	27,7	20,6	1,35	35,9	257	3,80	2,6	4,8	3,7	4,7	7,9	4,3	3,9	4,6	4,0	4,5	6,6	5,4
6M	27,6	19,8	1,40	36,5	254	3,80	2,8	4,8	3,7	4,7	7,7	4,4	4,1	4,8	4,1	4,6	6,4	5,3
1R	26,9	20,5	1,32	35,0	249	3,73	3,3	4,6	3,6	4,5	7,0	4,6	4,3	4,9	4,1	4,6	6,1	4,9

Prognózy ČS – sazby centrálních bank

	Klíčová sazba (%)	Nejbližší zasedání	Prognóza ČS (bp)	Očekávání trhu (bp)	Poslední změna (bp)	Nejbližší očekávaná změna (bp)
Česká republika	2,50	1.3.2007	0	0	+25 / IX-06	+25 / VII-07
USA	5,25	21.2.2007	0	0	+25 / VI-06	-25 / VI-07
Eurozóna	3,50	8.2.2007	0	0	+25 / X-06	+25 / III-07
Slovensko	4,75	27.2.2007	0	-	+25 / IX-06	-25 / 1Q-08
Maďarsko	8,00	26.2.2007	0	-	+25 / X-06	-50 / 3Q-07
Polsko	4,00	28.2.2007	0	-	-25 / II-06	+25 / 2Q-07

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Vyhlášky o poctivé prezentaci investičních doporučení (114/2006 Sb.) jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny www.csas.cz/analiza. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními je: www.csas.cz/analiza_upozorneni. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na výše uvedené webové adrese.