

Měsíční strategie – dluhopisy a měny

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

duben 2008

Instrument	Úroveň z 31.3.2008	Prognóza 1 měsíc	Prognóza 6 měsíců	
ČESKÁ REPUBLIKA				
CZK/EUR	25.2	→	25.4	↓ 26.4
3M Pribor	4.10	↓	4.01	→ 4.14
2Y swap	4.14	→	4.15	→ 4.21
10Y swap	4.44	→	4.46	→ 4.41
<p>Makro data zatím neindikují žádné zpomalení české ekonomiky. Koruna si v březnu prodělala oslabení poté, co se objevily zprávy o jednáních mezi ČNB a Ministerstvem financí o tom, že se pokusí zabránit dalšímu posílení měny. Posléze se ale vrátila k 25, čímž dala najevo, že spekulace na konverzi privatizačních příjmů či konverzi EUR z eurobondů za nedávným posílením nestály. Sazby ČNB se budou měnit až koncem Q2, swapy zůstanou bez výraznějšího pohybu.</p>				
USA				
USD/EUR	1.58	↑	1.54	↑ 1.47
3M Libor	2.69	↓	2.30	↓ 2.20
2Y swap	2.42	→	2.37	↗ 2.60
10Y swap	4.07	→	4.13	↑ 4.73
<p>V březnu prošel finanční trh další vlnou turbulencí vrcholící kolapsem investiční banky Bear Stearns. Duben by měl být ve znamení zklidňování finančního trhu a dalších slabých dat z reálné ekonomiky. Tato kombinace by měla držet výnosovou křivku téměř stabilní, s mírným prostorem k růstu středu a dlouhého konce. Na konci dubna potom čekáme další snížení sazeb Fedu o 50bp na 1,75%. Dolar zůstane patrně pod tlakem, jeho intenzita bude záviset na míře slabosti US ekonomiky a na tom nakolik bude zpomalovat zbytek světa.</p>				
EUROZÓNA				
3M Euribor	4.73	↓	4.25	↓ 3.73
2Y swap	4.25	↓	3.95	↘ 4.05
10Y swap	4.41	→	4.45	↗ 4.60
<p>Evropské ekonomiky se stále poměrně drží, některé předstihové indikátory však naznačují, že dopad zpomalení v USA už začíná být citelný. Rétorika ECB se nemění a zůstává stále jestřábí. My a trh se shodujeme, že pokles inflačních tlaků a zřetelnější útlum ekonomiky spolu s trvajícím slabostí peněžního trhu povedou ke snížení sazeb o 50bp do konce roku.</p>				
SLOVENSKO				
SKK/EUR	32.50	↗	32.00	→ 32.50
3M Bribor	4.28	↘	4.25	↓ 3.80
<p>V dubnu zveřejní EK své jarní makro předpovědi, které naznačí, jestli vnímá nízkou inflaci na Slovensku jako udržitelnou. V případě pozitivního vyznění je možný spekulativní tlak na posílení koruny. Konverzní kurz vidíme v pásmu 32,0-32,5, přičemž se přikláníme k horní hranici tohoto intervalu. V polovině roku by se tedy měl kurz (za předpokladu umazání kladného úrokového diferenciálu) pohybovat kolem stávající úrovně. Harmonizaci sazeb s Eurozónou očekáváme v květnu-červnu s rizikem odsunutí až na druhou polovinu roku.</p>				
MAĎARSKO				
HUF/EUR	260.7	→	262.0	→ 260.0
3M Bubor	8.23	↗	8.40	→ 8.30
3Y swap	8.54	→	8.55	↘ 8.20
10Y swap	7.72	↗	7.85	↘ 7.50
<p>Bezprostřední dopad rozpadu vlády je neutrální, menšinová vláda je ovšem méně stabilní než většinová a proto střednědobá implikace je vyšší rozkolísanost forintu. Ránou pro maďarská aktiva by bylo odstoupení nebo odvolání premiéra. Vzhledem na aktuální makro situaci a možnost opětovného nárůstu rizikové averze vnímáme možnost oslabení forintu. V případě prudkých ztrát však zasáhne centrální banka a zvýší úrokové sazby. Ve Q2 je pravděpodobné další utužení měnové politiky o 25 bodů, v závěru roku předpokládáme znovuobnovení cyklu uvolňování měnové politiky vzhledem k očekávanému poklesu inflace. Důležitým předpokladem je stabilizace na globálních finančních trzích a počátek oživování ekonomiky USA.</p>				
POLSKO				
PLN/EUR	3.52	↘	3.55	→ 3.51
3M Wibor	6.15	↗	6.20	↑ 6.45
2Y swap	6.27	→	6.30	→ 6.30
10Y swap	5.73	↗	5.80	→ 5.70
<p>Střednědobé mluví fundamenty ve prospěch posilování zlotého (do konce roku na 3,45 PLN/EUR). Domácí makro údaje budou v dubnu působit spíše ve směru utlumování očekávání o dalším zvyšování sazeb, vyváží je však jestřábí rétorika centrální banky. Do konce druhého kvartálu očekáváme nárůst klíčových sazeb ještě o 50 bodů. Krátký konec křivky už tento scénář zohledňuje a neměl by v šestiměsíčním horizontu výrazněji růst (s výjimkou kratších sazeb na peněžním trhu). Na dlouhý konec budou působit dva protichůdné vlivy - na jedné straně nárůst evropských výnosů, na druhé straně vidíme prostor pro pokles rizikové přirážky.</p>				

Poznámka: Směry ukazují rozsah změny daného indikátoru vzhledem k minulému indikátoru 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.

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/analýza. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními je: www.csas.cz/analýza_upozorneni. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na výše uvedené webové adrese.

Investiční doporučení

Nové doporučení

#36 – Short desetiletý americký státní dluhopis 3,5 02/15/18.

- 1) doporučení vychází z našeho základního scénáře vývoje ekonomiky a dluhopisového trhu: reálná ekonomika a měnová politika projde dnem cyklu ve druhém čtvrtletí, ve druhé polovině roku dojde k postupnému, spíše pomalému oživení. Dluhopisy budou reagovat růstem strmosti křivky způsobným především zvýšením výnosů na jejím dlouhém konci.
- 2) Rizikem pro náš scénář je hluboký a dlouhý propad ekonomiky do recese, navíc následovaný dlouhým obdobím velmi pomalého růstu (ekvivalent japonského „ztraceného desetiletí“) místo námi očekávaného relativně mírného a krátkého poklesu. V takovém případě by výnosová křivka naopak snížila strmost kvůli poklesu středu a dlouhého konce.
- 3) Případná realizace „staglačního scénáře“ (kterou považujeme za velmi málo pravděpodobnou) by naše doporučení neohrozila, protože by si vynutila růst dlouhého konce křivky kvůli vyšší inflaci a vyšším inflačním očekáváním.

Investiční horizont	12M
Instrument	US T-bond 3.5 US 12M libor
Vstupní hodnota (2.3.2008)	99.33 2.56%
Cílová hodnota	89.87
Očekávaný zisk	11.43%

Otevřená doporučení

#33 – vrátili jsme se k mírnému zisku, doporučení chybí do konce „života“ měsíc. Naděje na zlepšení je v tomto horizontu reálná necháme proto doporučení doběhnout.

top	doporučení	otevření pozice	cílené uzavření pozice	instrumenty	vstupní hodnota	dnešní hodnota	flat P/L jednotl. (%)	flat P/L vč. carry (%)	P/L v p.a. vč. carry (%)
33	spread 5Y swap/T-bond (US)	22.11.2007	22.5.2008	USD 5Y IRS/5Y bond	101.00	85.3	15.8		
36	10Y T-bond (US)	2.4.2008	2.4.2009	USD 5Y T-bond/12 M USD libor	99.33	99.33	0.0	0.0	

Co vidíme jako zajímavé v průběhu 2008

- **Long USD/CZK:** na toto doporučení jsem příliš spěchali, ale stále ho vidíme jako velmi zajímavou možnost do budoucna
- **Short EUR/USD:** uvolnění Čínského juanu, zlepšení dat v USA a zpoždění zpomalení v Evropě dostane EUR pod tlak
- **Long PLN/EUR:** po dividendové sezóně a uklidnění situace na majors (2H08) čekáme další posílení zlotého.
- **Long CZGB/ short bundy:** čekáme, že nižší emise dluhopisů na domácím trhu bude stlačovat CZ/EU GB spreadu dolů.
- **Long PLGB / short bundy:** dobré makro dává největší prostor pro pokles rizikové přirážky

USA

Luboš Mokráš, tel: 224 995 456, lmokras@csas.cz

Makroekonomická data potvrzují slabost ekonomiky

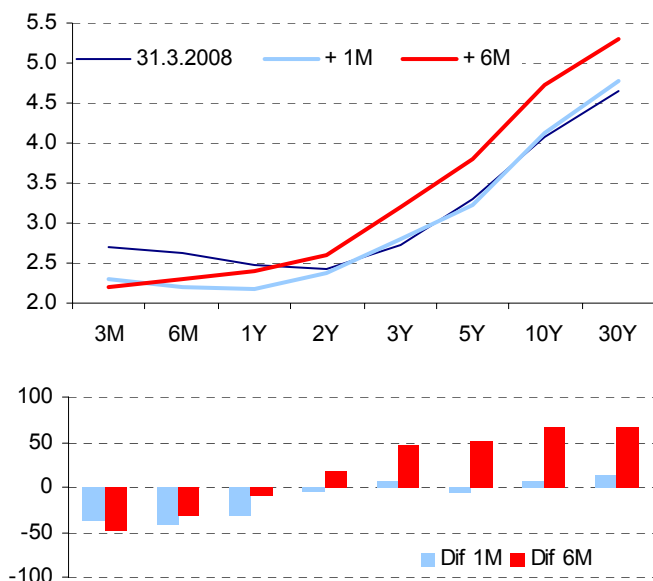
Zatímním vrcholem turbulencí ve finančním sektoru byl kolaps páté největší investiční banky Bear Stearns. Jak Fed tak ministerstvo financí nadále vyvíjejí maximální snahu o stabilizaci finančního sektoru, problémy spojené především se strukturovaným kreditem však nadále přetrvávají a dá se předpokládat, že v akutní formě přetrvávají v dohledné budoucnosti a že finanční systém budou zatěžovat ještě léta. Pro reálnou ekonomiku je potenciálně nejhorší propad spotřebitelské důvěry. Pokud by se skutečně promítl do chování spotřebitelů, znamenalo by to další výrazné zhoršení stavu hospodářství. Situaci spotřebitelů by v kritickém období měla podpořit vládní stimulační opatření. Pokud by však došlo k výraznějšímu zhoršení na trhu práce nemusela by stačit. Kromě trhu práce spotřebitele nadále zatěžují především vysoké ceny benzínu a propad cen nemovitostí. Trh s rezidenčními nemovitostmi zůstává velmi slabý, zlepšení je v dohledné budoucnosti nepravděpodobné. Proti možnému zlepšení působí tři základní faktory: zpřísnění podmínek úvěrování, větší opatrnost domácností a vysoká zásoba neprodaných domů. Potenciálně může ještě dojít ke zhoršení situace s nesplácením hypoték, což by dále zvýšilo zásobu neprodaných domů. Výrobnímu sektoru částečně pomáhá zlepšená exportní výkonnost, nestačí však kompenzovat slabost domácí poptávky, takže podle ISM indexu zůstává

výroba v kontrakci. Celkově naším hlavním scénářem zůstává výrazné zpomalení až mírná recese (tedy růst kolem nuly) v prvním pololetí a pomalý přechod k rychlejšímu růstu ve druhém pololetí. Start ekonomiky by měly brzdit hlavně dlouhodobé problémy finančního sektoru a trhu s rezidenčními nemovitostmi.

Fed se snaží stabilizovat finanční sektor a podpořit ekonomiku, obavy z inflace však přetrvávají

Fed razantně zasáhl v případě kolapsu Bear Stearns a nadále se ze všech sil snaží o udržení stability finančního sektoru a podporu reálné ekonomiky. Podle našeho názoru to povede k dalšímu snížení sazeb o 50 bp na zasedání FOMC na konci dubna. Zda bude mít Fed prostor k ještě výraznějšímu snížení sazeb je otázka: situaci mu ztěžuje prudký růst cen komodit, který je ovšem jedním z důsledků krize na finančním trhu (odliv prostředků do komodit jako „bezpečné“ investice, který je hnací silou růstu cen komodit). Jádřová inflace je zatím pod kontrolou (PCE jádrový index za únor rostl meziročně o 2,0%). Fed má však podobně jako ECB obavy z druhotných efektů vysoké celkové inflace, které by nemusely být utlumeny ani zpomalením ekonomiky. V rámci Fedu jsou slyšitelné zřetelné rozdíly v názorech na intenzitu tohoto rizika, rostoucí polarizace je vidět i v nejednomyslných výsledcích hlasování FOMC o sazbách. Pokud by však ekonomika zpomalila na delší dobu, převládla by patrně vliv slabší poptávky (a postižený by byly i komodity), což by vedlo k ještě výraznějšímu poklesu sazeb.

US: výnosová křivka (swapy)



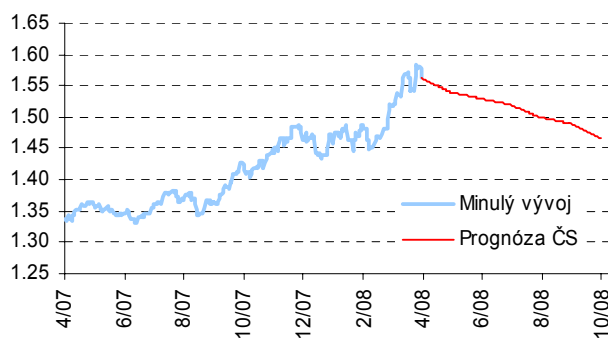
Výnosy dluhopisů by se v dohledné budoucnosti měly držet nízké, střednědobě čekáme růst středu a dlouhého konce

V měsíčním horizontu čekáme pokles krátkého konce výnosové křivky kvůli předpokládanému snížení sazeb. Střed a dlouhý konec křivky by měl nepatrně růst. Toto očekávání vychází z předpokladu, že jak stav reálné ekonomiky tak stav finančního sektoru už se nebude výrazněji zhoršovat. Pokud by tomu tak nebylo, měla by ještě výnosová křivka prostor pro pokles, tento prostor je ovšem už jen velmi omezený. V půlročním horizontu čekáme především růst strmosti křivky, kvůli mírnému poklesu jejího krátkého konce a zřetelnému růstu na dlouhém konci. Očekávání vychází z předpokladu, že současné zpomalení ekonomiky a problémy finančního sektoru budou spět k vyřešení, tj. že nejhorší bude za námi.

Riziko dalšího oslabení dolaru zůstává, zároveň však roste pravděpodobnost obratu trendu

Další vývoj bude záviset na několika faktorech: 1) relativní vývoj USA vs. zbytek světa (tj. zda bude pokračovat zatím fungující model vývoje kdy USA jsou slabým článkem, ale zbytek světa není příliš postižen nebo sebou USA strhnou i zbytek světa) 2) na hloubce problémů v USA (specificky finanční sektor vs reálná ekonomika) 3) na chování velkých investorů (SWF – suverénní fondy, velké penzijní fondy, hedgeové fondy apod.) 4) na politice hlavních centrálních bank (ohledně intervencí specificky). Vzhledem k množství faktorů a s nimi svázaných scénářů vývoje je další vývoj kurzu mimořádně nejistý. Hlavní varianty jsou: 1) USA alespoň částečně „nakazí“ zbytek“ světa, což přinutí ECB snížit sazby. Kombinace nižšího úrokového diferenciálu a vyššího rizika ve zbytku světa pomůže dolaru. Následně se začne obracet cyklus v USA, což obrátí trendu utvrdí. S tímto naším základním scénářem je spojeno poměrně rychlé a výrazné posílení dolaru. 2) USA zůstanou slabé samy, jejich problémy se budou ještě vyhrocovat. Dolar zůstane pod silným tlakem a dále oslabí, dříve nebo později budou nuceny zasáhnout centrální banky a stabilizovat situaci. Po takové akci obvykle dochází k obrátu dlouhodobého trendu a návratu k fundamentálně realističtějším hodnotám. V tomto případě se náš základní scénář posune jak směrem k slabší výchozí hodnotě obrátu trendu tak časově.

EUR/USD



EMU

Luboš Mokráš, tel: 224 995 456, lmokras@csas.cz

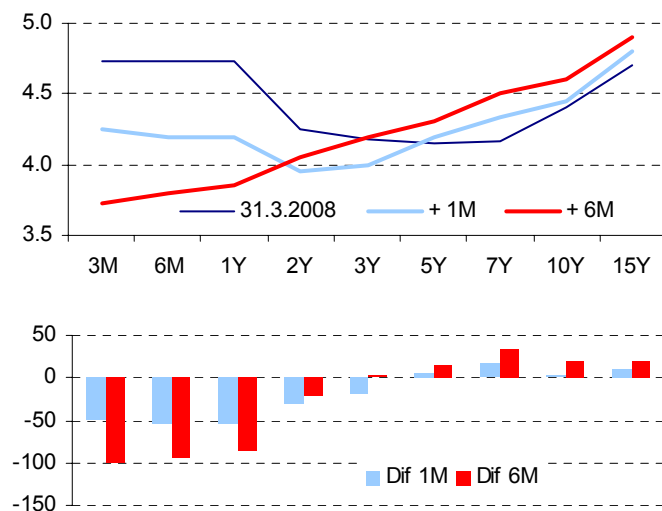
ECB nadále jestřábí, trh přesto vytrvale počítá s cuty

Situace v Evropě zůstává neměnná: z ECB zní převážně jestřábí hlasy vytrvale upozorňující na inflační rizika plynoucí z prudkého růstu cen komodit a potravin. Obává se druhotných dopadů, tj. především vzniku mzdově-inflační spirály a růstu cenotvorné síly producentů. Trh počítá s tím, že faktory kterých se obává ECB jsou přechodné a že převládne vliv slabosti USA a celosvětové finanční krize. Inflace by podle těchto očekávání nyní měla být na piku, kombinace jejího zpomalení a postupující slabosti světové ekonomiky by měla dát prostor ECB ke snížení sazeb o 50bp do konce roku. Toto je scénář, který je započten ve výnosové křivce a k němuž se kloníme také my. Alternativou jsou neměnné sazby, pokud bude růst v EMU dostatečný a inflace se udrží zřetelně nad 2,0%. Faktorem proti snížení sazeb zůstává i velmi rychlý růst měnového agregátu M3.

Výnosy na krátkém konci by měly klesnout, střed a dlouhý konec křivky by měl mírně růst

V souladu s naším základním scénářem vývoje ekonomiky a sazeb ECB je pokles ultrakrátkého konce výnosové křivky a mírný růst zbytku. Oproti USA by pohyby měly být podstatně tlumenější a růst strmosti jen omezený. Alternativou je téměř plochá křivka, pokud by ECB držela sazby, což by omezovalo inflační očekávání a tlumilo růst ekonomiky.

EMU: výnosová křivka (swapy)



Česká republika

Martin Lobotka, mlobotka@csas.cz; tel: 224 995 192

Měsíční data neindikují zpomalení, inflace zůstává vysoko

Makro v průběhu března příliš nepřekvapilo - žádné zpomalení průmyslu prozatím nepozorujeme (meziroční růst průmyslu v lednu překvapil trhy růstem 9,3% meziročně), a ani silná koruna si zatím daň na poptávce po zdejších zboží nevybírá (obchodní bilance v lednu v přebytku 12 mld.). V průběhu roku by se zpomalující evropská ekonomika měla projevit postupně i v české ekonomice – kde bychom čekali, že uvidíme první příznaky, jsou právě data za zahraniční obchod a produkci.

Vyšší inflace s námi v únoru zůstala (7,5%), což se určitě dotýká reálných mezd i v tomto čtvrtletí. Ty ještě v předchozím čtvrtletí zpomalily na 1,9%, což bylo tempo růstu o 2/3 nižší než byl růst reálných mezd v prvních třech čtvrtletích roku 2007. V březnu inflace jen nepatrně zvolní – čekáme, že dubnová data přinesou její pokles na 7,4%, za celé první čtvrtletí tak bude inflace o cca 0,7 p.b. nad prognózou ČNB.

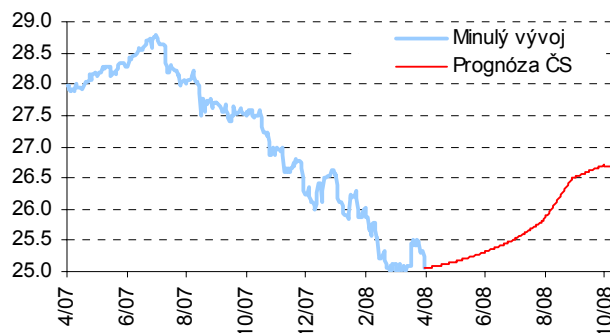
Toho si je konec-konců vědomá i Bankovní rada ČNB, která vysokou inflaci (právem) pokládá za nejmocnější pro-inflační riziko své únorové prognózy. BR ve druhé polovině března zasedala v roce 2008 po druhé. Zasedání dle očekávání skončilo bez změny sazeb, hlasování skončilo poměrem 6/1 (jediným, kdo cítil potřebu vyšších sazeb již nyní, byl podle nás M.Hampl). Komentář po zasedání celkem odpovídá situaci, které čelí centrální banky i ve zbytku světa – nákladový šok z titulu růstu cen energií a potravin a krize v USA generují velkou nejistotu ohledně dalšího vývoje inflace a nutí CB k obezřetnému přístupu. Zatímco ale ve Spojených státech (a v menší míře i v Evropské unii) je možné částečně spoléhat na nižší poptávkové tlaky z důvodu zpomalení ekonomik, v Polsku či v ČR jsou ekonomiky rozjeté na plný plyn. ČNB si ale v nejjisté ponechává dveře otevřené jakékoliv možnosti: Bankovní rada vidí „pravděpodobnost odchýlení se od trajektorie, v rámci které se (Rada) rozhodla sazby neměnit, na jednu či druhou stranu jako relativně vysokou“. Směrem k nižším sazbám mluví jistě koruna – tu většina Rady vnímá jako ulítlou na silnější stranu a tudíž faktor, který utahuje měnové podmínky.

Vláda chce bojovat proti koruně

Koruna se v první polovině března obchodovala kolem 25 CZK, ve druhé pak oslabila až k 25.50 po zprávách, že Ministerstvo financí a ČNB jedná o tom, jak zabránit posilování koruny, které by mohlo být způsobeno vládními operacemi jakou je privatizace nebo emise dluhopisů v EUR. Podle nás však chystaná opatření vlády (ministr financí Kalousek se zmínil o tom, že v nejbližší době bude finální návrh zveřejněn) nejsou v podstatné míře tou silou, která korunu dostala mimo „rozumné“ úroveň – zprávy o možnosti emise eurobondů jsou staré, chystaná privatizace je známá také delší dobu (ke konci měsíce se koruna znovu vrátila až k 25 CZK za EUR). Navrhovaná opatření (= zmrazení privatizačních příjmů a zrušení nebo výrazné omezení emise dluhopisů v cizí měně) tak mohou psychologicky na trh krátkodobě působit (což bylo v první polovině měsíce patrné), důležité si je ale uvědomit, že mohou spíše zabránit dodatečnému posilování, ne zvrátit to dosavadní. A to právě z důvodu, že se domníváme, že za vychýlením koruny stála v podstatné míře krize v Americe. Svoji roli mohlo sehrát i zajišťování se firem (CEZ, Škoda Auto), nicméně při průměrném denním objemu obchodu EURCZK v říjnu 2007 (poslední data z ČNB) ve výši 677 mil. USD to tak zásadní vliv na posilování koruny mít nemohlo (CEZ zajišťoval 70 mld. CZK).

V platnosti tak zůstává naše prognóza oslabení koruny – časování samozřejmě v této situaci zůstává nejasné. Spouštěče mohou být zlepšení vyhlídek v USA, obava z makro vývoje v regionu (zatím to tak nevypadá, ale zpoždění Evropy za USA existuje, takže nejbližší 2-3 čtvrtletí budou klíčové) či regionální pohyb. Pokles sazeb, pokud by k němu ČNB skutečně přikročila, by mohl krátkodobě korunu oslabit, nicméně není to náš hlavní scénář (i když ten je samozřejmě determinován korunou) a nedomníváme se, že by ČNB v tom případě z úroků na koruně ubrala podstatným způsobem za kratší dobu.

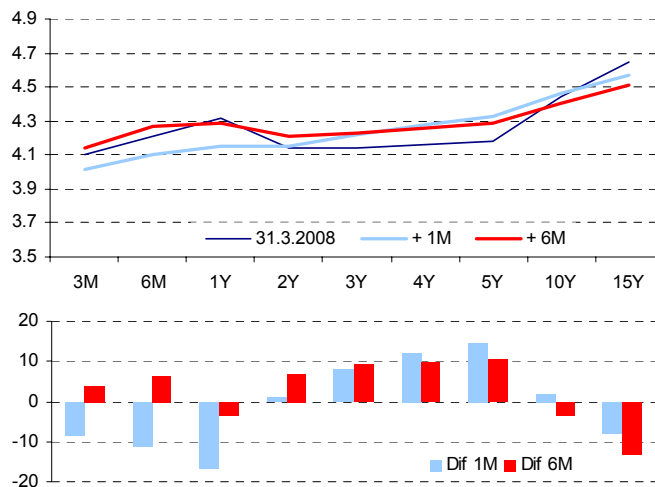
CZK – vývoj a predikce



Swapy bez zásadnějšího pohybu

Krátký konec vyrostl v březnu o 10-15 bodů – to samo o sobě může být důsledkem přehodnocení trhu ohledně výhledu sazeb, nebo projev nervozity na mezibankovním trhu (v průběhu března i krátké sazby v Eurozóně přidaly 30 bodů, což nekoresponduje s výhledem trhu na další pohyb ECB). Vzhledem k tomu, že FRA se příliš nezměnily (trh započítává max. jeden hike), předpokládáme spíše, že je to kvůli první možnosti. V měsíčním horizontu tak je možné očekávat korekci krátkého konce dolů, v horizontu 6 měsíců pak s očekávaným obnovením tendence ČNB k růstu sazeb pohyb krátkého konce opačným směrem. Na delším konci nevidíme zásadnější pohyb, růst delších swapových sazeb v Eurozóně a růst sazeb ČNB pak na delším konci přinese mírný růst.

CZ: Swapová křivka



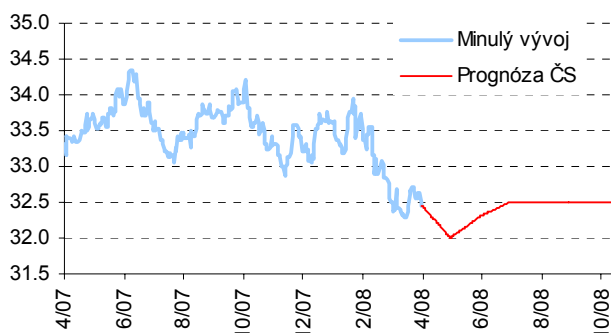
Slovensko

Mária Hermanová, MHermanova@csas.cz; tel: 224 995 232

Všechno se točí kolem eura

Atraktivní ekonomický příběh Slovenska berou už investoři jako samozřejmost a příchozí makro data si kurz nevyšmá. Všechno se točí kolem přijetí eura. Nominální plnění maastrichtských kritérií je prakticky jistá věc, definitivně bude potvrzeno právě v dubnu, kdy budeme znát inflaci za březen a Eurostat zveřejní i čísla o schodku veřejných financí a veřejném dluhu za loňský rok. Otevřenou otázkou tedy zůstane v podstatě jenom to, jak se evropské instituce postaví k tolik diskutované otázce udržitelnosti nízké inflace. I v tom bude víc jasno koncem dubna. Evropská komise totiž zveřejní své jarní makro předpovědi pro země EU. V případě Slovenska se zraky netrpělivě přirájí na to, jaká bude předpověď pro inflaci na letošní a příští rok, což naznačí, jestli EK vnímá nízkou inflaci jako udržitelnou. I když pak v konvergenčních zprávách, které vypracují ECB a EK (v květnu) se zejména v případě první instituce může objevit diskuse o udržitelnosti inflace, finální verdikt podle našeho názoru Slovensko z přijetí eura nediskvalifikuje. Inflační kritérium bude totiž plněno s výrazným předstihem (cca 1 procentní bod). Kdyby Slovensko zůstalo za branami Eurozóny navzdory takovému pohodlnému nominálnímu plnění inflačního kritéria, vytvořilo by to nebezpečný precedens pro ostatní země a definitivně by to pohýbilo jakékoliv snahy dalších kandidátů o přijetí eura. Jinými slovy, „ne“ pro Slovensko by znamenalo „ne“ dalšímu rozšiřování Eurozóny na hodně dlouhou dobu. Konverzní kurz vidíme v pásmu 32,0-32,5 SKK/EUR, přičemž se přikláníme k horní hranici tohoto intervalu. V polovině roku by se tedy měl kurz (za předpokladu umazání kladného úrokového diferenciálu) pohybovat kolem stávající úrovně (32,5 SKK/EUR). V nejbližším měsíci - dvou je však možné i krátkodobé přestřelení do silnějšího teritoria v důsledku tlaku spekulantů (který může vzniknout pokud by kupříkladu předpovědi EK zveřejněné tenhle měsíc vyznívaly pro Slovensko příznivě). NBS ani v březnu sazby nezměnila. V rámci struktury inflace pořád neidentifikuje poptávkové tlaky. Harmonizaci sazeb s Eurozónou (aktuální diferenciál činí 25 bodů) očekáváme v květnu-červnu s rizikem odsunutí až na druhou polovinu roku.

EUR/SKK



Maďarsko

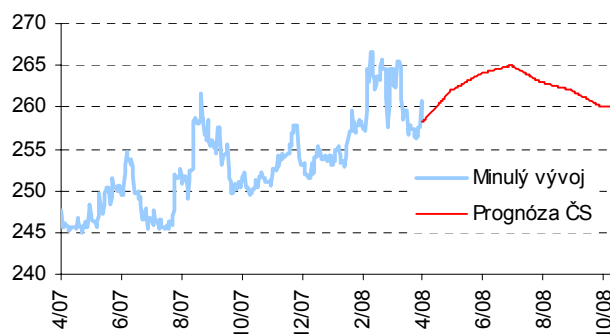
Mária Hermanová, MHermanova@csas.cz; tel: 224 995 232

Rozpad vládní koalice může střednědobě zvýšit volatilitu

Forint se v březnu držel kupodivu relativně stabilně navzdory slabosti dluhopisového trhu. Na politické turbulence také reagoval jenom krátkodobě. Důvodem je podle našeho názoru to, že jejich dopad bude spíš střednědobý. Co se vlastně stalo? Výrazná prohra v referendu o poplatcích v zdravotnictví

a školství (která se čekala, překvapila však hojná účast voličů) ještě víc oslabila vůli socialistů uskutečnit reformu zdravotnictví, kterou prosazoval jejich koaliční partner Svobodní demokraté (SZDSZ). Po tom, co premiér odvolal ministryni zdravotnictví, oznámila SZDSZ, že na konci dubna koalici opustí. Jsou možné v podstatě dvě cesty ze stávající situace. (i) menšinová vláda socialistů (ke většině v parlamentu jim pak budou chybět čtyři hlasy) za podpory SZDSZ v opozici (ii) druhou variantou kterou nelze vyloučit je setrvání stávající koalice. Uvnitř strany Svobodných demokratů totiž údajně panuje rozkol. Předčasné volby se nám nejeví být momentálně pravděpodobné, jelikož by z nich vzhledem na aktuální preference voličů vyšel jako jasný vítěz opoziční Fidesz, který by si urval dvě třetiny křesel v parlamentu. Z dvou načrtnutých scénářů je jednoznačně nejpravděpodobnější menšinová vláda. Bezprostřední dopad na trhy je neutrální, jelikož představitelé SZDSZ slíbili, že strana bude podporovat strukturální reformy a snižování rozpočtového deficitu v souladu s Konvergenčním programem. I když si nemyslíme, že vzhledem na slabé voličské preference se socialisté do voleb rozkývou k dalším reformám (otázkou je, jestli by tomu bylo jinak i kdyby koalice přetrvávala), podpora SZDSZ jim alespoň dovolí přežít. Menšinová vláda je ovšem méně stabilní než většinová a proto střednědobá implikace je vyšší rozkolísanost forintu. Největší ránou pro forint by bylo odstoupení nebo odvolání premiéra, který je trhy vnímán jako garant fiskální disciplíny. Politika bude tudíž potenciálním zdrojem pro výkyvy forintu ke slabším úrovním. Stávající domácí makro fundamenty také nejsou pro forint podporou vzhledem ke kombinaci anemického růstu ekonomiky, pořád vysoké inflace a vysokého deficitu na běžném účtu, který není pokrytý zahraničními investicemi a spoléhá na krytí portfoliovými investicemi (což vzhledem na globální problémy s likviditou a nestabilitu finančních trhů může být problematické). Proto v nejbližších měsících vidíme riziko oslabení forintu. Kdyby však hrozily prudší ztráty, zasáhne centrální banka přes klíčové sazby, a proto výrazný propad forintu nepokládáme za pravděpodobný. Ve druhém pololetí by za předpokladu uklidňování situace ve světě měl forint pomalu posilovat (na 255 HUF/EUR v prosinci) vzhledem na potenciál pro pozvolné vylepšování ekonomického obrazu. Podporou bude i úroková výhoda.

EUR/HUF

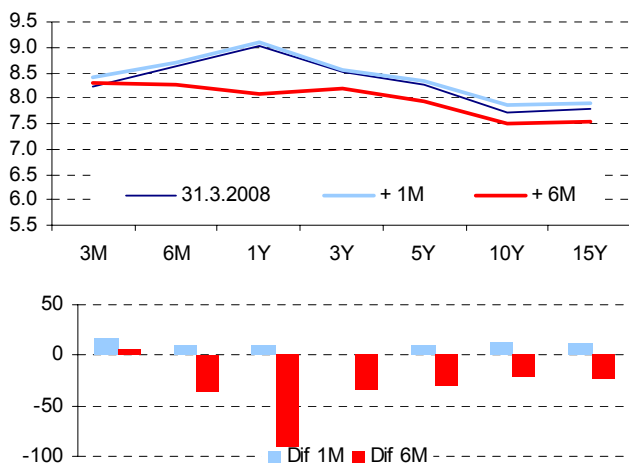


Centrální banka se nechala trhy dotlačit ke zvýšení sazeb

V březnu maďarská centrální banka definitivně obrátila dosavadní směřování měnové politiky a přistoupila ke zvýšení klíčových sazeb o 50 bodů na úroveň 8,0%. Trh přitom čekal růst sazeb jenom o 25 bodů. Podle prohlášení stály za zpřísněním měnové politiky dva důvody: riziko přetrvání inflace nad 3%-ním cílem a zvýšení požadované rizikové premie pro maďarská aktiva. My se domníváme, že fundamentální důvody pro zvýšení sazeb byly pořád slabé a spíš převážil druhý

důvod. Jinými slovy, centrální banka se k utažení měnové politiky nechala dotlačit trhem. Ekonomický růst je totiž stále hluboko pod potenciálem a tempo zvyšování spotřebitelských cen by mělo později v průběhu roku zpomalit. Důvodem pro aktuální vyšší inflaci jsou faktory mimo dosah měnové politiky (potraviny, ropa, energie), přičemž struktura nevykazuje známky poptávkových tlaků. Je pravda, že mzdy v soukromé sféře urychlily (na což centrální banka v komentáři poukázala), jde však zatím jenom o údaj jednoho měsíce, předtím byl trend opačný. Po relativně razantním utažení měnové politiky v březnu předpokládáme pro duben stabilitu klíčových sazeb. Jelikož však při rozhodování o sazbách přikládá centrální banka zjevně velkou váhu tomu, jakou prémii požaduje trh, a jelikož vzhledem ke globálnímu vývoji nečekáme razantní pokles premie v nejbližších měsících, předpovídáme v květnu další nárůst klíčové sazby o 25 bodů. Předpokladem je, že květnová kvartální aktualizace inflační prognózy centrální banky neukáže na výrazný posun inflační trajektorie směrem dolů ve srovnání s předešlou verzí. Rizikem ve směru ještě výraznějšího hřívání je další nárůst tržních výnosů, který je možný kupříkladu pokud by stoupla riziková averze a mezinárodní hráči začali ze svých portfolií vyprodávat maďarská aktiva, nebo pokud by se zhoršila situace na politické scéně. V posledním kvartálu letošního roku považujeme za pravděpodobné znovuoživení cyklu uvolňování měnové politiky vzhledem na očekávaný pokles inflace a klíčová sazba by se na konci roku měla pohybovat kolem 7,75%. Důležitým předpokladem však je stabilizace situace na hlavních trzích. Trh momentálně započítává výraznější utažení měnové politiky než my a také do cen nezahrnuje možnost poklesu sazeb v závěru roku. Proto pokud se náš scénář naplní, existuje prostor pro pokles výnosů peněžního trhu a swapů. Na delších splatnostech poklesu rizikové přírážky dopomůžou i známky vylepšování ekonomického obrazu ve druhé polovině roku.

HU: výnosová křivka (swapy)



Polsko

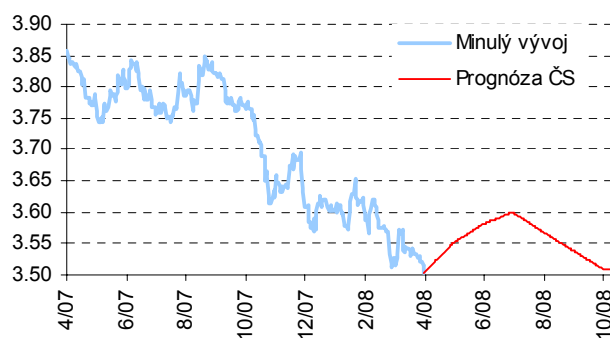
Mária Hermanová, MHermanova@csas.cz; tel: 224 995 232

Fundamenty mluví ve prospěch střednědobého trendu k posilování zlotého

Domácí politická scéna je od posledních voleb „nuda“ (politici vládnou a nebaví trhy krizemi, což je pozitivní) a makro data by v dubnu kurz výrazněji ovlivnit neměla. Hlavním vodítkem pro zlotý bude proto v nejbližším měsíci zejména vývoj na hlavních trzích a rizikový apetit mezinárodních hráčů. Ve druhém kvartálu vidíme riziko mírného oslabení zlotého, jelikož globální finanční trhy ještě zůstanou volatilní a také by se měla projevit dividendová sezóna. Střednědobě však pořád

udržujeme pozitivní pohled na zlotý a do konce roku očekáváme jeho posílení nejméně na úroveň 3,45 PLN/EUR. Ekonomika i navzdory očekávanému mírnému zpomalení poroste slušným tempem, inflace je v regionálním měřítku pod kontrolou a běžný účet téměř plně vykrytý přímými zahraničními investicemi. Navíc stávající vláda je nakloněná fiskální konsolidaci (plánuje snížit fiskální deficit na 1,5% HDP v roce 2010). Ke konci roku se může rozprout i debata o přijetí eura, které my očekáváme v roce 2013 (vládní představitelé nevyklučují ani rok 2012).

EUR/PLN



Centrální banka dle očekávání v březnu zvýšila sazby....

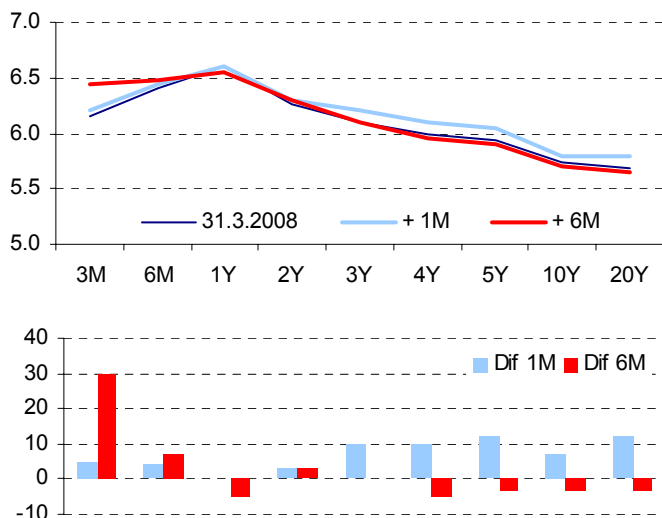
V březnu polská centrální banka v souladu s našim očekáváním už třetí měsíc po sobě zvýšila klíčové úrokové sazby o 25 bodů. Referenční sazba je tak nyní na úrovni 4,75%. I když byl trh na začátku března ještě rozpolcený, po makro datech zveřejněných v průběhu měsíce nakonec dospěl k silnému očekávání, že sazby porostou, a tudíž toto rozhodnutí nakonec nebylo vůbec žádným překvapením. Centrální banka nadále předpokládá, že v prvním pololetí růst ekonomiky převyší potenciál, inflace zůstane v blízké budoucnosti nad tolerančním pásmem (hlavně kvůli regulovaným cenám a exogenním tlakům na ceny potravin a paliv) a tudíž přetrvává riziko sekundárních inflačních efektů. Doprovodné prohlášení se tak pořád nese v jestřábím tónu. V srovnání s únorem jsme v něm našli tři změny, které stojí za zmínku. Z komentáře úplně vypadla větička o možném proinflačním dopadu státního rozpočtu. Tudíž o jedno riziko míň. Na druhé straně růst mezd už není označován pouze za rychlý, ale za „velice“ rychlý. Obavy ze mzdového vývoje se tudíž stupňují. A po třetí, v komentáři se objevila větička, která v něm absentovala už několik měsíců, a sice že zvýšení sazeb v předchozím období by mělo napomoci snižování inflace. Což vyjadřuje naději bankovní rady, že předešlé utažení měnové politiky už začne přinášet ovoce. Považujeme to za první vlašťovku naznačující, že motivace k dalšímu zpříšňování měnové politiky začíná pomaloučku slábnout, podle našeho názoru však ještě nevymlizela.

...a v režimu zpříšňování měnové politiky zůstává i nadále

Celkové vyznění doprovodního komentáře, jako i výroky jednotlivých členů bankovní rady se totiž pořád nesou v jestřábím duchu. Navíc růst mezd se ukazuje být dynamičtější než jsme předpokládali, domácí poptávka je zatím pořád solidní a kromě očekávaného zdražení plynu pro domácnosti v dubnu – květnu (v závislosti od rozhodnutí regulátora) je nyní pravděpodobné, že dojde i ke druhému kolu zvyšování cen elektřiny pro domácnosti. I když jde o zdražování mimo pole působnosti měnové politiky, vzhledem na kladnou produkční mezeru existuje nezanedbatelné riziko vzniku nežádoucích sekundárních efektů, které bude brát centrální banka do úvahy. Vzhledem na výše uvedenou argumentaci jsme se rozhodli posunout odhad vrcholu v cyklu zvyšování sazeb na

6,25%, který by měl být dosažen už ve druhém kvartálu. Očekáváme tedy ještě zvýšení sazeb ve dvou krocích celkově o 50 bodů (v květnu a červnu). V druhé polovině roku se začne projevovat mírné zpomalení ekonomiky, inflace se stabilizuje s tendencí k poklesu a ECB bude měnovou politikou uvolňovat (dle prognóz Erste). To umožní centrální bance ponechat sazby do konce roku beze změny.

PL: výnosová křivka (swapy)



Polský ekonomický příběh odůvodňuje očekávání o postupném poklesu rizikové příirážky

Inflace by měla v březnu (číslo bude zveřejněno v dubnu) prakticky stagnovat, průmyslová produkce zpomalí a dynamika mezd se také mírně zvolní. Domácí makro údaje tak budou působit spíše ve směru utlumování očekávání o dalším zvyšování sazeb. Centrální banka se však dle našeho názoru nedá opít rohlíkem, jelikož inflace ještě poroste později a zpomalení aktivity v průmyslu bude jenom technického rázu (efekt pracovních dní). Proto si udrží opatrnou rétoriku, která bude vyvažovat dopad makro dat. Na krátkém konci křivky proto očekáváme nejbližší měsíc praktickou stagnaci výnosů. Delší konec bude kopírovat evropskou křivku a reagovat na vývoj rizikové averze. I když jsme upravili náš odhad pro vývoj klíčových sazeb, krátký konec křivky už tento scénář zohledňuje a neměl by v šestiměsíčním horizontu výrazněji růst (s výjimkou kratších sazeb na peněžním trhu). Na dlouhý konec budou působit dva protichůdné vlivy. Na jedné straně očekává Erste Bank nárůst evropských výnosů. Na druhé straně vidíme prostor pro pokles rizikové příirážky na polské křivce (i když většina poklesu se odsouvá na poslední kvartál). Důvodem je dobrá kondice polské ekonomiky, fiskálně zodpovědná vláda, postupný pokles inflace (viditelný zejména v posledním čtvrtletí). Opíráme se přitom i o předpoklad, že ve druhém pololetí se začne situace na světových finančních trzích pomalu stabilizovat a americká ekonomika bude vykazovat první známky ožívání.

Česká republika – dlouhodobá makroprognóza

		2005	2006	2007	2008f	2009f
Reálný HDP	(meziroční růst v %)	6.5	6.4	6.6	4.1	5.4
Spotřeba domácností	(meziroční růst v %)	2.4	4.4	6.1	2.7	3.7
Investice	(meziroční růst v %)	2.2	7.6	5.6	7.6	7.9
Nominální mdy	(meziroční růst v %)	5.3	6.4	7.5	7.1	7.8
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)	4.0	6.4	8.1	3.0	3.7
Průmyslová výroba	(meziroční růst v %)	6.6	10.0	7.9	7.7	8.2
CPI	(mez. růst v % na konci roku)	1.9	2.5	5.4	5.2	4.3
Nezaměstnanost	(%)	8.9	8.1	6.0	6.7	6.1
Obchodní bilance	(% z HDP)	1.3	1.4	2.8	2.0	3.0
Přímé zahraniční investice	(mld. USD)	11.6	4.7	7.0	15.2	10.0
Běžný účet	(% z HDP)	-2.5	-3.0	-3.5	-3.7	-2.2
Státní rozpočet	(% z HDP)	-1.9	-3.0	-2.8	-2.4	-2.5
Veřejné rozpočty	(% z HDP)	-2.2	-3.3	-3.2	-3.0	-2.7
Repo sazba	(konec roku)	2.00	2.50	3.50	3.75	4.0
Krátkodobé úrokové sazby	(3M, průměr)	2.0	2.3	3.0	3.7	4.4
Dlouhodobé úrokové sazby	(10 let, průměr)	3.6	3.8	4.3	4.6	4.9
CZK / USD	(průměr)	24.0	22.6	20.3	18.3	18.3
CZK / USD	(konec roku)	24.5	20.9	18.2	19.0	19.2
CZK / EUR	(průměr)	29.8	28.4	27.8	27.0	26.0
CZK / EUR	(konec roku)	29.0	27.5	26.6	26.6	25.9

* od roku 2004 podle nové metody výpočtu

USA, EMU a Střední Evropa – dlouhodobá makroprognóza

HDP (%)	2006	2007	2008f	2009f
USA	2.9	2.3	2.3	2.6
Eurozóna	2.9	2.6	1.8	2.3
Slovensko	8.5	10.4	6.7	5
Maďarsko	3.9	1.3	2.2	3.2
Polsko	6.1	6.5	5.5	5.7
Běžný účet (% HDP)	2006	2007	2008f	2009f
USA	-6.2	-5.5	-4.7	-4.2
Eurozóna	-0.1	0.0	0.0	0.0
Slovensko	-7,2	-5.3	-4.5	-4.1
Maďarsko	-6.1	-5.0	-4.7	-4.3
Polsko	-3.2	-3.7	-5.0	-5.6

CPI (% , konec roku)	2006	2007	2008f	2009f
USA	3.1	3.2	2.1	2.2
Eurozóna	1.9	3.0	2.4	2.3
Slovensko	4.2	3.4	3.7	3.9
Maďarsko	6.5	7.4	4.8	3.1
Polsko	1.4	4.0	3.4	2.7
Rozpočet (% HDP)	2006	2007f	2008f	2009f
USA	-1.9	-1.4	-2.3	-2.5
Eurozóna	-1.5	-0.8	-0.9	-0.7
Slovensko	-3.7	-2.2	-2.1	-2.4
Maďarsko	-9.2	-5.5	-4.0	-3.9
Polsko	-3.9	-2.6	-3.2	-2.9

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	3.75	7.5.2008	0	0	+25 / II-08	Q2-Q3/08
USA	2.25	30.4.2008	-50bp	-50bp	-75 / III-8	-
Eurozóna	4.00	10.4.2008	0	0	+25 / VI-07	-25 / VI-08
Slovensko	4.25	29.4.2008	0	-	-25 / IV-07	-50 / VI-08
Maďarsko	8.00	28.4.2008	0	-	+50 / III-08	+25 / V-08
Polsko	5.75	30.4.2008	0	-	+25 / III-08	+25 / V-08

Kalendář makro dat

	období	datum	čas zveřejnění	Prognóza ČS/ERStE*	minulá hodnota
Česká republika					
Nezaměstnanost	03/2008	8.4.	9:00	5.7%	5.9%
CPI (meziročně)	03/2008	8.4.	9:00	7.4%	7.5%
Průmyslová výroba (meziročně)	02/2008	11.4.	9:00	2.6%	9.3%
PPI (meziročně)	03/2008	14.4.	9:00	5.5%	5.6%
Běžný účet	2/2008	14.-18.4.		10,2 mld. Kč	4,82 mld. Kč
Maloobchodní prodeje (meziročně)	2/2008	17.4.	9:00	5.0%	4.1%
USA					
Obchodní bilance	2/2008	10.4.	14:30	-58mld.USD	- 58,2 mld. USD
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	3/2008	14.4.	14:30		-0.6%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	3/2008	16.4.	15:15		-0.5%
Využití průmyslových kapacit	3/2008	16.4.	15:15		80.9%
PPI (meziměsíčně)	3/2008	15.4.	14:30		6.4%
CPI (meziměsíčně)	3/2008	16.4.	14:30		4.0%
Předstihové indikátory	3/2008	17.4.	16:00		-0.3%
Philadelphia Fed	4/2008	17.4.	16.00		-17.4
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	3/2008	24.4.	14:30		-0.7%
Prodeje nových domů	3/2008	24.4.	16:00		590 tis.
Prodeje existujících domů	3/2008	22.4.	16:00		5,03 mil.
Osobní příjmy	3/2008	1.5.	14:30		0.5%
Osobní výdaje	3/2008	1.5.	14:30		0.1%
Spotřebitelská důvěra	4/2008	29.4.	16:00		64.5
EU					
CPI (meziměsíčně)	3/2008	16.4.	11:00		0.3%
ZEW	4/2008	15.4.	11:00		-35,0
GE: IFO	4/2008	25.4.	10:00	107.9	107.7
EMU: M3 (meziročně)	3/2008	25.4.	10:00		11.30%
Slovensko					
CPI (meziročně)	3/2008	11.4.	9:00	4.2%	4.0%
Jádrová inflace (meziročně)				4.5%	4.3%
Obchodní bilance	2/2008	11.4.	9:00	-0,2 mld. SKK	6.6
PPI (meziročně)	3/2008	21.-30.4.		8.0%	5.1%
Maďarsko					
CPI (meziročně)	3/2008	11.4.	9:00	6.9%	6.9%
PPI (meziročně)	3/2008	30.4.	9:00	6.0%	4.9%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	2/2008	23.4.	9:00	-3.4%	-3.0%
Polsko					
CPI (meziročně)	3/2008	15.4.	14:00		3.2%
Průmyslová výroba (meziročně)	3/2008	18.4.	14:00		14.9%
Zahraniční obchod	3/2008	18.4..	14:00		3.2%

(*) 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, investiční strategie	David Navrátil	+420/224 995 439	dnavratil@csas.cz
Makro tým (Střední Evropa)	Mária Hermanová (Fehérová)	+420/224 995 232	MHermanova@csas.cz
Makro tým (ČR)	Martin Lobotka	+420/224 995 192	mlobotka@csas.cz
Makro tým (USA, EMU)	Luboš Mokráš	+420/224 995 456	lmokras@csas.cz
Akciový tým (CEE Real Estate)	Petr Bártek	+420/224 995 227	pbartek@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
Akciový tým	Lenka Slámová	+420/224 995 289	lslamova@csas.cz

Úsek Finanční trhy – prodej a obchodování

Ředitel úseku	Petr Witowski	+420/224 995 800	pwitowski@csas.cz
Oddělení Debt Capital markets - ředitel	Robert Novotný	+420/224 995 148	rnovotny@csas.cz
	Tomáš Černý	+420/224 995 197	tcerny@csas.cz
	Alice Racková	+420/224 995 197	arackova@csas.cz
	Jolana Jarušková	+420/224 995 205	jjaruskova@csas.cz
	Libor Vošický	+420/224 995 592	lvosicky@csas.cz
Pavel Křivonožka	+420/224 995 565	pkrivonozka@csas.cz	
Odbor Obchody treasury – ředitel odboru	Viktor Kotlán	+420/224 995 217	vkotlan@csas.cz
Odbor Obchody na kapitálových trzích – ředitel odboru			
Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty– ředitel odboru	Robert Novotný	+420/224 995 417	rnovotny@csas.cz
Odbor Proprietary trading			

Úsek Investiční bankovnictví

Ředitel úseku	Jan Brabec	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
Odbor Finanční instituce – ředitel odboru	Barbora Procházková	+420/224 995 338	bprochazkova@csas.cz
Odbor Primární emise – ředitel odboru	Antonín Piskáček	+420/224 995 810	apiskacek@csas.cz
Odbor Obchodování a distribuce aktiv – ředitel odboru	Jan Brabec	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz

Erste Bank Vídeň – CEE Equity

Head of Group Research	Friedrich Mostböck	+43 501 00 119 02	friedrich.mostboeck@erstebank.at
Co-Head of CEE Equities	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	henning.esskuchen@erstebank.at
Co-Head of CEE Equities	Guenther Artner, CFA	+43 501 00 115 23	guenther.artner@erstebank.at
akcie – sektor ropa, plyn			
akcie – sektor bankovnictví	Guenther Hohberger	+43 501 00 173 54	guenther.hohberger@erstebank.at
akcie – sektor bankovnictví	Gernot Jany	+43 501 00 119 03	gernot.jany@erstebank.at
akcie – sektor telekomunikace	Vera Sutedja, CFA	+43 501 00 119 05	vera.sutedja@erstebank.com
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+420 224 995 940	urbankovav@ersteinet.cz
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
Head of Macro/ Fixed Income Research: Global Macro	Veronika Lammer	+43 501 00 119 09	veronika.lammer@erstebank.at
Head of CEE Macro/ Fixed Income Research	Rainer Singer	+43 501 00 111 85	rainer.singer@erstebank.at
Brokerjet	On-line obchodování s CP	+420 222 004 444	www.brokerjet.cz