

Březen 2007

Měsíční strategie



Dluhopisy a měny

Doporučení:

- Myslíme si, že za globální turbulencí stojí především odraz změny ve valuacích rizikových aktiv a méně pak zhoršení výhledu globální ekonomiky => fundamenty zůstávají pozitivní, proto doporučujeme v období vyšší volatility postupně budovat pozice dle našich doporučení
- Otevřeli jsme dvě doporučení: (i) na long CZK/EUR a (ii) long 10Y PLGB/short CZGB

Očekáváme

- USD: v měsíčním horizontu čekáme volatilitu, v půlročním oslabení dolaru
- Dluhopisy na hlavních trzích: po poklesu výnosů na začátku měsíce způsobeném panikou čekáme jejich mírný růst
- Region: globální turbulence udrží v měsíčním horizontu vyšší volatilitu. Lokální fundament se však nezměnil, do konce roku vidíme všechny regionální měny na silnějších úrovních než současné kotace. Nadále očekáváme pokles delších výnosů v PL a HU, naopak růst CZ. První změna klíčových sazeb letos v PL (2Q hike).

Ekonomické a strategické analýzy

<http://www.csas.cz/analiza>

Email: research@csas.cz, Tel: +420 224 995 177

Uzávěrka: 6. března 2007

Důležitá upozornění k investičním doporučením a kontakty viz poslední strany publikace.

ČESKÁ
SPORITELNA

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ

David Navrátil, tel: 224 995 439, dnavratil@csas.cz

PŘEHLED OTEVŘENÝCH DOPORUČENÍ

#	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 (%)	cílová hodnota	cílový P/L v flat (%)
25	short USDEUR	09.01.07	31.9.07	USD 9M libor EUR 9M libor	1,3000	1,3088	0,67	0,83	3,5	1,4000	6,7
26	long HU GB3Y, fin. PRIBOR 12M	09.01.07	09.01.08	HGB 6,25 04/09 HUF/CZK	96,86 10,90	96,73 11,06	-0,13 1,54	1,4	9,7	99,36 10,92	6,4
27	buy SK FRA 6x9 3M BRIBOR	09.01.07	09.07.07	FRA 6x9	4,08	4,42	34 bp	34 bp	-	30bps	30bps
28	long EUR/CZK	27.02.07	27.02.08	12M EURIBOR 12M PRIBOR	28,43	28,15	0,99	0,97	43,6	27,00	3,6

KOMENTÁŘ K OTEVŘENÝM DOPORUČENÍM

#25 – Držet: negativní makro překvapení oslabily dolar. Připomínám, že náš odhad sazeb Fedu pro konec roku je pod konsensem, což bude postupně dodávat další hřebíčky pro USD. V měsíčním horizontu čekáme vyšší volatilitu, pod 1,300 kumulovat nad 1,300 držet.

#26 – Kumulovat: dlouhodobou prognózu neměníme.

#27 – Držet: dostali jsme se na cíl (30bb). Vzhledem k 10bb bid-ask spreadu doporučujeme počkat, zda SKK ještě oslabí, v případě návratu k posilování SKK doporučujeme uzavřít (budeme vás informovat)

#28 – Kumulovat: 27.2. jsme otevřeli long CZK/EUR. Očekávané toky na platební bilanci a oslabení dolaru budou posilovat CZK. Za 12M očekáváme kurz zhruba na 27 EUR/CZK. Očekávané posílení (5%) je nyní zajímavé i po započítání vysokých nákladů na financování (12M EURIBOR 4,1% a 12M PRIBOR 2,7%).

KOMENTÁŘ K UZAVŘENÝM DOPORUČENÍM

#	doporučení	otevření pozice	uzavření pozice	instrumenty	vstupní hodnota	uzavírací hodnota	flat P/L jednotlivě (%)	flat P/L celkem vč. financ (%)	P/L v p.a. vč. financ (%)
24	short CZ GB10Y, long GE GB10Y	09.01.07	target 27.02.07	CZGB 3,8 04/15 DBR 3,75 01/17, EUR/CZK	100,13 98,04	100,49 98,15	-0,36 3,19	2,8	22,7

#24 – Uzavřeno: Celkově jsme vydělali 2,8%. Zisk přinesl především FX, bondy neperformovaly v očekávaném směru. Nadále však věříme na uzavírání spreadu mezi CZGB a bundy. Nicméně z potenciálního zisku by ukrojilo očekávané posílení koruny. Jak tedy hrát uzavírání spreadu CZGB/bundy? Možností je short CZGB a uložit peníze na peněžním trhu, ale AUV jde proti této pozici. Více příznivé je otevřít pozici short CZGB a long PLGB.

KOMENTÁŘ K NOVĚ OTEVŘENÝM DOPORUČENÍM

#	doporučení	otevření pozice	cílené uzavření pozice	instrumenty	vstupní hodnota	cílová hodnota	cílový P/L v flat (%)	cílový P/L v p.a. (%)
29	short CZ GB10Y, long PL GB10Y	06.03.07	06.09.07	CZGB 3,8 04/15 PL GB10Y 5,25 10/17	100,59 100,06	97,63 101,18	4,4	8,85

#29 – Otevíráme sázku na konvergenci spreadu mezi českými a polskými dluhopisy. Očekáváme pokles negativního spreadu mezi 10Y CZ/EMU dluhopisy díky růstu převisu nabídky dluhopisů nad poptávkou (viz text o CZ). Naopak, u Poláků by postupně mělo docházet k trendovému snižování rizikové přírážky vůči evropským dluhopisům díky pozitivnímu makro příběhu a dlouhodobému posilování zlotého (viz celoroční výhled v lednové Měsíční strategii – část o Polsku). Kurzové riziko z této pozice se snižuje díky vysoké korelaci regionálních měn. Krátkodobým rizikem je růst polských spreadů v reakci na růst inflace a nervozity na světových trzích.

PŘEHLED UZAVŘENÝCH DOPORUČENÍ

#	doporučení	otevření pozice	uzavření pozice	instrumenty	vstupní hodnota	uzavírací hodnota	flat P/L jednotlivé (%)	flat P/L celkem vč. financ (%)	P/L v p.a. vč. financ (%)
1	long PLN GB10Y, fin Euribor 6M	07.01.05	target 19.01.06	10Y PLN GB PLN/EUR	102,26 4,10	109,52 3,85	7,10 6,61	18,4	17,5
2	long skk, short usd	07.01.05	target 11.03.05	6M MM SKK/USD	3,18 29,32	- 27,92	0,55 5,00	5,09	33,55
3	prodat 3M frwd HUF/EUR	21.01.05	stop-loss 17.2.2005	spot HUF/EUR forward	246,94 251,15	243,18 -	243,18	-3,17	-34,95
4	Long PLN GB5Y fin Pribor 3M	11.02.05	stop-time 11.5.2005	5Y PLN GB PLN/CZK	99,30 7,45	101,25 7,25	2,86 -2,66	0,14	0,71
5	short czk/skk Bribid/Pribor	18.03.05	stop-time 20.6.2005	3M MM CZK/SKK	1,99 1,285	- 1,280	0,52 0,37	0,35	1,34
6	long eur/usd Euribor/Libor	01.04.05	stop-loss 30.5.2005	3M MM EUR/USD	2,14 1,289	- 1,247	0,35 -3,24	-3,38	-19,09
7	short eur/ron Bubor/Euribor	11.04.05	stop-time 11.10.2005	6M MM EUR/RON	6,75 36 300	- 35 890	3,38 1,14	3,42	6,83
8	long SK GB10Y, fin Euribor 6M	22.04.05	stop-time 21.10.2005	10Y SKGB SKK/EUR	108,65 39,55	111,51 38,95	2,64 1,56	5,43	10,77
9	long HUF 3M depo, fin Pribor	02.05.05	stop-time 2.8.2005	3M HUF depo CZK/HUF	7,40 8,30	- 8,16	1,84 1,72	3,10	12,49
10	short 10Y USGB Long 6M Libid	02.06.05	target 26.10.2005	10Y USGB 4,125 6M Libid	101,80 3,50	96,70 -	5,27	5,17	13,16
11	long HUGB 5Y fin Euribor 6M	01.07.05	stop-loss 22.9.2005	5Y HUGB 6,75 HUF/EUR	101,50 247,00	103,52 248,46	1,99 -0,59	2,41	10,72
12	short CZ 4,6/18 fin Pribor 3M	15.07.05	stop time 02.02.06	13Y CZGB 4,60 3M PRIBID	110,55 -	108,50 -	1,89	1,2	1,6
13	long USD/CZK fin Pribor 3M	16.08.05	target 23.9.2005	3M MM USD/CZK	3,67 23,7	- 24,4	0,38 2,85	3,05	32,42
14	3M Strangle eurpln opce	21.10.05	stop time 21.01.06	C eurpln opce (3,97) P eurpln opce (3,85)	3,90	- -	- -	-2,69	-10,8
15	long SKK/CZK fin Pribor 6M	09.11.05	rev target 19.01.06	6M MM SKK/CZK	3,00 1,331	- 1,308	1,06 1,74	1,9	9,9
16	3M Put eurhuf opce	07.12.05	stop time 07.03.06	P eurhuf opce (252)	254,2	-	-	-0,58	-2,3
17	long CZK/USD fin Pribor 12M	19.01.06	profit taking 25.1.2006	12M MM CZK/USD	2,25 23,80	- 23,07	-0,04 3,16	3,1	548
18	long EUR/USD 7/27 fin euribor 6M	08.02.06	stop-loss 30.3.2006	20Y GDBR 6M MM	139,80 2,70	135,45	-3,11	-3,04	-19,81
19	short EUR/RON Bubor/Euribor	02.03.06	stop-loss 23.06.06	12M MM EUR/RON	6,50 3,48	- 3,64	2,00 -4,16	-3,00	-8,85
20	short CZK/SKK Bubor/Pribor	23.03.06	stop-loss 13.07.06	12M MM CZK/SKK	3,93 1,31	- 1,35	3,79 -3,48	-1,95	-2,02
21	long USD 10Y T 6M libor	07.06.06	profit taking 5.9.2006	T 5,125 05/15/16 6M USD libor	100,9 5,37	- 102,7	1,26 1,81	1,75	7,20
22	short EUR/SKK Euribor/Bribid	07.06.06	profit taking 10.10.2006	6M MM EUR/SKK	4,0 37,76	- 37,0	1,38 1,96	2,26	6,63
23	sell FRA 9x12 3M PRIBOR	28.07.06	FRA 9x12	3,20	3,20	3,12	8 bp	8 bp	-
20	short CZK/SKK Bubor/Pribor	23.03.06	stop-loss 13.07.06	12M MM CZK/SKK	3,93 1,31	- 1,35	3,79 -3,48	-1,95	-2,02
24	short CZ GB10Y, long GE GB10Y	09.01.07	target 27.02.07	CZGB 3,8 04/15 DBR 3,75 01/17, EUR/CZK	100,13 98,04	100,49 98,15	-0,36 2,15	1,8	13,9

PROGNÓZA VÝVOJE TRHŮ

Za jednotlivé části tabulky zodpovídají analytici uvedení u příslušných odpovídajících pasáží níže.

Instrument	Výchozí úroveň (28.2.2007)	Prognóza 1 měsíc	Prognóza 6 měsíců	
ČESKÁ REPUBLIKA				
CZK/EUR	28.2	↗ 28.0	↗ 27.6	Očekáváme, že CZK má již nejhorší za sebou a bude postupně posilovat, ačkoliv krátkodobě nevylučujeme volatilitu. Doporučujeme proto budovat long CZK/EUR pozice. Na krátkém konci nevidíme prostor pro brání sázek: únorové poselství ČNB bylo velmi vybalancované a trh je blízko naší prognózy. Naopak na dlouhém konci nadále vidíme prostor na budování short pozic na 10Y CZGB a zkracování durace, v našem směru jde i plán emise MinFinu pro 2Q07.
3M Pribor	2.53	→ 2.55	↑ 2.80	
2Y	3.01	↗ 3.10	↗ 3.30	
10Y	3.67	↑ 3.75	↑ 4.15	
USA				
USD/EUR	1.32	↘ 1.33	↘ 1.37	V měsíčním horizontu čekáme postupné uklidnění na momentálně rozjitřených finančních trzích. Následně by měly lehce stoupnout výnosy, především na dlouhém konci výnosové křivky. Trh bude pozorně sledovat počínání Fedu, zejména zasedání FOMC. Pokud by Fed projevoval nepružnost a sklon k přesunu na jestřábí pozice mohlo by to investory opěr vypláshit a vrátit výnosy níže. U dolaru čekáme zvýšenou volatilitu, ale převládat by měl sklon k postupnému oslabení. Důležitý bude vývoj na jenu.
3M Libor	5.35	↓ 5.30	↓ 4.80	
2Y	4.64	↗ 4.70	↗ 5.00	
10Y	4.57	↗ 4.70	↑ 5.00	
Eurozóna				
3M Euribor	3.85	↘ 3.80	→ 3.85	V eurozóně opět očekáváme klid, hlavním impulsem by měly zůstat podněty z USA. Z domácích faktorů by měla největší roli sehrát ECB a především její březnové zasedání. Pokud bude ECB příliš jestřábí může vyvolat obavy z recese a následně inverzi výnosové křivky. Také v půlročním horizontu očekáváme pouze mírné kolísání a lehký růst výnosů.
2Y	3.88	↗ 3.90	→ 3.90	
10Y	3.96	→ 3.95	↗ 4.15	
SLOVENSKO				
SKK/EUR	34.44	↘ 34.70	↘ 34.90	Koruna by měla mít při nervozitě v regionu tendenci lehce oslabovat, i když prozatím se vůči „výplachu“ jeví docela odolná. Na straně posilování je silnou technickou bariérou hranice 34,2 SKK/EUR. Dlouhodobější pohled se nemění. Pořád považujeme slovenskou korunu spolu s polským zlotým za nejzajímavější měny z hlediska ekonomických fundamentů, v posledním kvartálu čekáme kurz pod 34,0. První snížení klíčových sazeb až v závěru roku, rizikem je prudší posílení koruny, které by vyvolalo dřívější cuty.
3M Bribor	4.71	→ 4.70	→ 4.55	
MAĎARSKO				
HUF/EUR	254.8	↘ 257.0	→ 255.0	Forint nadále reaguje na změny sentimentu v regionu relativně nejvíce. Oslabení takého rozsahu jako loňský rok však neočekáváme. Vyhledky ekonomiky se totiž zlepšily, absentuje také faktor parlamentních voleb (který rozvířil hladinu minulý rok). Vylepšování rozpočtové situace se naplno projeví až později v průběhu roku, což odmění investoři snižováním požadované rizikové prémie na dluhopisech (pokles jejich výnosů podpoří i pokles inflace a uvolňování měnové politiky). Tento sentiment podpoří i FX: na konci roku čekáme úrovně kolem 250 HUF/EUR.
3M Bubor	8.16	→ 8.15	↓ 7.50	
3Y	7.81	→ 7.85	↓ 6.80	
10Y	7.00	→ 7.05	↓ 6.40	
POLSKO				
PLN/EUR	3.91	→ 3.90	↗ 3.83	Domácí ekonomický fundament se výrazněji nezměnil a pořád zůstává příznivý. Na konci roku předpovídáme kurz na úrovni 3,75 PLN/EUR. Klíčové sazby se budou měnit až ve druhém kvartálu na 4,25%. Mírný růst inflace v následujících měsících a signální zvýšení sazeb z strany centrální banky budou vyvíjet tlak na zvyšování zejména krátkého konce výnosové křivky. V horizontu šesti měsíců by se však měl střední a delší segment vrátit k trendovému poklesu rizikové přirážky. Křivka se tak bude stávat více plochá.
3M Wibor	4.12	↑ 4.25	↑ 4.35	
2Y	4.59	↗ 4.65	↑ 4.70	
10Y	5.23	↗ 5.30	↓ 5.10	

Poznámka: Směry ukazují rozsah změny daného indikátoru vzhledem k minulé volatilitě instrumentu. Symbol ↑ znamená posílení první měny vůči druhé měně, resp. růst výnosů dluhopisů, ↗ znamená mírné posílení. Při predikcích pracujeme s pěti intervaly (růst, mírný růst, stabilita, mírný pokles, pokles), které jsou stanoveny na základě minulé volatilitu (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.

GLOBÁLNÍ TURBULENCE

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

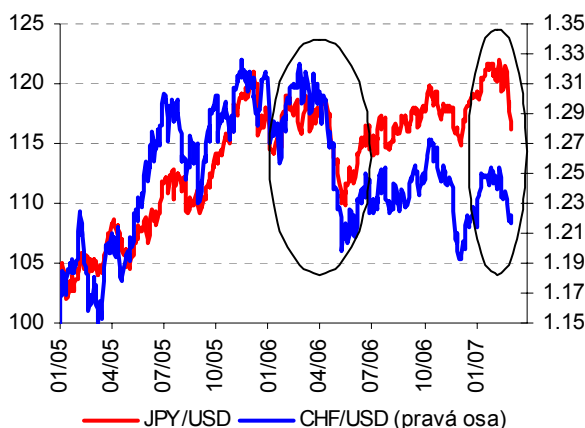
David Navrátil, tel: 224 995 366, dnavratil@csas.cz

Přelom února a března sebou přinesl vítr na finanční trhy. Jaké byly příčiny? Které aktiva nejvíce trpěla? A co to znamená pro budoucnost? A co na to Jan Tleskač?

Jaké byly příčiny?

Začalo to v noci z 26 na 27 propadem čínské burzy téměř o 9%, nejvíce za 10 let poté, co se objevily náznaky, že se čínské vedení bude snažit omezit spekulativní aktivity při obchodování s akciemi. Ale to byl jen začátek a nikoliv příčina, protože na čínském trhu neoperují globální hráči.

Příčiny vidíme v Japonsku a USA. Za prvé, Bank of Japan 21. února zvýšila úrokové sazby z 0,25% na 0,5% a naznačila, že další případné zvyšování sazeb bude velmi pozvolné a opatrné. Přesto začalo k uzavírání nakumulovaných carry trades financovaných z JPY a posílení jenu (za 121,6 na 116 tj. o 4,5% během deseti dnů).

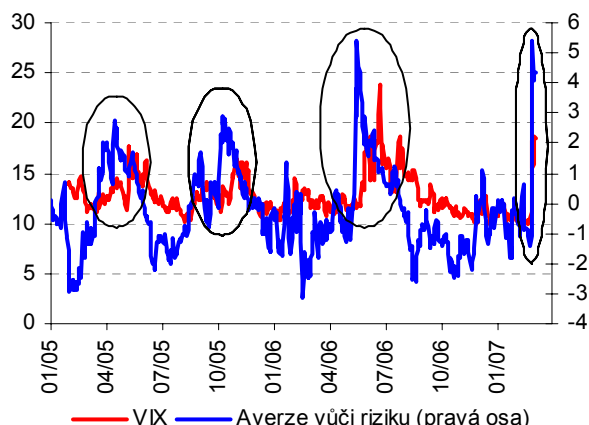


Za druhé, US ekonomika. Jak jsme psali na začátku roku (http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/Special_20_07_01_15.pdf), letošní konsensuální výhled na US ekonomiku není ujasněný a mezi sebou se perou tři scénáře. Náš základní scénář „Hladké přistání“, pesimistický „Nižší růst“ a optimistický „Vyšší růst“. A s tím, jak nepanuje jasný konsensus a jasný trend v makro datech, trh má tendenci silněji reagovat na aktuální data. V posledních dnech byl dolů korigován růst HDP za 4Q06, propadly objednávky zboží dlouhodobé spotřeby a přišly špatné data a zprávy z trhu nemovitostí. Takže trh zvýšil vnímanou pravděpodobnost pesimistického scénáře. Aktuálním největším strašákem americké ekonomiky je trh nemovitostí, resp. sub-prime (rizikové) hypotéky: krachují hypoteční banky specializující se právě na sub-prime hypotéky (kde 6 z top 25 již zavřelo, viz <http://www.lenderimplode.com/>). Navíc Freddie Mac zpřísnilo podmínky pro sekuritizaci. Roli roznětky mohl částečně hrát i projev bývalého prezidenta Fedu A. Greenspana k investorům, ve kterém připustil možnost recese v USA ke konci roku. Anatomie propadu prvního dne je popsána v akciové Měsíční strategii.

Aktiva: reakce a budoucnost

S globální turbulencí narostla volatilita na trzích a averze vůči riziku. Nicméně dopady na jednotlivé aktiva byly rozdílné ve

srovnání s předešlými korekcemi.



Akcie: vedle kreditních spreadů nejvíce korigovaly akcie. Burzy na rozvíjejících se trzích (emerging markets) poklesly o 9%. Od roku 2005 výplachy na akciích přinesly pokles v průměru o 17% a burzy klesaly v průměru měsíc (viz tabulka), letošní výplach se blíží tomu loňskému (-10%).

Akcie EM

Start	Konec	Délka	Dno v %	Za kolik dní
01/03/05	06/07/05	127	-12.6%	76
05/10/05	26/12/05	82	-15.7%	14
28/02/06	18/04/06	49	-9.9%	10
15/05/06	05/12/06	204	-27.8%	29
26/02/07			-9.0%	3

Poznámka: konec korekce = návrat ceny aktiva na hodnotu před korekcí

Dluhopisy: ve srovnání s předešlými korekcemi nejsou dluhopisy rozvíjejících se zemí turbulencí výrazně postiženy, nicméně dna dluhopisy dosahují s větším zpožděním než akcie.

Bondy EM - total return

Start	Konec	Délka	Dno v %	Za kolik dní
01/03/05	21/04/05	51	-1,2%	28
22/09/05	23/11/05	62	-1,1%	46
08/05/06	04/08/06	88	-2,6%	49
22/02/07			-0,3%	6

Regionální měny: Pokud budeme začátek korekce na regionálních měnách měřit od konce února, zjistíme, že oslabily maximálně o 1,6% (HUF). Nicméně regionální měny jsou tlačeny na slabší úroveň již od ledna.

Regionální FX

Start	Konec	Délka	Dno v %				Za kolik dní, průměr
			CZK	PLN	HUF	SKK	
21/03/05	08/08/05	140	2.8%	6.2%	3.9%	3.6%	44
28/02/06	14/11/06	259	1.9%	9.0%	12.2%	4.0%	96
24/01/07			1.3%	1.8%	1.5%	0.8%	11

Myslíme si, že v nejbližších týdnech uvidíme zvýšenou volatilitu na trzích a vzhledem k tomu, že aktuální korekce je z historického hlediska mělká, vidíme prostor pro další pokles, především akcií a měň (výjimku tvoří CZK s pověstí bezpečného přístavu a financující měny). Klíčové budou US makro data spolu s vývoj na trhu hypoték, sledujte jak se vyvíjí averze vůči riziku. Z dlouhodobého hlediska bude klíčové, zda tato korekce je odrazem očekávané horší výkonnosti ekonomiky, v což nevěříme, nebo v korekci valuací rizikových aktiv, což je pravděpodobnější. Proto očekáváme, že dobré fundamenty se vrátí do hledáčku investorů, a proto doporučujeme využít korekci pro budování investičních pozic (viz strana 2 a 4).

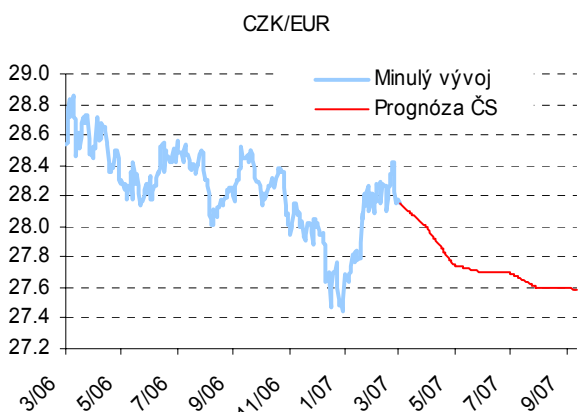
ČESKÁ REPUBLIKA

David Navrátil, tel: 224 995 366, dnavratil@csas.cz

Fundament korunu posílí

V případě koruny nijak neměním svůj výhled. Můj odhad aktuální fundamentální úrovně kurzu koruny je na 27,7 EUR/CZK a očekávám, že letošní rok koruna uzavře s kurzem 27,2.

Sezónní analýza ukazuje, že koruna by se měla začít přesouvat na 27,7 a další vlnu posílení očekávám ve 4Q07. Úroveň nad 28,30 jsme proto využili a otevřeli doporučení long CZK, short EUR s očekávaným profitem 3,6%.



Centrální banka vybalancovaná

Vyznění centrální banky po „únorovém/březnovém“ zasedání bylo vybalancované, jak jsme očekávali, a nikoliv holubičí, jak se část trhu obávala po nízké lednové inflaci.

Sedmička v bankovní radě se shodla, že rizika jsou vyvážená. Nicméně Tůma na tiskovce uvedl, že zazněly i názory, že rizika jsou vychýlená proinflačním směrem, což zcela vyloučilo označení tiskovky jako holubičí. Na straně proinflačních rizik byly uvedeny zahraniční vývoj a koruna (slabší než předpoklad v jejich prognóze, můj tip je, že předpoklad činil 28 EUR/CZK). Protiinflačně působí lednová inflace (o 0,2-0,3pb nižší, než ČNB čekala).

Cíl pro sazby na konec roku neměním: nadále očekávám dvojí zvýšení na 3% v červenci a říjnu. Srovnáním naší prognózy a FRA nevidím na krátkém konci prostor pro úrokové sazky.

Uzavírání spreadů s vyšší pravděpodobností

Pravidelní čtenáři Měsíční strategie znají můj názor na vývoj spreadu na dlouhém konci: díky rychlejšímu růstu čisté emise vládních dluhopisů než růstu poptávky domácích institucí po nich očekávám, že spread na dlouhém konci letos poroste z negativních hodnot směrem k nule: viz např. http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/Mesicni_dluhopisy_meny_2006_09_05.pdf.

Na začátku března MinFin oznámilo plán emise dluhopisů pro 2Q07: celkem 69 mld. CZK. Za 1H07 tak hrubá emise dosáhne 112 mld. CZK. Podle Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2007 MinFin plánovalo za celý rok vydat 153-183 mld. CZK dluhopisů (hrubá emise), z toho 73-

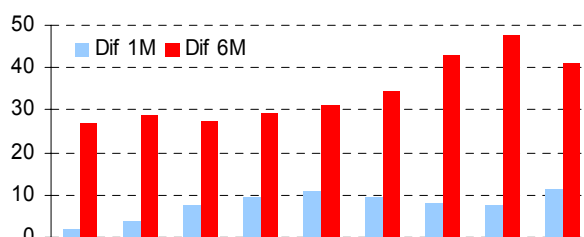
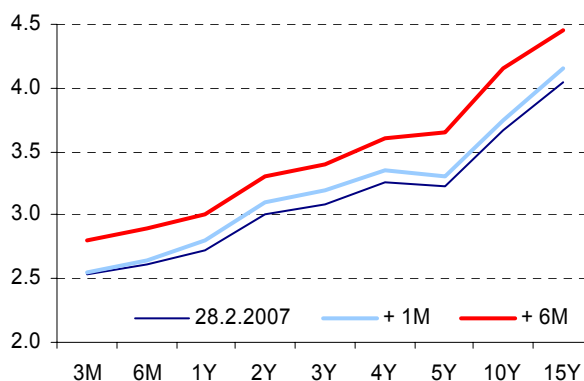
153 mld. CZK na domácím trhu a 0-80 mld. CZK na zahraničním trhu.

Vysoká emise pro 2Q07 podle mého názoru odráží chuť MinFinu využít příznivou tržní situaci, kdy spread 10Y CZ/EU bondů v letošním roce vyklesal až na -35bb, vůči 10Y GB/IRS vyklesal směrem k -5bb. Za druhé, plán MinFinu, ze kterého vycházela i Strategie, je založen na předpokládaném schodku rozpočtu 91,3 mld. CZK. V rozpočtu však vidím díry jak na výdajové stránce, tak na příjmové, a proto očekávám, že deficit vystoupá až na 130 mld. CZK. MinFin si tak může chtít dělat zásobu hotovosti pro případ nepříznivého vývoje deficitu.

Pokud se bude chtít MinFin pohybovat se svých stanovených mantinelech, muselo by plánovat pro 2H07 emisi 0 (v srpnu maturuje 23 mld. CZK - bond 3,95%) až 38 mld. CZK. V tomto případě by se plán výrazně odlišil od obvyklé sezónnosti - v minulosti bylo rozložení do čtvrtletí rovnoměrné. V tomto případě by se zúžení spreadu odehrálo již ve 2Q07.

Podle mého názoru je pravděpodobnější, že MinFin nebude emitovat žádné nebo emitovat jen část zahraničních dluhopisů a nahradí je emisemi na domácím trhu (v závislosti na vývoji spreadů), nebo navýší nabídku pro domácí trh z důvodů vyššího než očekávaného schodku rozpočtu (Strategie není závazná, v loňském roce MinFin překročilo horní mez plánové emise na domácím trhu o 7,4 mld. CZK). Ve své základním scénáři počítám s emisí 30 mld. eurobondů. O ty by v tomto případě byla zvýšena domácí emise: celkem by ve 2H bylo emitováno zhruba 70 mld. CZK. V tomto případě roste riziko, že spread bude ještě vyšší než je můj základní scénář.

Na dlouhém konci tak vidím jasnou sázku na short 10Y CZGB a zkracování durace.



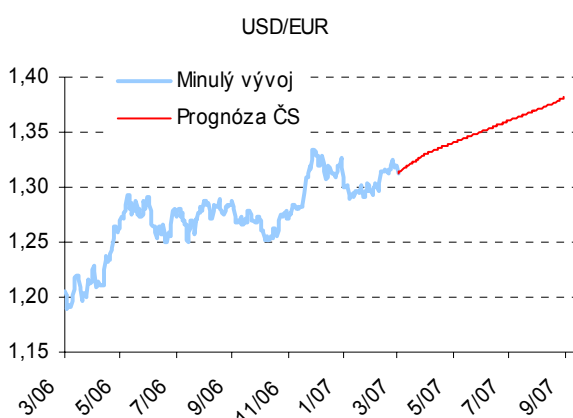
USA

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

EUR/USD

Nečekáme výraznější pohyb kurzu

Hlavním krátkodobým efektem aktuální turbulence by měla být zvýšená volatilita, zvýšený význam technických faktorů a naopak nižší význam fundamentálních faktorů. Velmi důležitý bude především vývoj na křížových kurzech jenu, který významně ovlivní i vývoj kurzu eura k dolaru. Pokud by nestabilita na trzích trvala delší dobu, zvyšovalo by to pravděpodobnost měkčí měnové politiky a tedy tlak proti dolaru. První reakce prezidenta Fedu B. Bernankeho však naznačují, že Fed spíše nebude ochoten reagovat na tržní výkyvy snížením sazeb.



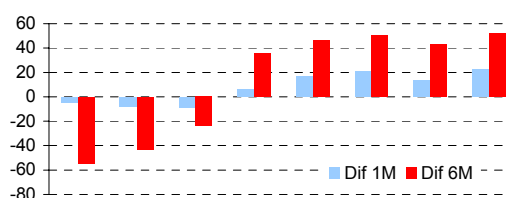
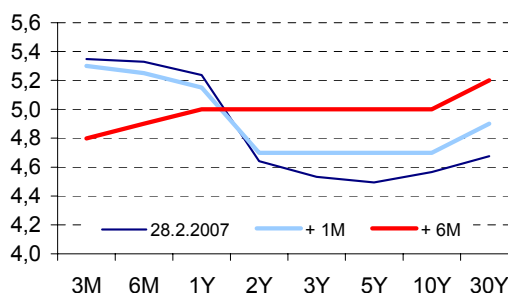
Současný vývoje podporuje naše očekávání střednědobého oslabení dolaru

Reálnou možností je, že Fed pod vedením Bernankeho změní svůj styl a přejde od greenspanovského pragmatického realismu (populárně nazývaného greenspanův put) k více formálnímu vedení měnové politiky. To by mohlo znamenat, že kvůli udržení inflace pod kontrolou bude Fed držet sazby vysoko i v situaci, kdy bude americká ekonomika významně oslabovat (kombinovaný vliv slabosti v sektoru nemovitostí a prodlouženého poklesu akcií by zlomil spotřebitelskou důvěru, což by následně vedlo k podstatnému snížení růstu americké ekonomiky až recesi). Tato varianta by v přímočaré interpretaci odpovídala několika měsícům kolísavého kurzu bez určitého trendu a následně prudkému oslabení dolaru. V případě nárůstu vnímané pravděpodobnosti scénáře „Nižšího růstu“, což může být indikováno zvyšováním inverze výnosové křivky a oslabováním akcií, pokles USD by se dostavil dříve. Aby se situace ještě více zkomplikovala: pokud by investoři předpokládali, že se slabost americké ekonomiky rychle rozšíří do zbytku světa mohl by dolar začít paradoxně posilovat, protože by pro investory představoval relativně bezpečnou investici v nejisté době. Situaci navíc komplikují varianty vývoje jenových carry trades. Prudké uzavírání těchto pozic by patrně velmi rozkolísalo finanční trhy včetně směnných kurzů. Masivní panika a prudký pokles dolaru by přinutily k akci hlavní světové centrální banky.

DLUHOPISY

Výnosy by měly v březnu zůstat nízko

Pokles výnosů v únoru byl kvůli turbulencím na finančním trhu výraznější než jsem čekali. Čím déle vydrží nejistota a panické reakce, tím déle zůstanou výnosy nízko. Pokles pod 4,40% u desetiletého výnosů nepředpokládáme, pokud se situace na trhu dále podstatně nezhorší. Pravděpodobnější variantou je podle našeho názoru postupné zkliďňování a následný mírný růst výnosů.



Hrozba slabší ekonomiky se zvýšila, křivka může být níže než čekáme.

Makroekonomické údaje zveřejněné v únoru poněkud zhoršily výhled pro americkou ekonomiku. Hlavním slabým místem zůstává trh s nemovitostmi. Zásoba neprodaných domů zůstává velmi vysoká, pokles na běžnou úroveň bude trvat minimálně půl roku. To jednak zhoršuje výkonnost ekonomiky bezprostředně přes útlum stavebnictví a jednak vytváří riziko poklesu spotřebitelské poptávky (menší možnost financovat nákupy navyšování hypoték). Spotřebitelská důvěra je podle posledních údajů na vysoké úrovni, déle trvající zhoršená dostupnost volných prostředků by ji však mohla zlomit. Roli může sehrát i případný déle trvající pokles cen akcií, který by rovněž psychologicky podlamoval důvěru spotřebitelů. Naší hlavní variantou zůstává přechod Fedu ke snižování sazeb v červnu a stabilizace výnosové křivky v očekávání „měkkého přistání“. Pokud by trh začal inklinovat k pesimistickým scénářům znamenalo by to zvýšení inverze. Důležitým parametrem bude také inflace. Přetrvávání inflace nad cílem Fedu by zhoršovalo výhled pro snížení sazeb a paradoxně by podporovalo pokles dlouhého konce křivky: trh by počítal s tím, že Fed obětuje růst cenové stability. Pokud by došlo k problémům u kurzu dolaru (výprodej) mohlo by to znamenat přechodný tlak na křivku kvůli prodejem zahraničních držitelů amerických dluhopisů.

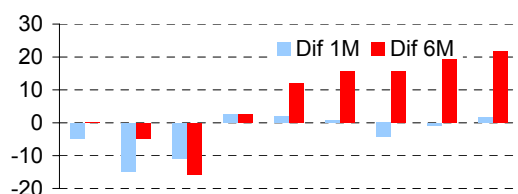
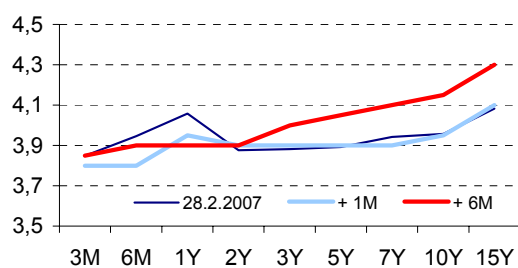
EUROZÓNA

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

DLUHOPISY

Výnosy v Evropě by měly zůstat stabilní

Podmínkou je postupné zklidňování finančních trhů. Pokud k uklidnění dojde měl by v chování trhů převládnout vliv příznivého makroekonomického výhledu. Důležitým faktorem bude také čtvrtěční zasedání ECB. Stejně jako trh očekáváme zvýšení sazeb o 0,25% na 3,75%. Poté očekáváme zastavení zvyšování sazeb, trh však počítá s jejich dalším růstem. Důvodem našeho scénáře je naše makro prognóza, naopak rétorika ECB vytváří riziko směrem k vyšším sazbám. Pokud bude tón Trichetova vystoupení na tiskové konferenci po zasedání příliš tvrdý, mohou se začít investoři obávat, že to ECB se zvyšováním sazeb přežene. To by vedlo k poklesu výnosů. Varianta poklesu výnosů přichází v úvahu také v případě přetrvávající nestability na finančních trzích. Znatelnější růst výnosů v měsíčním horizontu vypadá nepravděpodobně.



Ani střednědobě nečekáme významnější změny výnosů.

Naše hlavní varianta makroekonomického vývoje v EMU se nemění: stabilní relativně silný růst a inflace v okolí 2%, tj. poblíž „pásma stability“ preferovaného ECB. Realizace tohoto scénáře by vedla k jen mírně vyšším desetiletým výnosům než jaké pozorujeme v současnosti. Hlavním mechanismem vedoucím k mírnému růstu a lehce pozitivní strmosti výnosové křivky by přitom měla být částečná normalizace prémie za časové riziko a částečně nižší likvidita na světových trzích kvůli přísnější měnové politice hlavních centrálních bank. Riziko je v případě naplnění tohoto scénáře na straně (poněkud) vyšších výnosů. Slabost americké ekonomiky, která by se šířila do světa by vedla v první fázi k poklesu dlouhého konce křivky (inverzi křivky). Rozsah inverze by byl dán především rozsahem ekonomických problémů a částečně reakcí ECB: pokud by byla ECB pragmatická a reagovala snížením sazeb, byla by inverze omezená. Radikálně vyšší výnosy než v současnosti vypadají v 6M horizontu vysoce nepravděpodobně.

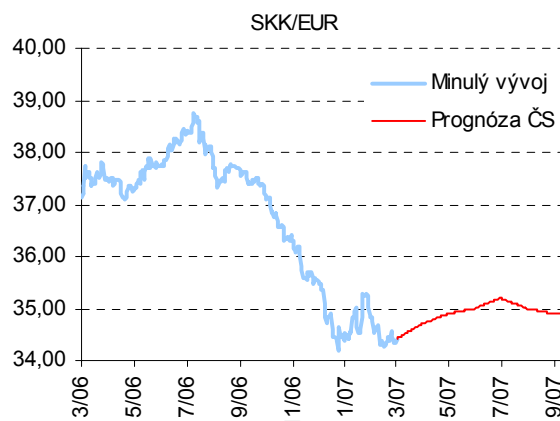
SLOVENSKO

Mária Fehérová, tel: 224 995 232, mfehérova@csas.cz

KORUNA

Do prosince koruna pod 34, krátkodobě jí může škodit region

Oslabení kurzu slovenské koruny vůči euru z druhé poloviny ledna se ukázalo být jenom dočasné a v únoru se tlak na její posilování obnovil. Koruna si tak opět připsala téměř 80 halérů (čili více než dvě procenta). Centrální banka navzdory tomu neobnovila taktiku zamítání poptávky v sterilizačním repo tendru a ani proti koruně neintervenovala. Domníváme se, že NBS si na silnější korunu už tak trochu zvykla a další zásah z její strany by přišel až těsně při nebo dokonce pod hranici 34 SKK/EUR. V průběhu nejbližšího měsíce bude směr slovenského trhu (podobně jako u sousedů) určovat zejména vývoj na globálních trzích. Jelikož po prudkém zvýšení averze k riziku a posílení jenu mohou zůstat investoři ještě nervózní, koruna by měla mít tendenci spíše lehce oslabovat (i když prozatím se vůči „výplachu“ jeví docela odolná). Na opačné straně (silnější) je zatím silnou technickou bariérou hranice 34,2 SKK/EUR. Dlouhodobější vyhlídka vývoje prezentovaná v lednové Měsíční strategii se nemění. Pořád považujeme slovenskou korunu spolu s polským zlotým za nejzajímavější měny z hlediska ekonomických fundamentů (loňský rok ekonomika rostla v reálním vyjádření o 8,2% a letos si takové tempo zopakuje, bude se snižovat inflace, rozpočtový schodek i deficit na běžném účtu). V posledním kvartálu by se koruna mohla dostat pod 34, nebo ještě níž, dočasné oslabení lze na základě sezónního profilu očekávat na jaře s počátkem v dubnu – květnu (dividendy). Rizikem je jakýkoliv mráček nad plánem přijat euro v roce 2009, kterému drtívá většina investorů věří.



Centrální banka klíčové sazby měnit nechce (prozatím)

Ani předešlý měsíc nepřinesl změnu klíčových sazeb, navzdory tomu, že koruna byla podstatně silnější než při lednovém zasedání. O snižování sazeb se však už po druhé po sobě hlasovalo (tento návrh neprošel poměrem hlasů 6:1). Zdá se, že většina členů bankovní rady zatím hraje na jistotu. Inflační výhled je sice velice příznivý, rok do vyhodnocování kritérií pro přijetí eura je však přece jenom dlouhá doba a faktory mimo dosah měnové politiky (ropa, potraviny, kurz) by mohly ještě plnění maastrichtu zkomplikovat. Proto pokud koruna ze stávajících úrovní výrazně neposílí (pod 34), první snížení sazeb čekáme až v závěru roku.

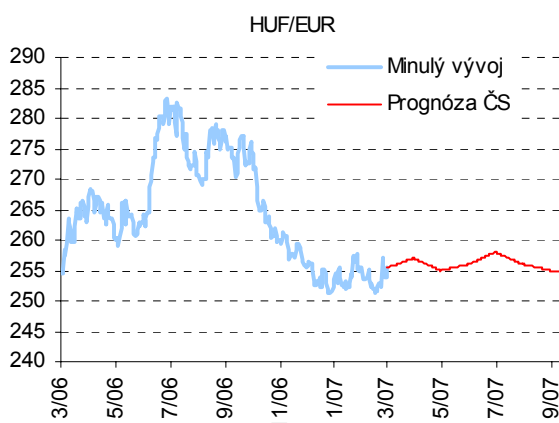
MAĎARSKO

Mária Fehérová, tel: 224 995 232, mfeherova@csas.cz

FORINT

Krátkodobě může forint mírně oslabit, ale ke konci roku ho pořád čekáme kolem úrovně 250

Na vyšší averzi k riziku opět reaguje nejvíce dvojka forint a zlotý. Nervozita na maďarském trhu může kvůli globálním faktorům přetrvávat i v průběhu měsíce a forint pravděpodobně zůstane pod mírným tlakem k oslabování. Prudší propad (přes technickou bariéru 260 HUF/EUR) však neočekáváme. Situace se totiž od loňského roku liší. Výrazné oslabování v roce 2006 podpořila i nervozita před volbami, letos tento faktor absentuje. I když rozpočtové a ekonomické nerovnováhy jsou pořád přítomny, ekonomika je nastavená správným směrem. Větší výprodej na forintu by byl na programu dne jenom kdyby se narušila důvěryhodnost plánu konsolidovat rozpočet. Nic zatím takovýchle vývoj neindikuje. Naopak, premiér Gyurcsany byl v únoru znovuzvolený za předsedu strany, čímž dominantní vládní strana vyjádřila opětovnou podporu jeho programu reform. Z lokálních faktorů by nejistotu mohly vyvolat snad jenom čísla o rozpočtu. Jeho deficit by totiž už v prvním čtvrtletí měl dosáhnout 56% ročního plánu. Na jednu stranu bude mít stát výjimečně výdaje jako plat navíc pro zaměstnance státní zprávy, dotace energií a zemědělců a kapitálová injekce do státních železnic. Na druhou stranu budou daňové příjmy sezónně nižší. I když ministerstvo takovýchle vývoj už dopředu avizovalo, existuje riziko, že ne všichni investoři jsou s tím obeznámeni. Vylepšování rozpočtové situace se naplno projeví až později v průběhu roku, což by měli investoři odměnit snížením požadované rizikové premie na dluhopisech. Spolu s naším scénářem vývoje na hlavních trzích (hladké přistání americké ekonomiky) nižší vnímána rizikovitost Maďarska podpoří i měnu, která by se ke konci roku měla pohybovat kolem úrovně 250 HUF/EUR.



DLUHOPISY

Nová (únorová) kvartální prognóza maďarské CB

	2007	2008
Inflace (průměr)	7.4 (6.9)	3.4 (4.1)
Reálný HDP	2.5 (2.5)	2.6 (2.4)
Mzdy (% y/y)	7.3 (7.3)	7.0 (7.0)

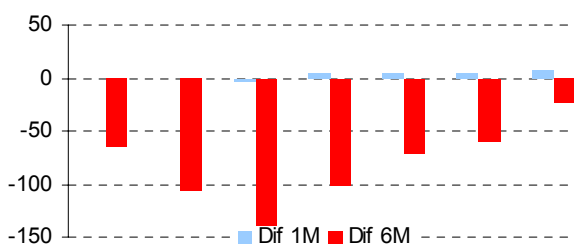
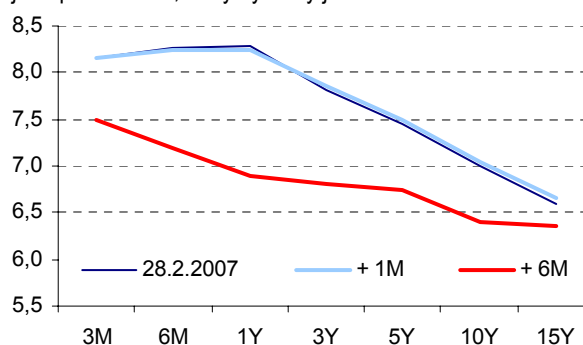
Ve druhém pololetí první cuty, výnosová křivka poklesne podél všech splatností

Už čtyři měsíce po sobě ponechala maďarská centrální banka klíčové sazby beze změny (na 8,0%). Bankovní rada přitom opět diskutovala i možnost 25 bodového hiku, nespecifikovaná „drtivá většina“ však hlasovala za stabilní sazby. Nová inflační prognóza dle našeho názoru snížila možnost, že by návrh utáhnutí měnové politiky mohl získat v následujících měsících dostatečnou podporu. Odhad inflace pro tento rok sice centrální banka posunula nahoru kvůli výraznější než očekávané úpravě regulovaných cen. Z hlediska měnové politiky je však důležitější výhled pro rok 2008. A v tomto horizontu predikce celkové a také jádrové inflace významně poklesla, zejména díky silnějšímu forintu a nižší ceně ropy. K zpomalení růstu spotřebitelských cen pomůže také oslabení domácí poptávky, které bude reflektovat fiskální škrty.

Proto ačkoli v měsíčním horizontu předpokládáme stabilitu výnosů, nadále zastáváme názor, že v druhém pololetí, když bude patrné zpomalení ekonomické aktivity a také inflace, přistoupí centrální banka ke snižování klíčových sazeb (do prosince až na 7,0%). To se začne promítat do výnosů na krátkém konci křivky. Klesající inflace a snižování rizikové přírůžky posunou směrem dolů i delší konec (do konce roku 10Y o 60 bodů na 6,40%). Maďarské dluhopisy proto kromě slušného carry nabízí i prostor pro kapitálový výnos.

Nového guvernéra trhy přijaly

Důležitým momentem pro trhy bylo minulý měsíc i ohlášení jména nového guvernéra, který v březnu po šesti letech nahradí dosavadního guvernéra Jaraie. Na čelo centrální banky se postaví bývalý šéf maďarského Deloitte Andras Simon. Důležité je, že trh přijal jeho nominaci jako hodnověrnou. Simon se přihlásil k inflačnímu cílování, naznačil preferenci pro silný a stabilní forint, přijetí eura označil za příznivé pro ekonomiku a deklaroval politickou nezávislost. Na základě jeho vyhlášení ho nelze jednoznačně identifikovat jako zastávce nižších nebo vyšších sazeb. Avšak je pravděpodobné, že jeho postoje budou mírnější než jeho předchůdce, který byl silný jestřáb.



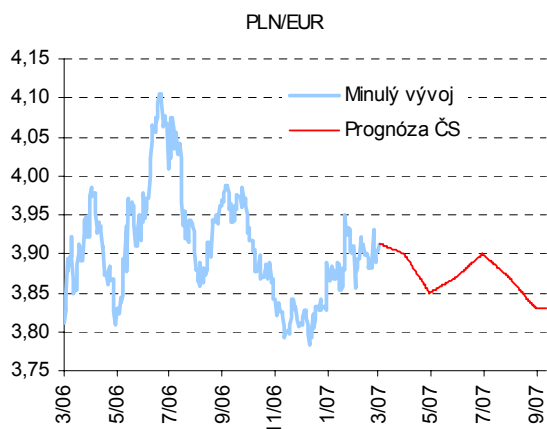
POLSKO

Mária Fehérová, tel: 224 995 232, mfeherova@csas.cz

ZLOTÝ

Do konce roku silnější zlotý, ekonomika pořád šlape

Zlotý se únoru pohyboval na slabších úrovních než jsme předpokládali. Důvodem oslabení v první polovině měsíce byly zejména technické faktory, dočasně však negativně měnu zasáhla i nečekaná rezignace ministrů obrany a vnitra. Později pak podobně jako u okolních měn svou roli sehrála vyšší globální averze k riziku. Domácí ekonomický fundament se přitom výrazněji nezměnil a pořád zůstává příznivý. Data o HDP za čtvrtý kvartál ukázala, že ekonomika ještě dále zrychlila na 6,4% (více než čekal trh), tento rok budeme opět svědky expanze nad 5,5%. Inflace sice roste, ale v srovnání s sousedními zeměmi je pořád na nízké úrovni a neměla by se vymknout kontrole, také vnější bilance nepředstavuje problém. Proto jsme na zlotý pořád pozitivní a na konci roka předpovídáme kurz na úrovni 3,75 PLN/EUR. Krátkodobou trajektorii jsme však mírně změnili ve směru slabších úrovní v následujících třech měsících. V březnu bude pro polský trh rozhodující zejména vývoj na hlavních trzích (data přicházející z USA a EMU, vývoj jenu a amerických akcií). Je možný tlak na oslabení v důsledku přetrvávající nervozity globálních hráčů, hranice 3,94 by však mohla být prolomena jenom v případě výraznějších turbulencí na hlavních trzích. V květnu a červnu se projeví vliv dividendové sezóny. Proto vidíme viditelnější zisky vidíme spíše ve druhém pololetí, stejně jako v případě krátkodobého výhledu: z pozitivního hlediska solidní makroekonomické parametry, z hlediska rizik spekulativní obchody na rozvíjejících se trzích. Z domácích rizikových faktorů se přidává především politická scéna, která může být zdrojem nejistoty a tím tlaku proti zlotému. Z mezinárodního hlediska bude důležité, zda se zrealizuje scénář „Měkké přistání“, který je nejvíce příznivý pro PLN.



DLUHOPISY

Klíčové sazby se budou měnit až ve 2Q na 4,25%

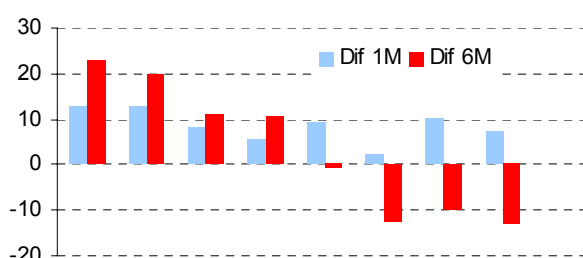
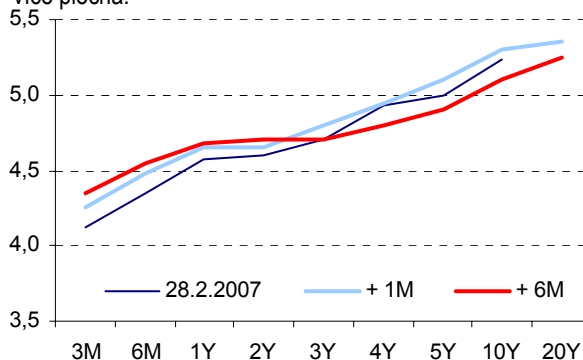
Polská referenční sazba už dvanáct měsíců po sobě zůstala na úrovni 4,00%. V únorovém prohlášení po zasedání se podobně jako v lednu uvádí, že udržení inflace poblíž inflačního pásma si může vyžadovat utažení měnové politiky. Zároveň však centrální banka dodává, že v krátkodobém horizontu bude růst spotřebitelských cen viditelně nižší než v lednové projekci a růst inflace z titulu vyšších mezd bude

jenom mírný pokud se udrží růst produktivity a příznivé externí prostředí (vliv globalizace). V lednu se inflace vyšplhala zpět do tolerančního pásma (na 1,7%) a v následujících měsících by měla podle naší předpovědi vzrůst ještě víc a letošního vrcholu dosáhnout ve druhém čtvrtletí. Kromě zrychlení meziroční dynamiky cen paliv a potravin (kde byla minulý rok vytvořena nízká srovnávací báze), bude důvodem i postupný nárůst poptávkové inflace ze 0,6% v 4Q 06 až ke 1,4% v 4Q 07, a to v důsledku bující domácí spotřeby. Proto si myslíme, že klíčové sazby budou nakonec letos zvýšeny o 25 bodů (v dubnu), přičemž motivací centrální banky bude udržení inflačních očekávání na uzdě. Dle publikovaných rozhovorů pro agentury však usuzujeme, že většina členů bankovní rady potřebuje vidět delší časovou radu poukazující na tendenci růstu inflace a hmatatelnější důkaz o hrozbě překročení cíle v horizontu, na který se dívá (rok 2008). Proto si nadále myslíme, že hike bude na programu dne až ve druhém kvartálu (pravděpodobně v dubnu).

Jedním z faktorů, který by mohl náš scénář změnit ve směru výraznějšího hikování je ohlášený záměr ministerstva financí snížit odvodové zatížení zaměstnanců o 3 procentní body (parlament bude o zákonu hlasovat kolem května). Tato změna byla původně plánovaná na příští rok, ale ve světle pozitivních vyhlídek pro ekonomický růst ministerstvo cítí, že by jí rozpočet utáhl už letos. Jelikož se neplánuje ekvivalentní snížení rozpočtových výdajů, dostane ekonomika v důsledku nižšího odvodového zatížení dodatečný nabídkový stimul, což by se mohlo projevit ve formě vyššího než očekávaného tlaku na růst cen.

Křivka se bude postupně vyrovnávat.

Mírný růst inflace v následujících měsících a signální zvýšení sazeb z strany centrální banky budou vyvíjet tlak na zvyšování zejména krátkého konce výnosové křivky. Na dlouhém konci a středu bude růst výnosů z tohoto titulu mírnější. Panující nejistota na globálních trzích může vést nejbližší měsíc k mírnému rozšíření rizikové přírážky, proto sázíme na lehký růst výnosové křivky podél celé délky. V horizontu šesti měsíců by se však měl střední a delší segment vrátit k trendovému poklesu rizikové přírážky (nízká inflace, rozpočet pod kontrolou) a tedy očekáváme pokles výnosů (10Y o 15 bodů na 5,10%). Křivka se tak bude stávat více plochá.



MAKROEKONOMICKÉ PROGNÓZY

ČESKÁ REPUBLIKA – ROČNÍ PROGNÓZY

		2004	2005	2006f	2007f	2008f
Reálný HDP	(meziroční růst v %)	4.2	6.1	5.8	4.1	5.1
Spotřeba domácností	(meziroční růst v %)	2.6	2.4	4.1	5.2	3.2
Investice	(meziroční růst v %)	4.8	3.6	6.2	4.6	2.5
Nominální mdy	(meziroční růst v %)	6.7	5.5	7.2	6.7	6.7
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)	2.4	3.9	6.5	6.3	4.5
Průmyslová výroba	(meziroční růst v %)	9.6	6.6	10.8	7.3	5.2
CPI	(mez. růst v % na konci roku)	2.8	1.9	2.8	3.4	3.2
Nezaměstnanost*	(%)	9.4	8.9	8.1	7.6	7.3
Obchodní bilance	(% z HDP)	-0.9	1.4	1.2	1.0	1.0
Přímé zahraniční investice	(mld. USD)	3.9	10.1	4.5	13.5	13.1
Běžný účet	(% z HDP)	-5.9	-2.0	-4.6	-4.2	-3.8
Státní rozpočet	(% z HDP)	-3.4	-1.9	-3.1	-5.0	-3.5
Veřejné rozpočty	(% z HDP)	-3.9	-2.2	-3.4	-5.3	-3.8
Repo sazba	(konec roku)	2.50	2.00	2.50	3.25	3.50
Krátkodobé úrokové sazby	(3M, průměr)	2.4	2.0	2.3	3.0	3.4
Dlouhodobé úrokové sazby	(10 let, průměr)	4.9	3.6	3.8	4.3	3.9
CZK / USD	(průměr)	25.7	24.0	22.6	20.2	21.1
CZK / USD	(konec roku)	23.4	24.5	20.9	19.8	21.5
CZK / EUR	(průměr)	31.9	29.8	28.4	27.6	26.7
CZK / EUR	(konec roku)	31.0	29.0	27.5	27.3	26.5

USA, EUROZÓNA A STŘEDNÍ EVROPA – ROČNÍ PROGNÓZY

HDP (%)	2005	2006f	2007f	2008f
USA	3.2	3.4	2.5	2.9
Eurozóna	1.4	2.6	2.0	2.2
Slovensko	6.0	8.2	8.2	6.5
Maďarsko	4.2	3.9	2.3	3.2
Polsko	3.5	5.8	5.7	5.6
Běžný účet (% HDP)	2005	2006f	2007f	2008f
USA	-6.3	-6.6	-6.3	-6.1
Eurozóna	-0.2	-0.3	-0.2	0.0
Slovensko	-8.6	-8.4	-4.3	-2.8
Maďarsko	-6.8	-6.5	-5.6	-5.4
Polsko	-1.4	-2.1	-2.8	-3.0

Zdroj: Česká spořitelna, Erste Bank, Slovenská sporiteľňa

CPI (% , konec roku)	2005	2006f	2007f	2008f
USA	3.4	3.2	2.0	2.5
Eurozóna*	2.2	2.2	2.1	2.2
Slovensko	3.7	4.2	2.0	2.3
Maďarsko	3.3	6.5	5.2	3.5
Polsko	0.7	1.4	2.3	2.3
Rozpočet (% HDP)	2005	2006f	2007f	2008f
USA	-2.6	-2.0	-2.5	-2.3
Eurozóna	-2.4	-2.0	-1.5	-2.3
Slovensko	-3.1	-2.4	-1.7	-1.7
Maďarsko	-7.8	-9.8	-6.5	-5.0
Polsko	-2.4	-1.2	-1.6	-1.2

*HICP inflace, roční průměr

ÚROKOVÉ SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK

	Klíčová sazba (%)	Nejbližší zasedání	Prognóza ČS/Erste (bp)	Očekávání trhu (bp)	Poslední pohyb (bp)	Nejbližší očekávaná změna sazeb (bp)
Česká republika	2.50	29.3.2007	0	-	+25 / IX-06	+25 / VII-07
USA	5.25	21.3.2007	0	0.00	+25 / VI-06	-25 / VI-07
Eurozóna	3.50	8.3.2007	25	25.00	+25 / X-06	+25 / III-07
Slovensko	4.75	27.3.2007	0	-	+25 / IX-06	-25 / 1Q-08
Maďarsko	8.00	26.3.2007	0	-	+25 / X-06	-50 / 3Q-07
Polsko	4.00	28.3.2007	0	-	-25 / II-06	+25 / 2Q-07

PROGNÓZA MAKROEKONOMICKÝCH DAT A KALENDÁŘ – PROSINEC 2006

	období	datum	čas zveřejnění	Prognóza ČS/ERStE*	minulá hodnota
Česká republika					
Nezaměstnanost	2/2007	8.3.	9:00	7.8%	7.9%
CPI (meziročně)	2/2007	8.3.	9:00	1.5%	1.3%
Průmyslová výroba (meziročně)	1/2007	13.3.	9:00	6.0%	3.0%
Běžný účet	1/2007	14.3.	10:00	3,75 mld. CZK	-16,26 mld. CZK
PPI (meziročně)	2/2007	14.3.	9:00	2.8%	2.8%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	1/2007	19.3.	9:00	6.5%	4.4%
USA					
Obchodní bilance	1/2007	9.3.	14:30	-59,8mld.USD	- 61,2mld. USD
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	2/2007	13.3.	13:30	0.3%	0.0%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	2/2007	16.3.	14:15	0.3%	0.5%
Využití průmyslových kapacit	2/2007	17.3.	15:15	81.4%	80.9%
PPI (meziměsíčně)	2/2007	21.3.	14:30	-0.2%	0.3%
CPI (meziměsíčně)	2/2007	16.3.	14:30	0.1%	0.7%
Předstihové indikátory	2/2007	20.3.	16:00	-0.3%	1.1%
Philadelphia Fed	03/2007	16.3.	18.00	13.5	15.4
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	2/2007	24.3.	14:30	1.3%	-10.2%
Prodeje nových domů	2/2007	24.3.	16:00	1200 tis.	1233 tis.
Prodeje existujících domů	2/2007	23.3.	16:00	6,5 mil.	6,56 mil.
Osobní příjmy	2/2007	31.3.	15:30	0.4%	0.7%
Osobní výdaje	2/2007	31.3.	15:30	0.0%	0.9%
FOMC	03/2007	28.3.	21:15	4.8%	4.5%
Spotřebitelská důvěra	03/2007	28.3.	17:00	102	101.7
EU					
CPI (meziročně)	2/2007	15.3.	11:00		1.8%
HDP (meziročně)					
ZEW	03/2007	13.3.	11:00		6,8
GE: IFO	03/2007	27.3.	10:00		107,0
EMU: M3 (meziročně)	2/2007	28.3.	10:00		9.80%
Slovensko					
CPI (meziročně)	2/2007	13.3.	8:00	2.7%	3.0%
Jádrová inflace (meziročně)	2/2007	13.3.	8:00	2.4%	2.7%
Obchodní bilance	1/2007	14.3.	8:00		-12,4 mld. SKK
PPI (meziročně)	2/2007	28.3.	8:00	2.1%	3.4%
Maďarsko					
CPI (meziročně)	2/2007	13.3.	8:00		7.8%
PPI (meziročně)	1/2007	2.3.	9:00		4.5%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	1/2007	23.3.	8:00		3.3%
Polsko					
CPI (meziročně)	2/2007	14.3.	14:00	2.0%	1.7%
Průmyslová výroba (meziročně)	2/2007	19.3.	14:00	15.0%	15.6%
PPI (meziročně)	2/2007	19.3.	14:00	3.2%	2.9%

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

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 CNB.

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. Prognózovaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena může být ohrožena různými typy rizik. Mezi ně patří například rizika související s nabídkou a poptávkou po daném investičním nástroji, rizika konkurence, cen vstupů či riziko tržních kolísání. Prognózovaná 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.

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

ČEZ			Zentiva		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
22.11.06	989	držet	7.11.06	1 460	akumulovat
18.10.06	989	koupit	10.8.06	1 390	akumulovat
1.8.06	962	koupit	12.5.06	1 410	akumulovat
29.5.06	962	koupit	20.3.06	1 390	akumulovat
3.2.06	893	koupit	14.11.05	1 315	akumulovat
6.12.05	873	akumulovat	5.10.05	1 270	akumulovat

Česky Telecom			Unipetrol		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
25.9.06	550	koupit	20.11.06	262	koupit
4.5.06	608	koupit	10.7.06	251	koupit
16.9.05	496	akumulovat	22.2.06	261	prodat

Komerční banka			Orco		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (EUR)	Doporučení
27.3.06	3 800	akumulovat	21.4.06	109	akumulovat

CME			ECM		
Datum	Cílová cena (USD)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
31.1.07	98	akumulovat	15.2.2007	1914	kupovat
3.2.06	68	koupit			

Pegas		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
1.3.2007	806	akumulovat

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 zisk celé Finanční skupiny České spořitelny, na kterém se do jisté míry podílejí 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.

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

	SPAD7	SPAD7 se vztahem k EBG
Kupovat	43%	33%
Akumulovat	43%	33%
Držet	14%	33%
Redukovat	0%	0%
Prodávát	0%	0%

KONTAKTY[HTTP://WWW.CSAS.CZ/ANALZY](http://www.csas.cz/analzy)**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

lmokras@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**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**Libor Vošický**

+420/224 995 592

lvosicky@csas.cz**Pavel Křivonožka**

+420/224 995 565

pkrivonozka@csas.cz**Daniel Drahošský**

+420/224 995 178

ddrahoisky@csas.cz

Dušan Vaškovic

+420/224 995 417

dvaskovic@csas.cz**Úsek Investiční bankovnictví**

Ředitel úseku

Jan Brabec

+420/224 995 816

jbrabec@csas.cz**Jiří Hrbáček**

+420/224 995 836

jhrbacek@csas.cz

Alice Racková

+420/224 995 197

arackova@csas.cz

Jana Daňková

+420/224 995 128

jandankova@csas.cz**Odbor Primární emise****Odbor Finanční instituce – ředitel odboru****Odbor Obchodování a distribuce aktiv – ředitel odboru****Jan Brabec**

+420/224 995 816

jbrabec@csas.cz**Erste Bank Vídeň – Global Macro & CEE Equity**

Head of 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

+43 501 00 115 23

guenther.artner@erstebank.at

akcie – sektor ropa, plyn

Tamás Pletser

+361 235 51 33

tpletser@erstebank.com

akcie – sektor bankovnictví

Guenther Hohberger

+43 501 00 173 54

guenther.hohberger@erstebank.at

akcie – sektor bankovnictví

Angelika Zwerenz

+43 501 00 119 03

angelika.zwerenz@erstebank.at

akcie – sektor telekomunikace

Andras Szalkai

+361 235 5134

andras.szalkai@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

+43 501 00 163 60

gerald.walek@erstebank.at

akcie – sektor pojišťovnictví

Christoph Schultes

+43 501 00 163 14

christoph.schultes@erstebank.at**Brokerjet**

On-line obchodování s CP

+420 222 004 444

www.brokerjet.cz