

Měsíční strategie – dluhopisy a měny

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

duben 2007

Instrument	Úroveň z 30.3.2007		Prognóza 1 měsíc		Prognóza 6 měsíců	
ČESKÁ REPUBLIKA						
CZK	28.0	↗	27.8	↗	27.6	CZK zůstane krátkodobě v pásmu mezi 27.7-28.3. Hladinu odporu vytvářejí carry trady, podporu hedging vývozců. Ke konci roku posílení díky fundamentům. Sazby do července stabilní, rizika vyrovnaná. Výnosy budou na krátkém konci determinovány (ne)aktivitou ČNB. Na dlouhém konci růst spreadu díky rozpočtu. Střednědobě vládní reformy pozitivní pro spready.
3M	2.54	→	2.55	↑	2.90	
2Y	3.08	↗	3.15	↗	3.35	
10Y	4.08	↗	4.15	↗	4.30	
USA						
USD	1.33	→	1.33	↘	1.37	USD potlačí ke slabším úrovním vývoj úrokového diferenciálu. Neměníme scénář pro sazby Fedu (první cut v červnu), rizikem je delší stabilita. Důvodem je hrozba stagflace (zpomalení ekonomiky díky hypotékám vs. inflace nad „cílem“ Fedu). Ta se projeví ve větší volatilitě výnosů bez jasného trendu v horizontu několika měsíců, neboli silná reakce na aktuální data, s důrazem na nemovitostní data a data z trhu práce.
3M	5.35	↓	5.30	↓	4.80	
2Y	4.58	→	4.60	↗	4.70	
10Y	4.64	↗	4.70	↗	4.80	
EUROZÓNA						
3M	3.92	→	3.95	↑	4.10	Zvyšujeme odhad sazeb ECB z 3,75% na 4%. Důvodem je rychlý růst peněžní zásoby, absence negativních růstových dopadů zvýšení DPH a ještější rétorika ECB. Z hlediska časování se přikláníme od 3M periody k 6M periodě díky taktickému vyčkání ECB, jak dopadne ekonomika USA v letošním roce.
2Y	4.01	→	4.00	→	4.10	
10Y	4.05	→	4.10	↗	4.25	
SLOVENSKO						
SKK	33.33	→	33.20	↗	33.00	Kurz se nyní nachází pod rovnovážnou úrovní, kterou je nová parita 35,4. Trh však bude nadále vidět silný ekonomický příběh (rychlý růst tažený produktivitou, pokles inflace a deficitu veřejných financí a navíc výrazný obrát v obchodní bilanci). Proto si myslíme, že v delším horizontu trh neupustí od spekulací na další posilování měny. Silnější SKK otevírá prostor pro harmonizaci klíčových sazeb s EMU do konce 3Q07, přičemž už ve 2Q vidíme prostor pro snížení sazeb o dalších 25 bodů.
3M	4.12	→	4.15	→	4.05	
MAĎARSKO						
HUF	248.2	→	248.0	↘	253.0	Spekulanty může lákat blízkost dolní hranice flukuačního pásma pro forint (240). Vláda však z politických důvodů v nejbližších měsících k změně kurzového režimu pravděpodobně nepřistoupí. Příznivější vyhlídky ekonomiky budou motivovat další pokles rizikové přírážky, do konce roku vidíme ještě prostor pro pokles výnosů podél křivky. Maďarské dluhopisy proto kromě slušného carry nabízí stále prostor i pro kapitálový výnos. Pro forint držíme odhad úrovně kurzu na konci roku 250.
3M	7.90	↗	7.95	↓	7.30	
3Y	7.32	→	7.25	↘	6.80	
10Y	6.71	→	6.70	↓	6.30	
POLSKO						
PLN	3.87	→	3.86	↗	3.80	Ekonomika se letos bude vyvíjet příznivě, což podpoří posílení zlatého ke 3,75. Nejbližší měsíc sledujte hranice konsolidačního pásma 3,84-3,95, jehož proražení by mohlo vést k prudšímu pohybu zlatého. Inflace pomaly šplhá nahoru, v dubnu čekáme zvýšení klíčových sazeb o 25 bodů (letos jediný pohyb). Křivka by měla v 6M ještě mírně snížit svou strmost (krátký konec nahoru kvůli utažení měnové politiky, na dlouhém a středním by měla trendově klesat riziková prémie). Největším rizikem z domácí scény je případné uvolnění fiskální disciplíny.
3M	4.18	↑	4.30	↑	4.35	
2Y	4.66	↗	4.75	↗	4.70	
10Y	5.21	↗	5.25	↘	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 volatilitě (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.

Investiční doporučení

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

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

Nová investiční doporučení

#30: Využijte oslabení koruny po intervencích NBS pro otevření dlouhých pozic v SKK

- NBS svou střednědobou intervencí vyhnala korunu na slabší úroveň, které podle našich prognóz poskytují při otevření dlouhé pozice ve slovenské koruně (krátké v euru) příležitost pro zisk 3,8% v horizontu jednoho roku. A to po zohlednění nákladů na financování z Euriboru, který je v současnosti výše než sazby, za které si může investor své prostředky na slovenském mezibankovním trhu uložit.
- Rovnovážná (tj. fundamenty ospravedlnitelná) úroveň kurzu se nachází při aktualizované paritě pro ERM II 35,4 SKK/EUR. Jelikož však budou vycházet příznivá ekonomická data, myslíme si, že trh kurz k této úrovni tlačit nebude. Konverzní kurz by se za předpokladu udržení dosavadního tempa rovnovážného posilování měl pohybovat kolem 32-32,5 SKK/EUR (pro podrobnosti viz text o Slovensku). Tedy prostor pro posílení koruny tu stále je.
- Hlavní rizika vidíme především ve (i) vzniku jakýchkoliv pochyb o schopnosti Slovenska zavést euro v ohlášeném termínu a (ii) ve výrazném zhoršení sentimentu vůči rozvíjejícím se trhům v případě růstu averze k riziku, které by mohlo motivovat spekulativní hráče „navezené“ v koruně k uzavírání pozic.

Investiční horizont	12M		
Instrument	EURSKK	Euribor	Bribid
Vstupní hodnota (4.4.2007)	33,47	4,19	3,74
Cílová hodnota	32,1	-	-
Očekávaný zisk	3,8%		

Otevřená doporučení

#25 – Držet, případně vybrat část zisku: nadále očekáváme oslabení USD díky pro dolar negativnímu vývoji úrokového diferenciálu. Nicméně v krátkém období se připravte na volatilitu, která může umazat část dosažených zisků.

#26 – Kumulovat: dlouhodobou prognózu neměníme, takticky posunujeme stop-loss na 3%.

#29 – Kumulovat: nadále věříme ve spreadový konvergenční příběh. Zatím více předvádí CZ, ale růst ekonomiky a posílení zlatého utáhne vysoké PL/EU spready.

#	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	1,3348	2,68	2,92	10,8	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	97,75 11,37	0,92 4,33	6,1	28,5	99,36 10,92	6,4
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	99,28 100,21	1,32 0,83	2,3	32,2	97,63 101,18	4,5

USA

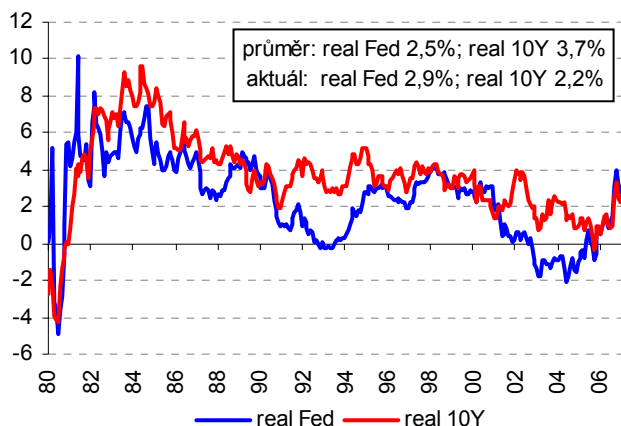
Luboš Mokráš, tel: 224 995 456, lmokras@csas.cz

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

Strašák stagflace

Začneme aktuálním nastavením sazeb. Podle rétoriky představitelů Fedu i z obrázku níže je patrné, že sazby Fedu jsou nastaveny spíše protiinflačně, neboli sazby jsou na horním okraji neutrálního pásma. To jo, ale dlouhodobé sazby (reálné 10Y) jsou nadále pod svým dlouhodobým průměrem, takže v expanzivním módu.

Nominální a reálné sazby



Zdroj: Bloomberg

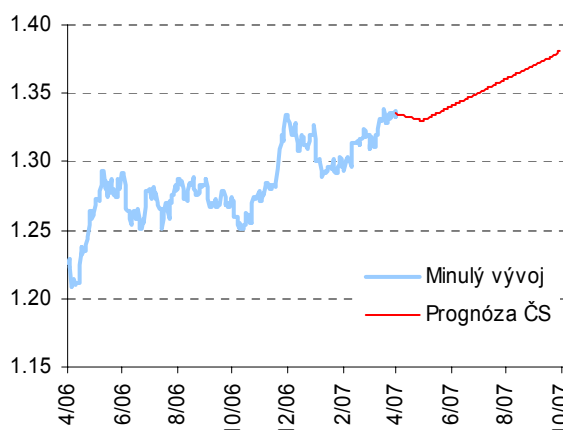
A čemu Fed čelí? Dilematu. Za prvé, příznaky zpomalování ekonomiky. Neboli se budují budoucí protiinflační tlaky. Na druhé straně, aktuální inflace je stále nad pásmem, který Fed nazývá komfortním.

Rizikem pro ekonomiku je zhoršování stavu méně kvalitních hypoték (subprime, s krátkodobou fixací, apod.). V oblasti hypoték už dochází ke zpříšňování zápujčnických podmínek (autonomní zpříšnění měnových podmínek), což bude dále spolu se stále vysokým stavem zásob neprodaných domů negativně působit na trh s nemovitostmi.

Kompenzátorem negativního dopadu na spotřebu byl/je trh práce (nezaměstnanost a mzdy) a ještě bude. Ačkoliv poslední data ukazují, že růst reálných pracovních příjmů již dosáhl cyklického vrcholu a nyní zpomaluje, tak nadále rostou nadprůměrně: 6M průměr je 3,7%, průměr od roku 2001 0,8%.

Poněkud záhadou a rizikem je slabá investiční aktivita podniků - poptávka domácností je stále silná, využití kapacit vysoké a podniky mají dostatek finančních prostředků. Nízká investiční aktivita v 4Q06 a v 1Q07 je varovným ukazatelem. Rizikem je především vliv na trh práce.

EUR/USD

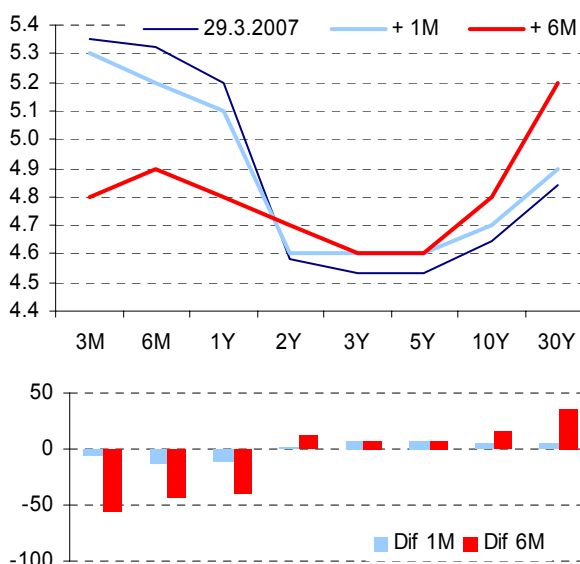


Riziko stagflace se promítlo ve zmírnění prohlášení po posledním zasedání FOMC. Fed nepřímě připustil, že pokud by se růstové parametry výrazně zhoršovaly (slabost trhu s nemovitostmi a některých částí výrobního sektoru) mohl by přistoupit ke snížení sazeb s předpokladem, že oslabení ekonomické aktivity bude negativně působit na poptávku a tedy i na inflaci.

Naším základním scénářem je nadále hladké přistání. Nicméně zvýšená volatilita zůstane i nadále na návštěvě u finančních trhů: investoři budou mít i nadále tendenci reagovat od čísla k číslu.

Za této situace vidíme spíše rizika pro delší stabilitu sazeb Fedu než jaký je náš základní scénář. U dluhopisů je prostor pro další pokles omezený. U dolaru nadále vidíme tah na slabší úrovně.

US: výnosová křivka



EMU

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

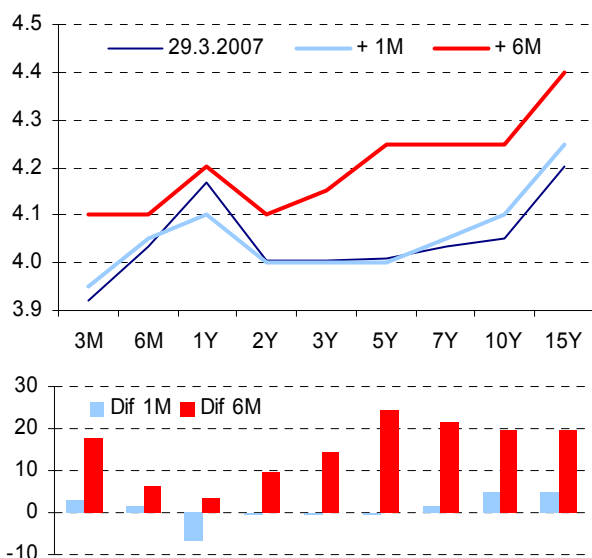
David Navrátil, tel: 224 995 439, dnavratil@csas.cz

Zvyšujeme prognózu sazeb na 4%

Přehodnocujeme odhad stropu úrokových sazeb ECB z 3,75% (současná hodnota) na 4,0%. Co nás k tomu vede? Za prvé, centrální bankou oblíbená peněžní zásoba M3. Ta neustále akceleruje, aktuální tempo je 10% y/y, vysoko nad indikativním cílem ECB. Za druhé, ekonomika nevykazuje očekávané známky zpomalení, zvýšení DPH v Německu nezpomalilo spotřebitelský apetit jak se očekávalo. Za třetí, J-C. Trichet sice na tiskové konferenci poněkud zmírnil rétoriku, ale z jeho vystoupení bylo jasné, že měnový výbor ECB stále uvažuje o zvyšování úrokových sazeb.

Důležitou otázkou je časování takového kroku. Tržní konsensus počítá s dodržení 3M periody a tedy ze zvýšením sazeb v červnu. Avšak inflace pod 2% umožňuje tento interval prodloužit na 6M. My se přikláníme k září. Důvodem pro vyčkání může být nejistota ohledně vývoje v US (vývozy jsou důležitým tahounem růstu). Jistotu do časování přinese Trichetova "vigilance". Pokud v květnu na tiskovce zazní toto slovo, mylíli jsme se a trh měl pravdu.

EMU: výnosová křivka



Česká republika

Martina Lobotka, tel: 224 995 195, mlobotka@csas.cz

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

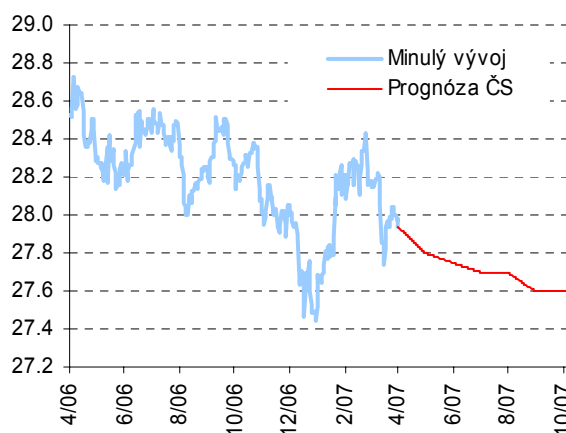
Koruna v carry/hedge range

Koruna se pohybuje v širším pásmu mezi 27.60 a 28.30, kde čekáme, že po nějakou dobu zůstane než se projeví vliv fundamentů (=závěr roku).

S tím, jak trh tento rok věří méně v CZK, aktivizují se carry tradeři, což drží korunu nad 27,7. Nicméně scénář japonského jenu není tím pravým ořechem, co uvidíme na CZK. Za prvé, ČNB nenechá kačku oslabit nijak výrazně díky silné korelaci CZK a inflace. Za druhé, očekáváme oslabení dolaru, což rozbije carry trady do USD. Za třetí, nad 28 se začínají aktivizovat vývozci a začínají se zajišťovat.

Sezónní analýza a carry/hedge pásmo tak korunu udrží relativně stabilní bez jasného trendu v horizontu několika měsíců. Výraznější vlna posílení podpořena fundamenty přijde s koncem roku: držíme 27,2 na prosinec.

EUR/CZK



Zdroj: Bloomberg, ČS

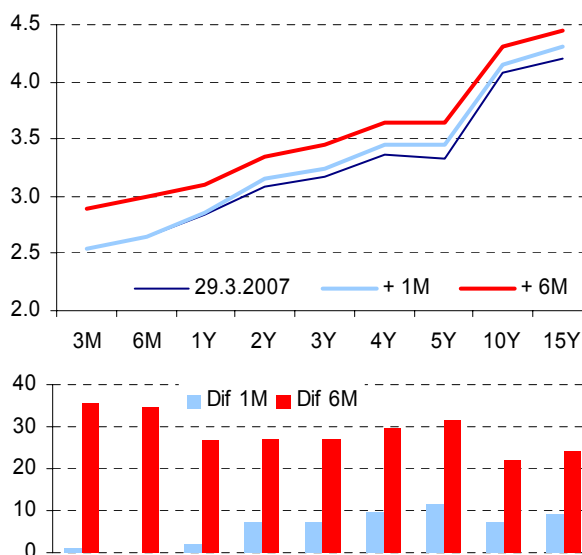
ČNB změní cíl i strategii

Od roku 2010 hodlá ČNB cílovat 2% namísto současných 3%. Hlavním (i když nevyčereným) důvodem je obava z neplnění Maastrichtu. Co to pro výhled sazeb znamená? Nejdříve to znamená potřebu zvýšit sazby pro snížení inflace. V dlouhém období pak spoklesem inflace na nový cíl poklesne i dlouhodobá (neutrální) nominální sazba.

Domníváme se, že ČNB již nyní bude efektivně cílovat současné dolní pásmo inflačního cíle 2-3% s postupným přechodem na 2%.

Nečekáme ovšem výrazný dopad na sazby, protože ČNB pomáhá revize spotřebního koše: lednová prognóza inflace založená na starém koši by nyní (=s novým košem) byla až o 0,5pb nižší. Zvýšení sazeb očekáváme nadále v červenci a v říjnu na 3% ke konci roku.

CZ: výnosová křivka



Fiskální reforma

Vláda představila svou ideu reformy vládních financí. Ponechme stranou problémy se schvalováním a podívejme se na potenciální dopady.

Za prvé, daň z příjmů fyzických osob: jednotná sazba na 15%, ale ze superhrubé mzdy, takže de facto cca 20% ze aktuální hrubé mzdy.

Za druhé, zvýší se snížená sazba DPH z 5% na 9%. Podle našich propočtů zvýšení DPH zvýší inflaci o necelý 1pb. Samotné zvýšení daně zvýší inflaci o 0,7pb (v rétorice ČNB jde tzv. primární dopady), přičemž předpokládáme, že cca 25% zvýšení půjde do marží. Dále dalších 0,2pb přes vyšší inflační očekávání + zkušenost, že tento kanál byl v minulosti velmi slabý (tzv. sekundární dopady). ČNB již řekla, že primární dopady bude vyjímkovat a reagovat bude pouze na sekundární dopady, tudíž nečekejme nějaký výrazný růst sazeb kvůli reformě.

Tlaky nahoru omezí i reforma v mandatorních výdajích. Ta slibuje úsporu cca 25 mld. v roce 2008 (35 mld v roce 2010). Což je cca 1,5-2% disponibilního důchodu domácností. Takže fiskální restriktce po letošní fiskální expanzi. Nevidím proto významná rizika směrem nahoru pro sazby.

Celkový dopad na rozpočet? Efekt daňové reformy na státní finance je v součtu za roky 2008 a 2009 plánován jako celkově mírně pozitivní (+9 mld. CZK za 2008 a -3.8 mld. CZK za 2009, vláda vybere tedy na DPH více než "vrátí" občanům přes DPPO), efekt reformy sociálních výdajů je škrt cca 25 mld. CZK v mandatorních výdajích v 2008. Vláda dále plánuje někde seškrtat dalších cca 14 mld... suma sumárum: deficit nižší o 34-48 mld. v roce 2008

Co se týče efektu na bondy, pokud reforma skutečně projde a donutí stát snížit výdaje, klesne potřeba financování deficitů a tím pádem i nabídka bondů, což by mělo stlačit výnosy dolů. 10Y CZ/EU spread tedy nižší o 20-30bps, než kdyby nebylo reforem. V prognóze jsme počítali s tím, že dojde k úpravám, které zafixují narůstající deficit. Takže námi očekávaný 10Y spread by se měl v roce 2008 pohybovat někde mezi -5 až +15bb.

Slovensko

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

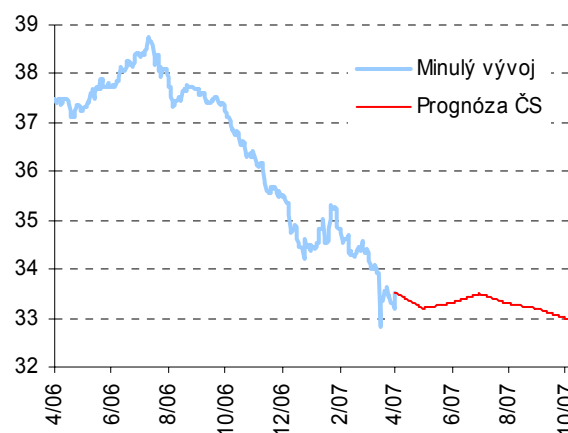
I po revalvaci má koruna prostor posílit

Zprávou měsíce na slovenském trhu byla revalvace centrální parity v režimu ERM II s účinností od 19. března o 8,5% na 35,4424 SKK/EUR. Hranice pásma, ve kterém se směnný kurz může v režimu ERM II pohybovat se tak posunul na 30,13 a 40,76 SKK/EUR. Domníváme se však, že na straně oslabení se bude NBS snažit ubránit hranici 2,25% (tj. 36,24 SKK/EUR).

Dle vyjádření NBS nová parita odráží vývoj ekonomických fundamentů, zejména posílení rovnovážného reálného kurzu, které je dané vysokým diferencialem růstu produktivity vůči Eurozóně (slovenská ekonomika může v prvním kvartálu expandovat dvojciferným tempem).

Samotný konverzní poměr bude pravděpodobně silnější než stávající parita, jelikož rovnovážný kurz v čase posiluje. Když předpokládáme, že (i) NBS paritu nastavila v blízkosti rovnovážné úrovně, (ii) udrží se stejné tempo rovnovážného posilování jako od vstupu Slovenska do ERM II v listopadu 2005 po revalvaci parity a (iii) Slovensko přijme euro k 1.1.2009, implikuje to konverzní poměr 32,0 SKK/EUR (resp. 31,8 SKK ale je pravděpodobné, že by NBS z praktických důvodů spíše zvolila okrouhlou hranici).

EUR/SKK



Tenhle propočítání při našem základním scénáři však předpokládá, že NBS se v čase stanovování konverzního kurzu (cca polovina roku 2008) bude dívat na rovnovážný kurz k lednu 2009 tj. přibližně o šest měsíců dopředu, což je okamžik, ke kterému se bude kurz fixovat. Nelze však vyloučit ani alternativní scénář, že NBS zvolí jinou taktiku a z obav před tím, aby nestanovila konverzní kurz na příliš silné úrovni, zvolí raději aktuální rovnovážný kurz v čase ohlášení konverzního kurzu, což by bylo 32,5 SKK/EUR. Tak či tak, prostor pro další mírné posílení koruny stále existuje. Otevíráme proto nové investiční doporučení short EUR/SKK – viz úvod Strategie.

Euro dříve než v lednu 2009?

Teoreticky nelze vyloučit, že Slovensko nakonec přijme euro dříve než v roce 2009. Podmínce dvouletého pobytu v ERMII totiž vyhoví už v listopadu 2007. Data o splnění rozpočtového maastrichtského kritéria mohou být k dispozici na jaře 2008 (inflaci by mělo Slovensko plnit už v závěru roku 2007, dluh a dlouhodobé sazby už plní). Pravidla explicitně neurčují, že přijetí eura se musí uskutečnit k 1. lednu, tudíž se může uskutečnit už v průběhu roku 2008. Jelikož se však ekonomika na zavedení eura musí připravit a předcházet mu poměrně náročné administrativní opatření (neformální duální oceňování se plánuje půl roku před samotným zavedením eura, úprava informačních systémů a SW do podniků a pod.), myslíme si, že předem oznámený termín leden 2009 se spíše měnit nebude.

Do konce roku očekáváme harmonizaci klíčových sazeb s Eurozónou

Těsně po revalvaci parity jsme v souvislosti s úpravou odhadů pro kurz přistoupili i k revizi výhledu klíčových úrokových sazeb. V souladu s našim revidovaným očekáváním pak NBS snížila klíčovou 2-týdenní sazbu o 25 bodů na 4,5%. Překvapivě však přistoupila k výraznějšímu snížení klíčové sazby pro jednodenní sterilizační obchody o 75 bodů na 2,5%. Myslíme si, že důvodem je snaha posílit zbraně v boji proti silné koruně – i když limitní sazba pro repo tendr byla snížena jenom o 25 bodů, když NBS bude opět krátit poptávku a ponechá trh ve velkém přebytku likvidity, sazby na peněžním trhu můžou klesnout až po hranici 2,5%-ní sterilizační sazby. Hlasování bylo poměrně jednoznačné – z 9 členů bylo 7 pro, jeden se zdržel a guvernér nebyl přítomen. Prostor pro snížení sazeb dle NBS vytvořila zdravá struktura ekonomického růstu a příznivý vývoj zahraničního obchodu. Dle našeho názoru důležitou roli sehrál i kurz. Do konce roku očekáváme harmonizaci klíčových sazeb s Eurozónou, přičemž další snížení sazeb (o 25 bodů) by mohlo přijít již tenhle měsíc s novou inflační prognózou centrální banky. Tento krok by vedl i k „legalizaci“ sazeb na peněžním trhu, které jsou díky přebytku likvidity pod oficiálními sazbami NBS už poměrně dlouho.

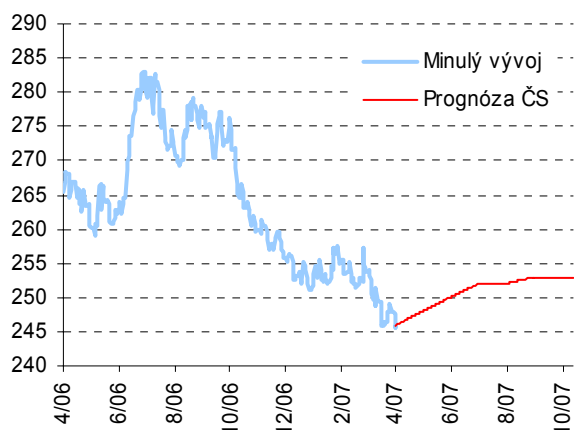
Maďarsko

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

Forint a spekulace o změně kurzového režimu

Za poslední měsíc forint posílil o téměř 3%, zatímco my jsme čekali, že kvůli přetrvávající nervozitě na hlavních finančních trzích spíše převáží jeho oslabení. Z neočekávaných faktorů forintu v březnu pomohla i revalvace centrální parity slovenské koruny v režimu ERM II. To, že kromě SKK nejvíce posílil právě forint, zatímco na zlotém a české koruně byla reakce mnohem slabší, potvrzuje naši domněnku, že hlavním zdrojem tlaku na zhodnocení forintu mohli být spekulanti.

EUR/HUF

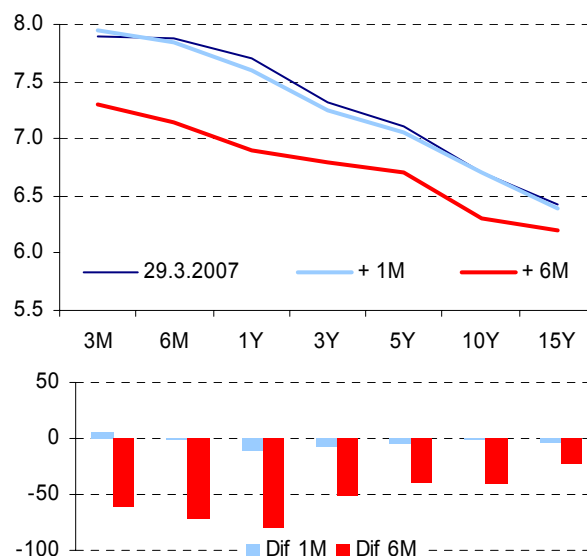


Jeho kurz vůči euru se totiž v rámci stávajícího kurzového režimu může pohybovat v pásmu +/-15% od centrální parity 282,36 HUF/EUR a tedy spodní hranice flukuačního pásma 240,01 není daleko. Úspěšný tlak na revalvaci pásma pro SKK tak mohl vyvolat naději, že se podobný kousek podaří i u maďarského forintu. Důvody „pro“ by se našly: (i) maďarská CB se už v minulosti několikrát pokoušela o zrušení flukuačního pásma pro forint. Narazila však na odpor vlády, což mohlo být zčásti dáno také chladnými vztahy mezi tehdejšími guvernérem Járaiem a vládou. Pod taktovkou nového guvernéra mohou být jednání snazší. (ii) Uvolnění kurzu by mohlo pomoci hlavnímu cíli centrální banky, a to udržení cenové stability. (iii) Parita by lépe odrážela úroveň kurzu která je pro ekonomiku odůvodnitelná (domníváme se, že rovnovážný kurz je silnější než 280). Na druhou stranu, ekonomika letos utrpí významné šoky v důsledku ozdravného rozpočtového balíku. Spotřeba domácností se propadne, podniky jsou zasažené vyššími daněmi. Výrazné posílení forintu, které by mohlo po uvolnění kurzového režimu z psychologických důvodů následovat, by ještě více oslabilo konkurenceschopnost maďarských vývozců. To by byl další úder pro už tak pošramocenou popularitu vlády. Proto se domníváme, že vláda se bude snažit z politických důvodů revalvaci parity nebo změnu kurzového režimu oddálit. Guvernér centrální banky zdůraznil, že centrální banka má k dispozici nástroje na ubránění pásma a současný inflační cíl může být dosažen taky s o něco slabším kurzem než stávající úrovně. Odhodlanost centrální banky bránit pásmo by mohla působit jako psychologická brzda na spekulanty.

Krátkodobou trajektorii forintu jsme v důsledku výraznějšího než očekávaného posílení v březnu posunuli na mírně silnější úroveň. Za předpokladu naplnění námi očekávaného scénáře o vývoji americké ekonomiky (hladké přistání) však vidíme na konci roku forint stále na úrovni 250 HUF/EUR, což na meziroční bázi značí posílení, vůči stávajícím úrovním však jde o mírné oslabení. Na forint budou mít příznivý vliv důkazy o vylepšování rozpočtové situace (zejména v druhé polovině

roku) a s tím související pokles rizikové přírážky. Na druhou stranu budou působit reálné toky (stále vysoký deficit běžného účtu, přičemž jeho financování je závislé na portfoliových investicích).

HU: výnosová křivka



Nadále vidíme prostor pro pokles maďarských výnosů

Maďarská centrální banka ponechala sazby beze změny a po dlouhé době o tom rozhodla jednomyslně, tj. bez návrhu na jejich zvýšení. Prohlášení bylo méně jestrábí než minule. Mezi přetrvávající inflační rizika zařadila nadále mzdy (jejich růst v některých sektorech nekoresponduje s produktivitou). Na druhou stranu, proti argumentu o výrazných inflačních tlacích mluví (i) značný pokles domácí poptávky a (ii) pokles jádrové inflace. CB navíc konstatuje, že snížení požadované rizikové prémie pro maďarská aktiva otevírá větší prostor na úpravu sazeb. Vše je v souladu s našim očekáváním, že letos dojde ke snížení klíčových sazeb o 100 bodů na 7% ve druhém pololetí, přičemž rizika jsou vychýlena směrem k dřívějšímu pohybu a příští rok bude cyklus uvolňování měnové politiky pokračovat. Hodně bude záležet na tom, nakolik ochladí ekonomika a jak rychle dojde k poklesu inflace (vrchol by měla dosáhnout kolem 9% v dubnu, centrální banka na konci letošního roku očekává pokles k 5%, v roce 2008 ke 3%). Rizikem ve směru dřívějšího snížení sazeb je silný tlak na posílení forintu k hranici flukuačního pásma. Zvýšená očekávání účastníků trhu o prostoru pro pokles klíčových sazeb se promítla do poklesu výnosové křivky v březnu o 20-50 bodů (nejvíce na 3-letých splatnostech, které jsou součástí našeho investičního doporučení). V horizontu 6 měsíců vidíme prostor pro ještě další pokles výnosů v důsledku snižování rizikové prémie (budou přicházet čísla o vylepšování rozpočtové situace, běžného účtu a poklesu inflace).

Polsko

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

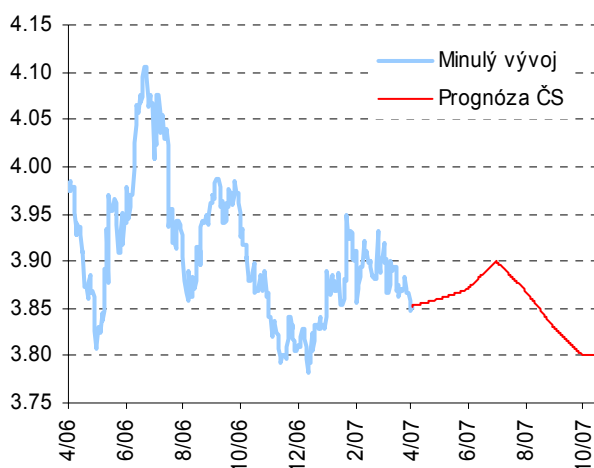
Ekonomický obraz pořád příznivý, do konce roku podpoří posílení zlotého

Zlotý od začátku roku osciluje v konsolidačním pásmu 3,84-3,95, které se od února ještě zúžilo na 3,83-3,93. Když se kurzu konečně podaří vymanit z tohoto kanálu, je pravděpodobné, že pohyb na straně prolomení bude poměrně prudký. Z hlediska fundamentů tipuji, že proražení se uskuteční spíše na dolní (tj. silnější) hranici pásma, načasování je však těžké odhadnout. Oddalovat ho může přetrvávající nejistota ohledně vývoje americké ekonomiky a rozvazování obchodů využívajících úrokový diferenciel vůči

jeny (carry trades), které bude působit proti posilování zlatého a také regionu jako celku.

Do konce roku by se vše mělo vyjasnit, čekáme hladké přistání americké ekonomiky a přechod ke snižování amerických sazeb. To bude hrát do karet rozvíjejících se trhů a investoři zaostří pozornost více na polské fundamenty. Ty jsou pořád příznivé a podpoří posílení zlatého do konce roku ke 3,75 PLN/EUR: měsíční data indikují pokračování dynamického růstu HDP, silnější domácí poptávka vede k mírnému zvyšování deficitu na běžném účtu, jeho výše však je a zůstane relativně mírná, fiskál letos pod kontrolou. Ve směru posílení zlatého může teoreticky psychologicky působit i blíží se zvýšení klíčových sazeb. Váha tohoto faktoru je však spíše slabá, jelikož trh (a i my) čekáme jenom kosmetickou úpravu sazeb. Z naší předpovědi plyne, že případný výlet kurzu k horní hraně flukuačního pásma (3,93-3,95) bychom viděli jako dobrou příležitost pro nástup do dlouhé pozice v zlatém (vůči euru).

EUR/PLN

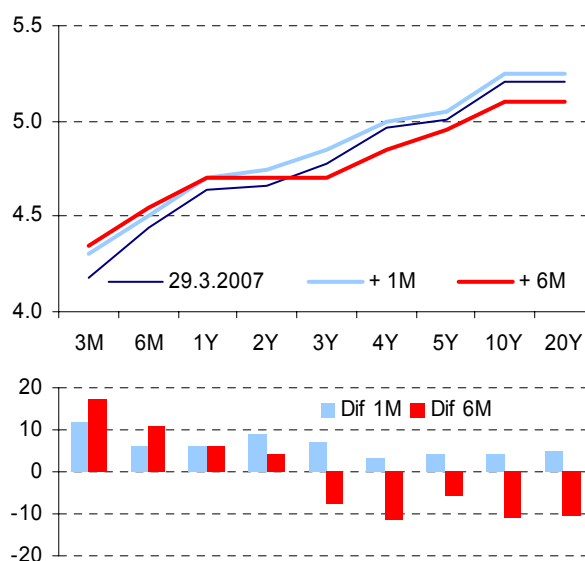


V dubnu očekáváme zvýšení sazeb o 25 bazických bodů

V prohlášení po březnovém zasedání k úrokovým sazbám (které skončilo očekávaným výsledkem: „beze změny“) jsou patrné posuny jestřábím směrem, které dále zvýšilo pravděpodobnost námi dlouho očekávaného scénáře zvýšení klíčových sazeb o 25 bodů v dubnu: (i) byla vynechána větička o tom, že současné nastavení sazeb umožňuje udržení inflace při 2,5%-ním cíli v střednědobém horizontu a (ii) v pasáži o možné potřebě utažení měnové politiky bylo dodáno „w najbliższym czasie“ (v blízké budoucnosti). Na základě publikovaných rozhovorů s členy bankovní rady usuzujeme, že síly v Bankovní radě jsou zatím vyrovnané (5:5). V této situaci by hiku mohl dopomoci guvernér (má rozhodující hlas v případě nerozhodného hlasování), ten se však profiluje spíše jako holubice. Proto budou muset zastánci vyšších sazeb na svou stranu získat ještě jednoho „umírněného“ (pozor na výroky Owsiaka a Czekaje). Důležitá je také dubnová inflační správa, která bude stále poukazovat na riziko překročení cíle v roce 2008. Celková inflace je však aktuálně relativně pod kontrolou, svého vrcholu by měla dosáhnout kolem května-června a do léta opět poklesnout, zejména kvůli bazickým efektům. Proto si myslíme, že zvýšení sazeb tenhle měsíc bude reakcí na potenciální inflační rizika a bude mít spíše signální charakter (jehož účelem bude formování inflačních očekávání). Do konce roku pak další pohyb na sazbách neočekáváme (další hike až na začátku roku 2008). Proto by se krátký konec výnosové křivky měl po březnovém růstu v dubnu postupně stabilizovat kolem stávajících úrovní. Dlouhý konec by mohl být nejbližší měsíc kvůli číslům o vyšší inflaci ještě pod tlakem, v horizontu šesti měsíců když bude jasné, že inflace je pod kontrolou vidíme prostor pro trendový pokles

rizikové přírůžky. Tedy křivka se stane ještě o něco víc plochá. Naše doporučení nakupovat polské dluhopisy vůči českým už docela hezky „zarobilo“ a vidíme prostor pro další zisky.

PL: výnosová křivka



Rizikem do budoucna je zhoršení fiskálu

Rizikem pro polská aktiva je zejména výrazné zhoršení fiskální situace. Letos se díky dynamickému růstu ekonomiky nadále bude rozpočet vyvíjet příznivě a deficit by neměl překročit plánovaných 30 mld. PLN. Vládní koalice však postupně ohlašuje záměry, kterých celkový dopad by mohl být významný. Mezi ně patří snížení odvodového zatížení (v roce 2008 bude stát odhadem ministerstva financí 20 mld. PLN), balík opatření na podporu rodiny (1 mld. PLN) a změna způsobu úpravy důchodů (v roce 2008 bude stát 5.7 mld. PLN). Není stále jasná šíře politické podpory pro tato opatření, ani to, jak je chce vláda financovat. Ministerstvo slíbilo hledat úspory na straně výdajů. Existuje však riziko, že se koalice, jehož součástí jsou i výrazně populistické strany, nechá unést nadějí, že to vše utáhne rychlý ekonomický růst a na škrty ve výdajích nenalezne dostatek politické síly. To by však byla špatná zpráva pro dluhopisy, jelikož takovéhle posílení domácí poptávky by znamenalo větší inflační tlaky a potřebu výraznějšího než očekávaného utažení měnové politiky. Negativní dopad na kurz by mohl být mírnější kvůli vidině vyššího úrokového diferenciálu.

Česká republika – dlouhodobá makroprognóza

		2004	2005	2006f	2007f	2008f
Reálný HDP	(meziroční růst v %)	4.2	6.1	5.9	4.2	4.5
Spotřeba domácností	(meziroční růst v %)	2.6	2.8	4.2	5.5	2.7
Investice	(meziroční růst v %)	4.8	1.3	6.7	5.7	5.0
Nominální mdy	(meziroční růst v %)	6.7	5.5	6.6	5.7	5.7
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)	2.4	4.0	6.6	6.4	4.7
Průmyslová výroba	(meziroční růst v %)	9.6	6.6	10.2	6.0	7.8
CPI	(mez. růst v % na konci roku)	2.8	1.9	2.5	2.5	3.3
Nezaměstnanost*	(%)	9.4	8.9	8.1	7.5	7.2
Obchodní bilance	(% z HDP)	-0.9	1.4	1.6	2.2	1.7
Přímé zahraniční investice	(mld. USD)	3.9	10.1	4.9	7.1	15.3
Běžný účet	(% z HDP)	-5.9	-2.0	-4.6	-4.1	-4.1
Státní rozpočet	(% z HDP)	-3.4	-1.9	-3.0	-3.8	-3.5
Veřejné rozpočty	(% z HDP)	-3.9	-2.2	-3.3	-4.1	-3.8
Repo sazba	(konec roku)	2.50	2.00	2.50	3.00	3.50
Krátkodobé úrokové sazby	(3M, průměr)	2.4	2.0	2.3	2.7	3.4
Dlouhodobé úrokové sazby	(10 let, průměr)	4.9	3.6	3.8	4.1	3.8
CZK / USD	(průměr)	25.7	24.0	22.6	20.4	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	27.2	26.4

* od roku 2004 podle nové metody výpočtu

USA, EMU a Střední Evropa – dlouhodobá makroprognóza

HDP (%)	2005	2006f	2007f	2008f
USA	3.2	3.3	2.0	2.8
Eurozóna	1.5	2.6	2.0	2.4
Slovensko	6.0	8.3	8.9	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	0.1	-0.3	-0.2	0.0
Slovensko	-8.6	-7.9	-4.3	-2.8
Maďarsko	-6.9	-5.8	-5.1	-5.1
Polsko	-1.4	-2.1	-2.6	-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	2.0
Slovensko	3.7	4.2	2.8	3.3
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	-1.3
Slovensko	-3.1	-2.4	-1.7	-1.7
Maďarsko	-7.8	-9.8	-6.5	-5.0
Polsko	-4.2	-3.5	-3.4	-3.2

*HICP inflace, roční průměr

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	26.4.2007	0	-	+25 / IX-06	+25 / VII-07
USA	5.25	9.5.2007	0	0.00	+25 / VI-06	-25 / VI-07
Eurozóna	3.75	12.4.2007	0	-	+25 / III-07	+25 / IX-08
Slovensko	4.50	27.4.2007	-25	-	-25 / III-07	-
Maďarsko	8.00	23.4.2007	0	-	+25 / X-06	-50 / 3Q-07
Polsko	4.00	25.4.2007	+25	-	-25 / II-06	-

Kalendář makro dat

	období	datum	čas zveřejnění	Prognóza ČS/ERStE*	minulá hodnota
Česká republika					
Nezaměstnanost	3/2007	10.4.	9:00	7.4%	7.7%
CPI (meziročně)	3/2007	10.4.	9:00	1.9%	1.5%
Průmyslová výroba (meziročně)	2/2007	11.4.	9:00	8.2%	9.8%
Běžný účet	2/2007	13.4.	10:00	-0,30 mld. CZK	5,49 mld. CZK
PPI (meziročně)	3/2007	16.4.	9:00	3.5%	3.2%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	2/2007	17.4.	9:00	6.5%	7.7%
USA					
Obchodní bilance	2/2007	13.4.	14:30	-60,3mld.USD	- 59,1mld. USD
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	3/2007	16.4.	13:30		0.1%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	3/2007	17.4.	14:15		1.0%
Využití průmyslových kapacit	3/2007	17.4.	15:15		82.0%
PPI (meziměsíčně)	3/2007	13.4.	14:30		1.3%
CPI (meziměsíčně)	3/2007	17.4.	14:30		0.4%
Předstihové indikátory	3/2007	19.4.	16:00		-0.5%
Philadelphia Fed	4/2007	19.4.	18.00		0.2
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	3/2007	25.4.	14:30		2.5%
Prodeje nových domů	3/2007	25.4.	16:00		848 tis.
Prodeje existujících domů	3/2007	24.4.	16:00		
Osobní příjmy	3/2007	30.4.	14:30		0.6%
Osobní výdaje	4/2007	30.4.	14:30		0.6%
FOMC					
Spotřebitelská důvěra	4/2007	24.4.	16:00		107.2
EU					
CPI (meziročně)	3/2007	16.4.	11:00		1.8%
HDP (meziročně)					
ZEW	4/2007	17.4.	13:00		5,1
GE: IFO	4/2007	25.4.	10:00		107,7
EMU: M3 (meziročně)	3/2007	30.4.	10:00		10.00%
Slovensko					
CPI (meziročně)	3/2007	12.4.	9:00		2.7%
Jádrová inflace (meziročně)	3/2007	12.4.	9:00	2.7%	2.5%
Obchodní bilance	2/2007	11.4.	9:00	0,3 mld. SKK	4,0 mld. SKK
PPI (meziročně)	3/2007	27.4.	9:00	14.5%	3.8%
Maďarsko					
CPI (meziročně)	3/2007	44.4.	9:00	9.0%	9.8%
PPI (meziročně)	3/2007	27.4.	9:00	2.5%	
Maloobchodní prodeje (meziročně)	2/2007	23.4.	9:00	1.4%	1.2%
Polsko					
CPI (meziročně)	3/2007	13.4.	14:00	2.3%	1.9%
Průmyslová výroba (meziročně)	3/2007	20-25.4.		11.0%	17.5%
PPI (meziročně)	3/2007	20.4.	14:00	3.1%	3.6%

(*) 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	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
Odbor Obchody treasury – ředitel odboru	Robert Novotný	+420/224 995 148	rnovotny@csas.cz
Odbor Obchody na kapitálových trzích – ředitel odboru	Libor Vošický	+420/224 995 592	lvosicky@csas.cz
Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty – ředitel odboru	Pavel Krivonožka	+420/224 995 565	pkrivonozka@csas.cz
Odbor Proprietary trading	Daniel Drahotský	+420/224 995 178	ddrahotsky@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
Odbor Primární emise	Jiří Hrbáček	+420/224 995 836	jhrbacek@csas.cz
Odbor Finanční instituce – ředitel odboru	Alice Racková	+420/224 995 197	arackova@csas.cz
Odbor Obchodování a distribuce aktiv – ředitel odboru	Jana Daňková	+420/224 995 128	jandankova@csas.cz
	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	Guenter Hohberger	+43 501 00 173 54	guenter.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