

Měsíční strategie – dluhopisy a měny

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

květen 2007

Instrument	Úroveň z 27.4.2007	Prognóza 1 měsíc	Prognóza 6 měsíců	
ČESKÁ REPUBLIKA				
CZK	28.2	↗	27.9	↑ 27.3
3M	2.66	↘	2.55	↑ 3.05
2Y	3.23	↗	3.28	→ 3.30
10Y	4.18	→	4.15	→ 4.16
Koruna momentálně kolem 28.30, čekáme její posun směrem 28.20-28.10 v blízké době, v horizontu měsíc+ posílení k 28.00. Fundamenty hnané posílení pak až v druhé polovině roku, spíše k jeho závěru. Sazby nahoru v červenci nebo i dříve, nálada v Radě posunuta směrem k ještěřábimú tónu (navíc překvapivě vysoká inflace za duben). Výnosy na krátkém konci v rukou ČNB, delší konec pak záhadou z titulu financování rozpočtu a případné fiskální reformy. Zatím držíme růst výnosů podél celé křivky v horizontu následujícího půlroku.				
USA				
USD	1.37	→	1.36	↘ 1.39
3M	5.36	↘	5.25	↓ 4.95
2Y	4.65	↑	4.85	→ 4.75
10Y	4.69	→	4.70	→ 4.80
USD by měl střednědobě nadále postupně oslabovat (hlavně kvůli vývoji úrokového diferenciálu). Ekonomika bude spíš slabší než silnější, především kvůli nemovitostem. Fed nadále ostražitě sleduje inflaci a s případným snížením sazeb na podporu ekonomiky si dává na čas – podle nás by měl první cut přijít v srpnu a do konce roku by měly sazby klesnou na 4,5%. Dokud bude trh věřit na měkké přistání, neměla by se výnosová křivka příliš hýbat.				
EUROZÓNA				
3M	4.01	↗	4.12	↑ 4.24
2Y	4.17	↗	4.20	↗ 4.35
10Y	4.22	→	4.20	→ 4.30
J-C. Trichet na tiskové konferenci po květnovém zasedání ECB nenechal trh na pochybách k zvýšení sazeb v červnu. Opět jsem slyšeli už standardní „strong vigilance“ (silná bdělost). ECB se bojí, že solidní růst ekonomiky v kombinaci s velmi silným růstem peněžní zásoby povedou k inflačním tlakům. Silné euro ECB očividně starosti nedělá.				
SLOVENSKO				
SKK	33.65	↗	33.40	↗ 32.80
3M	4.09	→	4.10	→ 4.05
V květnu by měl kurz EURSKK konsolidovat. Rozběhu zpět na silnější úroveň může bránit dividendové období, sílu tohoto faktoru bychom však nepřeceňovali. Střednědobý výhled se nemění: blížící se přijetí eura, silný růst ekonomiky, pokles inflace, pokračování ve snižování rozpočtového deficitu a výrazné zlepšení obchodní bilance udrží optimizmus a bude tlačit na posílení SKK koruny. Konverzní kurz v pásmu 32,0-32,5. Harmonizace klíčových sazeb s EU (na úroveň 4,0%) by se měla dokončit ve 3Q, kdy očekáváme snížení SKK klíčových sazeb o 25 bodů.				
MAĎARSKO				
HUF	245.7	↘	248.0	↘ 252.0
3M	7.82	↘	7.80	↓ 7.25
3Y	7.00	→	7.05	→ 6.80
10Y	6.55	→	6.60	↓ 6.25
Sezónní analýza naznačuje pravděpodobnost oslabení forintu v následujících dvou měsících. Deficit běžného účtu je pořád vysoký a na jeho financování je potřebný příliv portfoliových investic. Pro konec roku držíme odhad 250 HUF/EUR. V květnu bude pozorně sledováno zasedání CB. Šance na první cut jsou poměrně vyrovnané, my vidíme o málo vyšší pravděpodobnost ponechání beze změny. Klíčová však bude nová Inflační prognóza. Do konce roku -100bb, příští rok dtto. Do konce roku pokles výnosů podél celé křivky díky vylepšujícím se ekonomickým vyhlídkám.				
POLSKO				
PLN	3.77	↘	3.80	→ 3.78
3M	4.36	↗	4.40	↗ 4.40
2Y	4.81	↗	4.85	↗ 4.90
10Y	5.33	↘	5.25	↓ 5.10
Zlotý se v dubnu vymanil z konsolidačního pásma, ve kterém osciloval od začátku roku. Následné posílení bylo poměrně prudké a technika signalizuje překoupenost zlotého, proto v květnu očekáváme jemnou korekci kurzu na slabší úroveň. Dlouhodobý trend bude díky silné ekonomice pořád ve směru silnějšího zlotého. Inflace v nejbližších měsících poklesne a klíčové sazby by tak měly jít nahoru až příští rok (50 bodů). Do konce roku čekáme mírný pokles středního a dlouhého konce křivky kvůli trendovému snižování rizikové prémie v důsledku příznivého ekonomického vývoje (10Y na 5,10%). Rizikem je fiskální politika vlády, která by vedla k posílení domácí poptávky.				

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

Investiční doporučení

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

Uzavření investičních doporučení

#	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 (%)
26	long HU GB3Y,	09.01.07	take profit	HGB 6,25 04/09	96,86	98,3	1,52	7,6	24,4
	fin. PRIBOR 12M			HUF/CZK	10,90	11,4	4,88		
29	short CZ GB10Y,	06.03.07	take profit	CZGB 3,8 04/15	100,59	98,54	2,08	6,2	39,3
	long PL GB10Y			PL GB10Y 5,25 10/17	100,06	99,42	3,78		

#26: Vybíráme zisk na maďarských dluhopisech financovaných z Česka

- Naše pozice ve tříletých maďarských dluhopisech, která byla financována z českého trhu vydělala po očištění o náklady financování velice hezkých 7,6% (což na roční bázi představuje 24,4% !). Vysoko jsme tak překonali původní cíl, kterým bylo dosáhnout šestiprocentního zisku v horizontu jednoho roku. Maďarské dluhopisy si připsaly zisky a vidíme pořád potenciál pro jejich další posílení (navíc nabízejí zajímavé carry). Co však předčilo naše očekávání a motivuje nás zavřít pozici už po čtyřech měsících je kurzovní vývoj. Forint je silnější než jsme čekali, zatímco česká koruna se zatím k posilování moc nemá. Výhledově předpokládáme, že forint do konce letošního roku naopak ustoupí na o něco slabší úroveň (250 HUF/EUR), zatímco u české koruny vidíme prostor pro posílení na 27,2 (prosinec), což ve srovnání se stávajícími úrovněmi představuje přibližně 3,7%-ní zisky. Zhodnocení české koruny a znehodnocení forintu by hrálo v neprospěch naší pozice.
- Jelikož na maďarské dluhopisy jsme pořád pozitivní, čekáme až forint oslabí vůči euru resp. česká koruna posílí a naskytne se příznivější okamžik na otevření této pozice.

#29: Vybíráme zisk na sázce na sblížení výnosů polských a českých dluhopisů

- Tuto pozici jsme původně plánovali držet až do začátku září a dosáhnout zisk 4,5%. Naproti tomu se nám podařilo vydělat až 6,2% (po analýze 39,3% !!), a to ještě v kratším horizontu. Důvodem pro výraznější a dřívější zisky byl podobně jako u pozice v maďarských dluhopisech lepší kurzovní vývoj, t.j. silnější PLN v srovnání s CZK. Naproti tomu, samotné polské dluhopisy za ty dva měsíce moc nevydělaly. To jsem však i očekávala, většinu zisků jsem předpokládala až od června. Důvodem je, že v tomhle období už bude viditelný pokles polské inflace zpět pod cíl a nervozita trhu kvůli očekávání o dalším zvýšení klíčových sazeb začne pomalu opadat.

Otevřená doporučení

#25 – Držet: nadále očekáváme oslabení USD díky pro dolar negativnímu vývoji úrokového diferenciálu. V krátkém období se připravte na možnost korekce po dosažení historického maxima.

#30– Kumulovat: slovenská kačka v dubnu trochu klopýtla, nadále však vidíme prostor pro její posílení, a to díky velice atraktivnímu makro příběhu. Konverzní kurz, který bude ohlášený v polovině příštího roku by se měl pohybovat v pásmu 32,0-32,5 SKK/EUR.

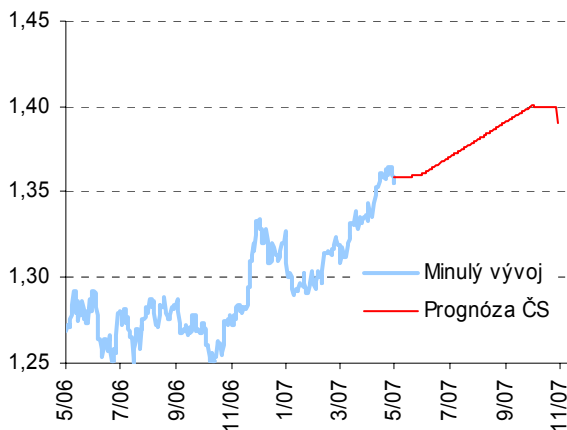
#	doporučení	otevření pozice	cílené uzavření pozice	instrumenty	vstupní hodnota	dnešní hodnota	flat P/L jednotlivě (%)	flat P/L vč. carry (%)	P/L v p.a. vč. carry (%)	cílová hodnota	cílový P/L v flat (%)
25	short USDEUR	09.01.07	31.9.07	USD 9M libor	1,3000	1,3538	4,14	4,49	11,8	1,4000	6,7
	EUR 9M libor										
30	short EUR/SKK	04.04.07	29.03.08	12M MM	3,74	33,54	0,37	-0,25	-2,47	-	3,83
	Euribor/Bribid			EUR/SKK			33,47				

USA

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

Vývoj amerických sazeb zůstává nadále nejasný

Situace kolem amerických sazeb zůstala napínavá i v dubnu a s celkem vysokým stupněm pravděpodobnosti se dá čekat, že taková zůstane i v květnu. Důvody jsou stále stejné: inflace poněkud vyšší než je implicitní cíl Fedu a na jestřábí notu naladění centrální bankéři. Prohlášení po dubnovém zasedání FOMC sice vzbudilo spekulace o měnícím se postoji Fedu, ale poznámky z téhož zasedání vše vrátili na původní jestřábí pozice. Květnové prohlášení se dále posunulo velmi mírně holubičím směrem, ale hlavní starostí Fedu nadále zůstává inflace, celkově tedy vyznívá spíše jako jestřábí. Když ovšem čtu o tom, že je v USA momentálně saglance mám dost smíšené pocity – například Bank of England má cíl od 2 do 3% a byla by tedy navýsost spokojená, navíc jádrová inflace pomalu ale jistě klesá a začínají se objevovat náznaky, že růst nájmu, který je podstatnou složkou koše jádrové inflace, by měl také zpomalit. Ekonomika, sice roste, ale její růst není nic moc. Fed zatím drží především vysoká zaměstnanost. To je ovšem zpožděný ukazatel (její vývoj zaostává za cyklem), takže kdyby ji Fed používal jako vodítko pro stanovování sazeb moc tím ekonomice nepomůže. Co je ještě horší, řada dalších ukazatelů není pro americkou ekonomiku příznivá. Podle předběžných údajů zpomalil růst ekonomiky v prvním čtvrtletí na 1,3%, trh s nemovitostmi a s ním spojená stavba obytných domů je stále v hlubokém útlumu a navíc málo investují společnosti. Před recesí USA zachraňují nezdolní spotřebitelé, otázka je, jak dlouho vydrží.



Měkké přistání zůstává hlavním scénářem, pravděpodobnost silného růstu klesá

Co z toho všeho plyne pro budoucnost úrokových sazeb? Především vysoký stupeň nejistoty: nikdo, včetně lidí z Fedu netuší jak se bude ekonomika vyvíjet ve zbytku roku. Různých scénářů je kvantum, my se nadále držíme našeho trojlístku: **nejpravděpodobnější scénář** relativně mírné zpomalení ekonomiky (měkké přistání) – už probíhá, otázka jestli ekonomika nezpomalí příliš, postupný pokles jádrové inflace – také probíhá, je ale pomalý a není jisté jestli bude trvalý, následně mírné snížení sazeb ke středu předpokládaného neutrálního pásma (na 4,5% na konci roku). **Optimistický scénář** – ekonomika se po zakolísání rychle zotaví a růst se vrátí na nebo mírně nad potenciál, vysoké riziko rostoucí inflace a Fed se stabilními nebo ještě spíše vyššími sazbami. Pravděpodobnost tohoto scénáře se zřetelně snižuje, nemovitosti budou koulí na noze americké ekonomiky značně pravděpodobně ještě řadu měsíců a to by mělo být dost na to, aby růst byl pod potenciálem. Konečně **třetí (pesimistický) scénář**: nedojde k očekávanému zotavení ve druhém pololetí a naopak ekonomika bude dále zpomalovat, takže letos HDP

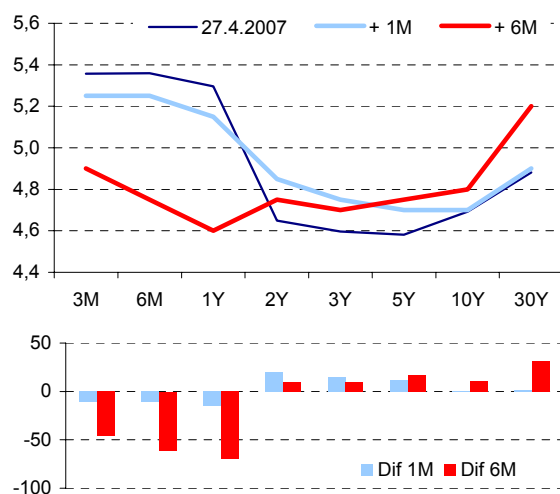
poroste v okolí 1% nebo v horším případě sklouzne do recese. Inflace neinflace, Fed by šel se sazbami dolů a to velmi pravděpodobně razantně.

Podle nás půjdou sazby dolů, otázka je jen kdy

Co se týká naší predikce vývoje sazeb: přestože se situace a vyhlídky ekonomiky prakticky nezměnily a zatím vcelku naplňují naše očekávání, odsunujeme první snížení sazeb na srpen. Na konci roku nadále počítáme s 4,5%. Příčinou posunutí termínu je především postoj Fedu, který je více jestřábí než jsem čekali. Přestože inflace zřetelně klesá, a podle našeho názoru jsou dobré důvody aby pokles pokračoval, vidí stále Fed inflaci jako hlavní hrozbu. Před snížením sazeb musí tento názor změnit, umožnit by mu to měl pozitivní vývoj jádrové inflace v dalších měsících. Potom nebude důvod na přehnanou opatrnost a úprava sazeb může být relativně rychlá.

A co ze všeho výše uvedeného plyne pro finanční trhy? U dolaru to je poměrně jednoznačné: může docházet ke korekcím nebo konsolidacím, ale základní směr bude oslabování dolaru. Dílem společným a nerozdělným k tomu přispěje slabost americké ekonomiky, Fed a ECB. Složitější bude situace u výnosové křivky. Její současný tvar je nastavený na náš základní scénář měkkého přistání. Oživení ekonomiky by poslalo střed a dlouhý konec nahoru, obavy z recese naopak. Pokud nedojde k něčemu co by vyjasnilo situaci a dalo trhu jednoznačný směr (což je nepravděpodobné) bude trh reagovat na přicházející informace výkyvy, ale bude bez trendu.

US: výnosová křivka



EMU

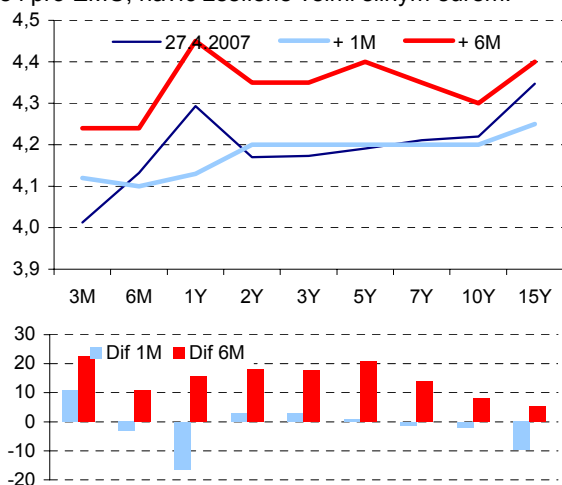
Luboš Mokráš, tel: 224 995 456, lmokras@csas.cz

Červnový hike je téměř jistý

V EMU je situace ztelně přehlednější a jednodušší než v USA. ECB signalizuje svoje záměry jasně, relativně jednoznačný (alespoň pro několik nejbližších měsíců) je i vývoj ekonomiky. S dalším zvýšením sazeb na 4,0% v červnu počítá téměř každý včetně nás. Předpokládaný vývoj v květnu je proto poměrně jednoznačný: vliv na dolar jsem už popsali v kapitole o Spojených státech, dluhopisy by se měly držet na současné úrovni, pokud se nestane něco co by změnilo současná očekávání, která se promítají do ocenění dluhopisů. Trh by samozřejmě reflektoval případné prudší výkyvy v USA, to je nejpravděpodobnější zdroj ztelnější volatility.

EMU roste příjemným tempem, poptávka domácností však stále poněkud zaostává

Dlouhodobější výhled bude záviset především na tom, nakolik se vývoj evropských ekonomik bude shodovat s očekáváními ECB (a trhu). My jsme nadále mírně skeptičtí (i když realita nás zatím usvědčuje z přehnaného pesimismu) především kvůli relativně (vůči zbytku ekonomiky) slabému růstu maloobchodních tržeb, tedy významné části spotřeby domácností. Bez dostatečně silné spotřeby není reálný v posledních měsících populární scénář „rozpojení“ vývoje světové ekonomiky, tedy scénář kdy přestane být růst ve světě závislý na poptávce v USA. A pokud svět nepřestane být závislý na poptávce v USA, bude zpomalení poptávky domácností v tomto státě znamenat v konečném důsledku potíže i pro EMU, navíc zesílené velmi silným eurem.



Česká republika

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

Událostí předchozího měsíce samozřejmě zasedání ČNB. Samotné rozhodnutí o ponechání sazeb bez změny nebylo nijak překvapivé. Zajímavými sděleními hýřila tiskovka po zasedání a nová inflační prognóza. Jak tedy vypadá? Zhruba následovně:

Prognóza z	CPI (12/2007)	HDP 2007	HDP 2008
Leden 2007	2.4% - 3.8%	4.4% - 6.2%	3.1% - 6.5%
Duben 2007	3.2% - 4.2%	4.9% - 6.5%	3.8% - 6.8%

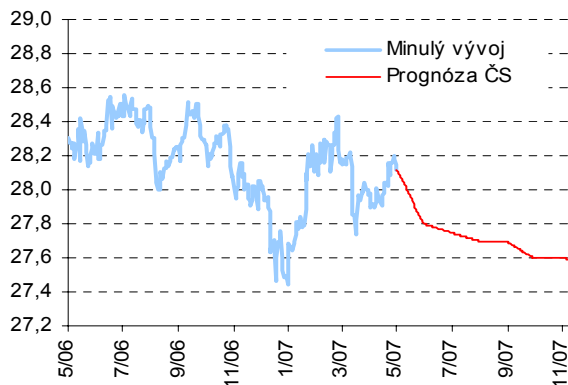
Zdroj: ČNB / Zpráva o inflaci (duben 2007)

Jádrová inflace má také urychlit směrem k zhruba 2.1 - 3.5 % v 1. kvartále 2007, takže stěfeliva pro jestřábí partu by mělo být dostatek. Vůbec celá inflační prognóza je dle ČNB „konzistentní s růstem sazeb přes celé období 18 měsíců“. Co je ale omnoho důležitější je skutečnost, že v samotné bankovní radě je patrná změna v náladě. Zatímco ještě nedávno byla rizika ohledně vývoje sazeb rozložena více-méně symetricky a názory byly více diverzifikované („čeká nás delší období stability“; „umíme si představit i pohyb směrem dolů“), nyní se guvernérů Tůmovi podle jeho vyjádření zdá, že se převažujícím názorem u členů Rady stává spíše ten, že následující pohyb u sazeb bude nahoru. Změnu v rozpoložení navenek naznačuje i skutečnost, že se na dubnovém zasedání již o zvednutí sazeb hlasovalo. Tento návrh ale získal jenom 2 hlasy ze 6 a tudíž sazby se nikam nehnuly. V neposlední řadě i setkání v ČNB s analytiky naznačilo tento směr: to bylo patrné i ve slovech člena Bankovní rady Tomšika, který poněkud tajemně komentoval hlasování z dubna jako „něco“ co naznačuje, kam se sazby pohnou.

Shrnutí: náš scénář hiku již v blízké době je ve světle těchto nových událostí stále více pravděpodobnější. Většina Rady ještě možná nevyžaduje být přesvědčená o tom, že hikovat se musí hned teď, nicméně postupně ji k tomu data z reálné ekonomiky dotlačí. Maloobchod, nezaměstnanost, průmyslová výroba signalizují, že se firmám daří a že ani domácnosti ve všeobecnosti nemají hluboko do kapsy a nebojí se peníze utrácet. Mírný růst nominálních jednotkových mzdových nákladů (zatím spíše v sektoru služeb) je rizikem v tomto směru do budoucna, i když momentálně při růstu NH produktivity o téměř 4 procenta zatím jasný důvod pro obavy z poptávkové inflace nejsou. Část Rady proto stále ještě vyčkává. Očekávaným vývojem v reálné ekonomice (který prognóza ČNB vidí jako mírně proinflační v roce 2007 i 2008) je tedy akcelerace poptávkových tlaků, na které budou muset i holubice v Radě reagovat růstem sazeb. My si myslíme, že se tak stane v červenci (i dřívě) a sazby půjdou nahoru o 25 bodů.

Koruna bez zřejmého směru, 28.30 vydrží a pak nejspíš dolů

Koruna po poměrně nezáživném obchodování v první polovině dubna začala oslabovat a dnes se obchoduje kolem psychologicky významné hranice 28.30 CZK/EUR. Fundamentálně nevidíme žádný důvod k oslabení v časovém horizontu příštího měsíce. Tyto úrovně jsou podle nás velice atraktivní k zajištění se proti posilování koruny. Z tohoto titulu bude koruna shora držena na uzdě snahou exportérů o zajištění se. Ani z technické analýzy neplyne, že by koruna měla oslabit dále nad 28.30, pravděpodobnější je pohyb opačný, i když ani ten nebude nijak silný. Krátkodobě čekáme pohyb někde mezi 28.10 a 28.20, za horizontem měsíce pak kolem 28.00. Impulzem k trvalejšímu posílení (nejspíše až v druhé polovině roku) bude až efekt obchodní bilance. Ta bude tento rok opět přebyteková, již čísla za první tři měsíce (+ 37 mld.) naznačily, že právě z obchodní bilance přijdou ve střednědobém horizontu hlavní impulzy k posílení k námi očekávané hranici 27.20 ke konci roku (přiliv FDI zhruba objemově kompenzuje odliv dividend).



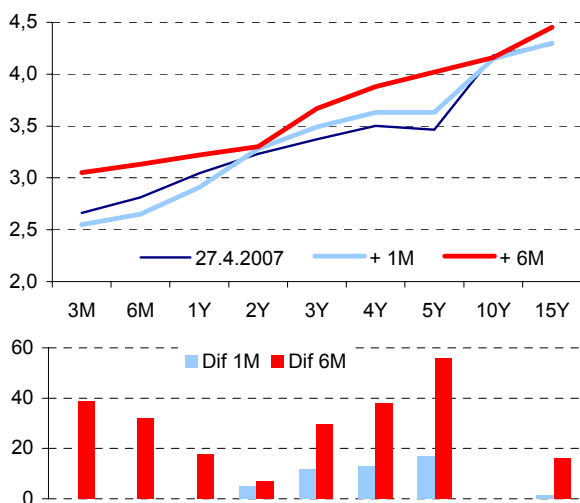
Výnosy na krátkém konci v rukou ČNB, na dlouhém v rukou MinFin-u

Krátký konec křivky je v rukou ČNB. Jak jsme psali výše, brzké zvednutí sazeb je podle nás hotovou věcí a taktéž čekáme, že nezůstane při jednom (tenhle rok celkově o 50 bodů, příští rok taky); s tím samozřejmě půjdou nahoru i krátké sazby. V souladu s tím čekáme v horizontu 6 měsíců růst na zhruba 3.05% a 3.13% u 3M a 6M Priboru; spread oproti Eurozóně se tak utáhne na -119 resp. -111 bodů (z -135 resp. -132 nyní).

Dlouhý konec je letos zapeklitější záležitost. Strategie financování státního dluhu, ze které vychází emisní kalendář, předpokládá potřeby financování zhruba ve výši 159 mld. CZK. To ovšem zahrnuje poměrně (z našeho pohledu) optimistický deficit rozpočtu ve výši 91.3 mld. CZK. Tento deficit má několik rizik, mezi nimi např. prodej akcií ČEZ (44 mld. z prodeje nemusí být k dispozici letos) nebo tzv. poslanecké pomníčky

rozdané v předvolebním rozpočtovém běsnění. Proto si myslíme, že ve finále bude rozpočtová tíseň vyšší, což povede k vyšší emisí bondů. Co to znamená? Pokud počítáme s emisí na domácím trhu, pak samozřejmě nabídka vzroste, což vytlačí výnosy nahoru – za 6 měsíců vidíme 15Y bond na 4.45% oproti dnešnímu 4.29%, 10Y bond pak v zásadě bez změn. Střed křivky také nahoru, příčiny v zásadě stejné.

Rizika? Jsou. Kdo řekl, že ty bondy budou výlučně domácí, že? Náměstek MF Janota se nedávno nechal slyšet, že možná MF tenhle rok vyleze na eurobondový rybník lovit (minimálně) miliardu EUR v dlouhých penězích. To by samozřejmě s nabídkou na domácím trhu zahýbalo a výnosy na dlouhém konci by zamířily níže (než ve scénáři s umístěním bondů doma). Pokud by se k tomu přidal i příští rok a prosazení fiskální reformy, nabídka by šla dolů o dalších cca 35 mld. Výsledek pak stejný.



Slovensko

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

Koroně dočasně došel dech

Spekulativní tlak na posilování slovenské koruny v dubnu povolil a kurz mírně korigoval na slabší úroveň. Domníváme se, že v květnu by mělo dojít ke konsolidaci. Z fundamentálních faktorů může koruně škodit sezónní odliv dividend. Nepředpokládáme však, že síla tohoto faktoru bude velká. Odhadovaný odliv dividend za celý letošní rok je totiž přibližně srovnatelný s objemem intervencí NBS, které uskutečnila za pouhý jeden měsíc (v březnu 1,9 mld. EUR). Z dlouhodobějšího hlediska pořád vidíme prostor pro posun koruny na silnější úroveň, jelikož ekonomický příběh zůstane pozitivní. Tempo reálního růstu HDP se ještě víc urychlí a dosáhne úctyhodných 8,9%. Inflace bude pokračovat v trendu poklesu, deficit veřejných financí se podaří dále snížit. Souvisí to zejména s ambicí Slovenska přijmout euro v roce 2009, což je další faktor, který zlepšuje vnímání Slovenska zahraničními investory. Silný růst vývozu díky náběhu výroby v nových automobilkách a prosperujícímu elektrotechnickému průmyslu povede k viditelnému snižování deficitu zahraničního obchodu a běžného účtu platební bilance. Reálné toky budou tudíž korunu podporovat. Konverzní kurz (bude se stanovovat přibližně za rok) vidíme v pásmu 32,0-32,5.

Nová kvartální prognóza NBS

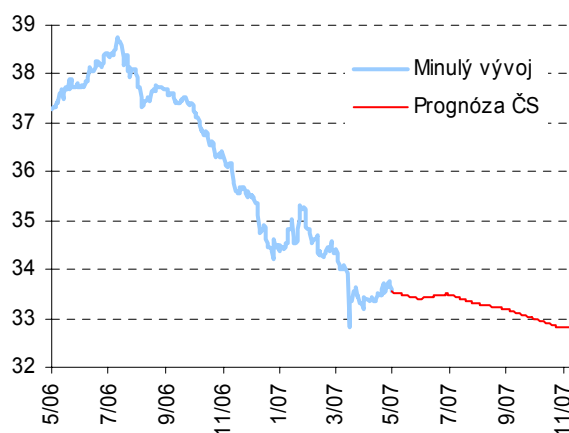
(hodnoty lednové prognózy jsou v závorkách)

	2007	2008	2009
Růst HDP	8,9 (8,6)	7,4 (6,2)	6,9
Inflace (HICP, průměr)	1,5 (1,6)	1,9 (2,0)	2,2

Ve třetím kvartálu budou klíčové sazby harmonizovány s EMU

Ve své nové kvartální inflační prognóze revidovala centrální banka odhad tempa expanze ekonomiky směrem nahoru, inflační trajektorii však posunula směrem dolů. Důvodem byly zejména příznivější očekávání pro vývoj cen v sektoru služeb. Inflace měřená indexem HICP (metodologie Eurostatu) by tak měla dále zpomalovat až na prosincových 1,5%. Tento velice příznivý inflační výhled spolu a posílením koruny v průběhu posledních měsíců umožnilo snížit klíčovou sazbu na 4,25%, v souladu s naším očekáváním. Očekáváme, že vzhledem k ochlazení spekulativního tlaku na korunu by si NBS mohla dát v květnu pauzu, ale už ve třetím kvartálu předpokládáme další snížení klíčové sazby o 25 bodů, čímž by se měly slovenské sazby i oficiálně dostat na úroveň Eurozóny (na mezibankovním trhu díky přebytku likvidity už sazby při úrovni Eurozóny jsou).

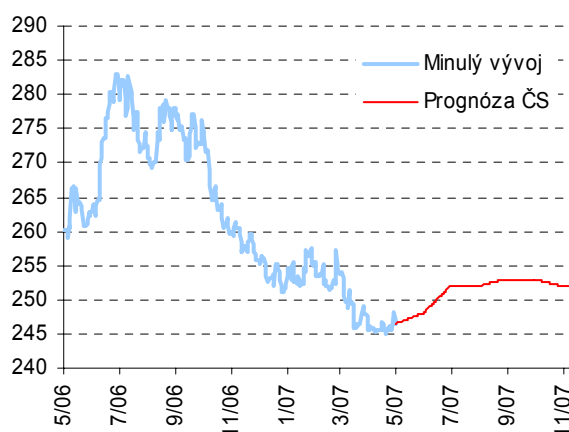
EUR/SKK



Maďarsko

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

EUR/HUF



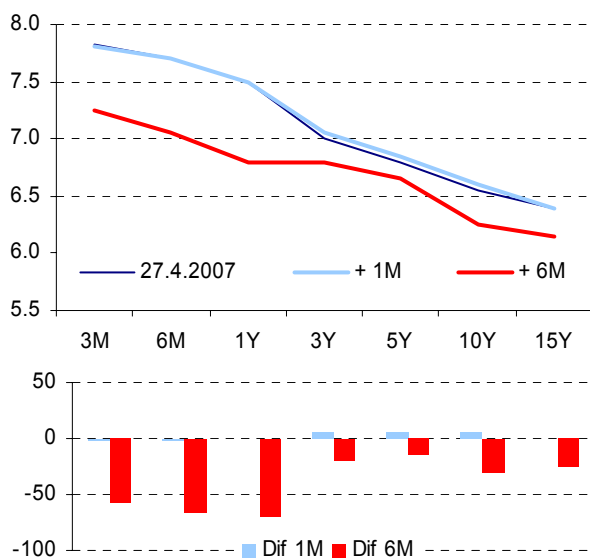
Okamžik snížení sazeb se blíží

Maďarská centrální banka v dubnu sice klíčové sazby nezměnila, ale její rétorika se změkčuje a okamih začátku cyklu uvolňování měnové politiky se patrně blíží. V květnu bude centrální banka publikovat novou čtvrtletní aktualizaci inflační zprávy, což bude významný faktor při rozhodování o nastavení sazeb. Šance pro cut versus ponechání sazeb vidíme jako poměrně vyrovnané, mírně favorizujeme náš

„starý“ scénář odložení prvního cutu na začátek druhého pololetí. Jádrová inflace, ceny služeb a zpracovaných potravin nadále rostou, což může naznačovat sekundární inflační tlaky. Navíc dopad administrativních opatření na spotřebitelské ceny není stále stoprocentně jasný (v květnu se ještě zvyšovaly ceny jízdného) a centrální banka si nemůže být jistá, že letošní vrchol inflace je už za námi. Kdyby teď sazby snížila a inflace v následujících měsících ještě dále rostla, mohla by čelit pochybnostem o své kredibilitě. Proto si myslíme, že těsná většina bude chtít se snížením sazeb ještě počkat, dokud neuvidí hmatatelné důkazy o slábnutí inflačních tlaků. Na druhou stranu i jestřábí členové bankovní rady uznávají, že se snížila požadovaná riziková prémie, kterou investoři do maďarských aktiv požadují, což otevírá prostor také pro úpravu klíčové sazby. Dalším argumentem pro holubice je silný forint a signály o zpomalování růstu mezd. Jestli začne cyklus snižování sazeb už v květnu, nebo až v červenci, nic to nemění na našem odhadu, že celkově letos poklesnou sazby o 100 bodů a v stejném rozsahu i v roce 2008. Umožní to postupné vylepšování rozpočtové situace, snižování horibilního deficitu na běžném účtu, zpomalení ekonomického růstu pod tíhou rozpočtového balíku a postupný pokles inflace (který začne být viditelný ve druhém pololetí). Proto by měl i krátký konec v čase dále klesat.

Prostor pro další snížení výnosů do konce roku vidíme i na delším a středním konci (10-letý výnos v prosinci při 6,10%), jelikož investoři ocení důkazy o lepší rozpočtové situaci a sníží požadovanou rizikovou prémii, promítne se i pokles klíčové sazby a příznivější inflační výhled.

HU: výnosová křivka



Polsko

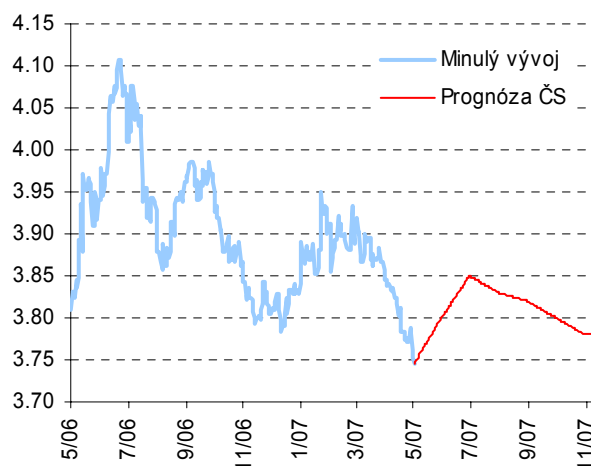
Mária Fehérová, tel: 224 995 232, mfeherova@csas.cz

Zlotý na pětiletém maximu

Jak jsme předpokládali, přelomení konsolidačního pásma 3,84-3,95, ve kterém se kurz zlotého pohyboval od začátku roku vedlo k poměrně prudkému pohybu na straně prolomení, tj. k posílení až na pětileté maximum pod 3,74 PLN/EUR. Zhodnocení na tuto úroveň jsme očekávali, ale až ke konci roku. Zatím však odhad 3,75 pro prosinec pořád ponecháváme v platnosti, jelikož z technického hlediska je teď zlotý překoupený, a proto předpokládáme, že se v květnu vrátí zpět ke 3,80. Duben potvrdil, že kurz reaguje na politické šarvátky čím dál, tím méně. Zlotý zůstal klidný i o po zprávách o rozkolu

v rámci vládní strany Právo a spravedlnost, který vyvrcholil odchodem několika (zatím šesti) poslanců a založením nové strany. Vládní koalici už předtím k nadpoloviční většině chyběl jeden hlas, teď se od ní ještě víc vzdálila. I když odpadlíci budou vládu nadále podporovat, další fragmentaci politické scény vnímáme jako negativní signál. Naděje na jakékoliv seriózní ekonomické reformy se tak ještě více zmenšuje. Naštěstí pro vládu, ekonomika je momentálně silná a nedostatek reformního úsilí se projeví spíše až v delším horizontu. Do konce roku pořád vidíme prostor pro pokles rizikové přirážky na dluhopisech, zejména na delším a středním segmentu křivky. Inflace totiž v následujících měsících kvůli bazickým efektům (zvýšení cen energií a potravin v loňském roce) poklesne zpět pod inflační cíl. Deficit běžného účtu je a zůstane na bezpečně nízké úrovni, navíc slušný ekonomický růst umožňuje dosahovat příznivější než očekávané rozpočtové výsledky. Rizikem je štědrá fiskální politika současné vlády, která by podpořila nárůst kupní síly domácností (kupříkladu pokud by avizované snížení odvodového zatížení a podpora rodin byla financována výlučně z vyšších příjmů z titulu ekonomického růstu, bez omezení na straně rozpočtových výdajů).

EUR/PLN



Nová kvartální prognóza NBP

(hodnoty lednové prognózy jsou v závorkách)

	2007	2008	2009
Růst HDP	6,5 (5,8)	5,2 (5,0)	5,5 (5,0)
Inflace	2,0 (3,0)	2,7 (3,4)	3,4 (3,8)

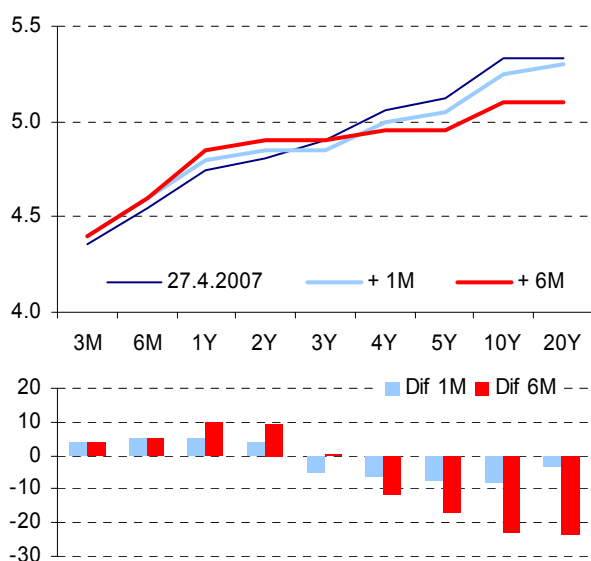
Po třinácti měsících stability Poláci zvedají klíčové sazby, další pohyb čekáme na přelomu 2007/2008

Po třinácti měsících stability zvýšila polská centrální banka klíčové sazby o 25 bodů na 4,25%, což zodpovídalo našemu dlouhodobému očekávání. Hlavním důvodem byl vysoký růst domácí poptávky a očekávání, že by mohlo přestřelování potenciálního růstu pokračovat i v následujících kvartálech. V rámci své nové inflační prognózy vidí centrální banka vyšší ekonomický růst podél celého horizontu. Rychlejší expanze ekonomiky se však nepromítla do výraznějších inflačních tlaků. Inflační trajektorie byla revidována dolů v celém období 2007-2009. Je důležité, že prognóza už na rozdíl od lednové projekce nesignalizuje překročení cílového pásma (1,5-3,5%) na konci roku 2009, ačkoliv inflace se v tom období stále pohybuje v horní polovině pásma. Při dalším rozhodování se centrální banka zaměří hlavně na dynamiku mezd, vývoj kurzu

a dopad globalizace na ekonomiku. Myslíme si, že poslední dva faktory budou mít pořád příznivý vliv na cenovou úroveň, ačkoliv jejich síla bude slábnout.

Předpokládáme, že tempo růstu spotřebitelských cen v následujících měsících opět poklesne výrazněji pod 2,5%-ní cíl v důsledků silnějšího zlotého a bazických efektů (špatná sklizeň a růst cen energií v loňském roce), což je v souladu s předpovědí centrální banky. To by mělo působit jako psychologický faktor proti dalšímu utažení měnové politiky. Celkově nás ani nová prognóza, ani rozhovory s centrálními bankéři nepřesvědčili, abychom změnili naši prognózu: čekáme do konce roku stabilitu sazeb a pak zvýšení o 50 bodů v roce 2008 (v lednu s novou prognózou a ve druhém pololetí). Mezi rizika patří expanzivní fiskální politika, nadměrný růst mezd a zvýšení sazeb v Eurozóně nad 4,0%. Jejich naplnění by znamenalo dřívější utažení měnové politiky v srovnání s naší základním scénářem.

PL: výnosová křivka



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	2,8	2,4	2,4
Slovensko	6,0	8,3	8,9	6,5
Maďarsko	4,2	3,9	2,3	3,2
Polsko	3,6	6,1	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	0,0	0,0
Slovensko	-8,6	-8,3	-3,7	-2,4
Maďarsko	-6,9	-5,8	-5,1	-5,1
Polsko	-1,7	-2,3	-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	1,9	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	-2,5	-1,7	-1,7
Maďarsko	-7,8	-9,8	-6,5	-5,0
Polsko	-4,3	-3,9	-3,4	-3,2

*HICP inflace, roční průměr

Sazby centrálních bank

	Klíčová sazba (%)	Nejbližší zasedání	Prognóza ČS (bp)	Očekávání trhu (bp)	Poslední změna (bp)	Nejbližší očekávaná změna (bp)
Česká republika	2.50	31.5.2007	0	0	+25 / IX-06	+25 / VII-07
USA	5.25	28.6.2007	0	0	+25 / VI-06	-25 / VIII-07
Eurozóna	3.75	6.6.2007	25	25	+25 / III-07	-
Slovensko	4.25	29.5.2007	0	-	-25 / IV-07	-25 / VII-7
Maďarsko	8.00	21.5.2007	0	-	+25 / X-06	-25 / VIII-07
Polsko	4.25	30.5.2007	0	-	+25 / IV-07	+25 / I-8

Kalendář makro dat

	období	datum	čas zveřejnění	Prognóza ČS/ERStE*	minulá hodnota
Česká republika					
Nezaměstnanost	4/2007	10.5.	9:00	6,8%	7,3%
CPI (meziročně)	4/2007	10.5.	9:00	2,2%	1,9%
Průmyslová výroba (meziročně)	3/2007	15.5.	9:00	9,5%	5,4%
Běžný účet	3/2007	18.5.	10:00	2 mld. CZK	4 mld. CZK
PPI (meziročně)	4/2007	16.5.	9:00	3,7%	3,6%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	3/2007	21.5.	9:00	6,5%	9,4%
USA					
Obchodní bilance	3/2007	10.5.	14:30	-60mld.USD	- 58,4mld. USD
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	4/2007	11.5.	14:30	0,4%	0,7%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	4/2007	16.5.	15:15	0,2%	-0,2%
Využití průmyslových kapacit	4/2007	16.5.	15:15	81,5%	81,4%
PPI (meziměsíčně)	4/2007	11.5.	14:30	0,6%	1,0%
CPI (meziměsíčně)	4/2007	15.5.	14:30	0,5%	0,6%
Předstihové indikátory	4/2007	17.5.	16:00	0,0%	0,1%
Philadelphia Fed	5/2007	17.5.	18.00	3,0	0,2
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	4/2007	24.5.	14:30		3,4%
Prodeje nových domů	4/2007	24.5.	16:00		858 tis.
Prodeje existujících domů	4/2007	25.5.	16:00		6,12 mil.
Osobní příjmy	4/2007	1.6.	14:30		0,7%
Osobní výdaje	5/2007	1.6.	14:30		0,3%
FOMC	5/2007	9.5.	20:15	5,3%	5,3%
Spotřebitelská důvěra	5/2007	29.5.	16:00		104
EU					
CPI (meziročně)	4/2007	16.5.	11:00		1,9%
HDP (meziročně)					
ZEW	5/2007	22.5.	11:00		10,7
GE: IFO	5/2007	24.5.	10:00		108,6
EMU: M3 (meziročně)	4/2007	30.5.	10:00		10,90%
Slovensko					
CPI (meziročně)	4/2007	11.5.	9:00	2,6%	2,7%
Jádrová inflace (meziročně)	4/2007	11.5.	9:00	2,3%	2,5%
Obchodní bilance	3/2007	11.5.	9:00	-1,5 mld. SKK	-2,1 mld. SKK
PPI (meziročně)	4/2007	28.5.	9:00	12,4%	
Maďarsko					
CPI (meziročně)	4/2007	11.5.	9:00	8,9%	9,0%
PPI (meziročně)	4/2007	30.5.	9:00	0,8%	2,0%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	3/2007	24.5.	9:00	-0,2%	0,1%
Polsko					
CPI (meziročně)	4/2007	15.5.	14:00	2,3%	2,5%
Průmyslová výroba (meziročně)	4/2007	21.5.	14:00	14,2%	11,3%
HDP (meziročně)	1Q	30.5.	6.2.	7,5%	

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