

Měsíční strategie – dluhopisy a měny

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

červen 2007

Instrument	Úroveň z 31.5.2007	Prognóza 1 měsíc	Prognóza 6 měsíců	
ČESKÁ REPUBLIKA				
CZK	28,3	↑ 27,9	↑ 27,3	CZK je na nezvykle slabých úrovních – co jí tam dostalo jistě nejsou fundamenty. Střednědobou tendencí bude nejspíš posílení, i když momentálně jsou sezónní vlivy spíše směrem k nezáživnému obchodování v pásmu. Data, která nás čekají, budou silná, důležité bude je pečlivě sledovat zejména kvůli ČNB. Ani z technického hlediska pak nevidíme důvod k výraznějšímu (krátkodobému) oslabení, časování na dlouhou pozici v CZK dozrálo: otevíráme investiční doporučení kupovat CZK vůči EUR s horizontem 12M.
3M	2,82	↓ 2,55	↑ 3,05	
2Y	3,46	↓ 3,28	↘ 3,30	
10Y	4,31	↓ 4,15	↘ 4,16	
USA				
USD	1,35	↓ 1,37	↘ 1,38	USD by se měl vrátit k postupnému oslabování (hlavně kvůli úrokovému diferenciálu). Ekonomika se zvedá z výrazného útlumu v prvním čtvrtletí, ale stále by měla růst pod svým potenciálem. U inflace čekáme pozitivní vývoj především kvůli poklesu tempa růstu nájmu. Fed se ovšem inflace stále bojí, proto se mu nechce do snižování sazeb. Výnosová křivka by se měla držet v pásmu 4,5-5,0%, bude hodně citlivá na makroekonomické údaje.
3M	5,36	↓ 5,25	↓ 4,65	
2Y	4,91	↘ 4,85	↓ 4,45	
10Y	4,89	↘ 4,75	↓ 4,35	
EUROZÓNA				
3M	4,12	↗ 4,20	↑ 4,24	J-C. Trichet na tiskové konferenci po červnovém zasedání ECB naznačil, že ECB ještě není na konci série zvýšení sazeb. Zda k dalšímu růstu sazeb dojde bude záležet především na růstu v EMU a na tom, zda příliš neopsali euro. Výnosová křivka se ztelně zvedla, podle nás poněkud nad svou střednědobou rovnovážnou úroveň.
2Y	4,39	↗ 4,45	→ 4,45	
10Y	4,42	→ 4,45	↘ 4,30	
SLOVENSKO				
SKK	33,93	→ 33,90	↑ 32,70	Oslabení koruny považujeme jenom za dočasné, do velké míry k němu dopomohl region. Střednědobý výhled je pořád pozitivní: Blížící se přijetí eura, silný růst ekonomiky a výrazné zlepšení obchodní bilance udrží optimizmus a bude tlačit korunu na silnější úroveň. Konverzní kurz předpokládáme v pásmu 32,0-32,5, měl by být stanovený v polovině roku 2008 (domníváme se, že dřívější zafixování nebude pro NBS preferovanou variantou). Harmonizace klíčových sazeb s EÚ (na úroveň 4,0%) by se měla dokončit v třetím kvartálu.
3M	4,19	→ 4,20	→ 4,15	
MAĎARSKO				
HUF	250,2	↘ 252,0	→ 251,0	Forintu bude i v červnu škodit sezónnost a zůstane slabší. Pro konec roku držíme odhad 250 HUF/EUR. Bankovní rada zatím hraje na jistotu. První snížení sazeb v červenci (60%), i když může k němu dojít už v červnu (35%), ale to jenom za podmínky že by ekonomická data zveřejněná za nejbližší měsíc byla jednoznačně pozitivní z hlediska inflace. Křivka bude klesat i na středním a delším konci s tím, jak se budou vyhlídky ekonomiky zlepšovat a dojde k snížení požadované rizikové premie. Referendum o některých opatřeních ozdravného vládního balíku (načasování nejisté) může dočasně zvýšit volatilitu.
3M	7,80	→ 7,80	↓ 7,05	
3Y	6,98	→ 6,95	↘ 6,45	
10Y	6,54	→ 6,50	↓ 6,15	
POLSKO				
PLN	3,81	→ 3,80	→ 3,77	I když v červnu se zlotý může držet na slabších úrovních (3,83-3,84 však představuje silnou podporu), dlouhodobější trend bude díky silné ekonomice, relativně nízké inflaci a bezpečné vnější bilanci pořád ve směru silnějšího zlotého. Můžou se objevit roztržky v koalici kolem fiskální reformy a hrozba rezignace ministryně financí. Naše prognóza ukazuje na postupný růst klíčových sazeb v příštích letech (+75bp v 2008 a stejně v 2009), v nejbližších měsících však inflace poklesne, což umožní centrální bance vyčkávat. Krátký konec křivky do prosince vzroste, střední a delší však bude stabilní díky příznivému vývoji rozpočtu a stabilizaci výnosů v Eurozóně.
3M	4,42	↘ 4,40	↑ 4,60	
2Y	4,79	↗ 4,90	↑ 5,10	
10Y	5,33	↘ 5,30	↓ 5,20	

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

Martin Lobotka, tel. 224 995 192, MLobotka@csas.cz

Luboš Mokráš, tel. 224 995 456, LMokras@csas.cz

Nová investiční doporučení

#31: Doporučujeme kupovat CZK vůči EUR nebo zajistit budoucí EUR příjmy

EUR/CZK je podle našeho modelu aktuálně cca 30hal slabší než fundamentální úroveň. I když letos čekáme mírnější apreciaci než v předchozích letech, věříme dalšímu posilování koruny díky střednědobé konvergenci čs. ekonomiky a reálným i peněžním (akciovým) tokům. V červnu 2008 prognózuje 26,80 a proto doporučujeme nastoupit do dlouhých pozic v koruně vůči EUR. Proč teď?

- 1) Domníváme se, že CZK je držena na slabých úrovních (viz dosavadní letošní pohyb ve srovnání se CE3) díky investorům půjčující si koruny na carry trades. Podle našeho názoru povede další utahování českých sazeb k poklesu atraktivity CZK jako financující měny a tím k posílení měny.
- 2) Jedním z důvodů, proč jdou CZ sazby nahoru je rychlý ekonomický růst. Číslo za 1Q/07 bude zveřejněno v pátek a těch 6,1% y/y, které čekáme, by s korunou mohlo hnout.
- 3) Kromě těchto aktuálních faktorů by měla po létě a na konci roku zafungovat klasická sezónnost na koruně. Ta bývá v tomto období spojená zejména s aktivitou hedge fondů a zlepšující se obchodní bilancí. Sezónnost CZK ukazují grafy v textu (str.5)

Investiční horizont	12M		
Instrument	EURCZK	Euribor	Pribid
Vstupní hodnota (6.6.2007)	28,40	4,47	3,21
Cílová hodnota	26,8	-	-
Očekávaný zisk	4,7%		

Otevřená doporučení

#25 – Držet: nadále očekáváme oslabení USD díky pro dolar negativnímu vývoji úrokového diferenciálu. Dolar by se po korekci měl v dohledné době vrátit k oslabování.

#30– Kumulovat: stávající úrovně jsou pro nákup koruny ještě příznivější než v čase kdy jsme naše investiční doporučení otevírali. Nadále však vidíme prostor pro její posílení, a to díky velice atraktivnímu makro příběhu.

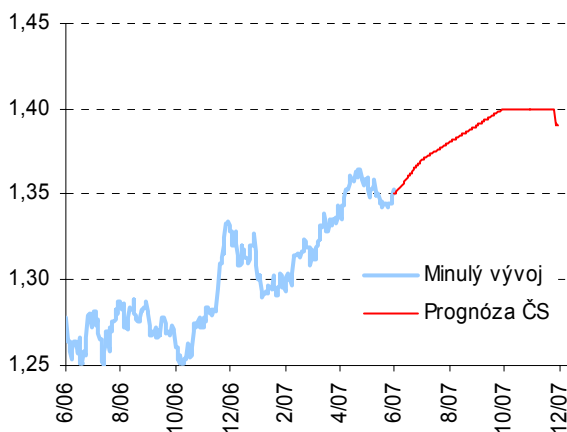
#	doporučení	otevření pozice	cílené		instrumenty	vstupní hodnota	dnešní hodnota	flat P/L jednotl. (%)	flat P/L vč. carry (%)	P/L v p.a. vč. carry (%)	cílová hodnota	cílový P/L v flat (%)
			uzavření pozice									
25	short USDEUR	09.01.07	31.9.07		USD 9M libor EUR 9M libor	1,3000	1,3500	3,84	4,27	8,5	1,4000	6,7
30	short EUR/SKK Euribor/Bribid	04.04.07	29.03.08		12M MM EUR/SKK	3,74 33,47	34,23	0,65 -2,20	-2,28	-12,22	- 32,10	3,83
31	short EUR/CZK Euribor/Pribid	06.06.07	06.06.08		12M MM EUR/CZK	3,21 28,40	28,38	0,01 0,07	0,07	27,55	- 26,80	4,69

USA

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

Obavy Fedu z inflace zpochybňují prostor pro snížení sazeb

Pozitivní růstové ukazatele zveřejněné v průběhu května přesvědčily trh o stabilitě sazeb nejméně do konce roku. Se svým trvajícím názorem o prostoru pro pokles sazeb (až na 4,5% do konce roku) jsem zůstal v menšině, ale ne osamocený. Kriticky důležitou podmínkou pro pokles sazeb je zřetelný trend ke snižování inflace. Pokud by se toto mnou očekávané snížení tempa růstu cen nepotvrdilo, měl by trh pravdu a snížení sazeb by se odsunulo (což prakticky znamená, že pokud bude meziměsíční růst jádrového CPI vyšší než mnou očekávaných 0,1% budu muset odsunout datum prvního snížení sazeb). Další předpoklad ohledně vývoje sazeb je, že jakmile Fed začne snižovat sazby, bude je snižovat relativně rychle (klidně na každém zasedání -25bp), ale jen v omezené míře (na 4,5%) – tak aby dostal úrokové sazby do středu z horního okraje neutrálního pásma. Aktuálně se objevují dokonce obavy z možného zvýšení sazeb v USA: jde ovšem jen o přechodnou paniku, aktuální data ani pravděpodobné scénáře vývoje k takovým obavám momentálně nedávají důvod.



Růst ekonomiky by měl zrychlit, ale měl by zůstat zřetelně pod potenciálem

Podle dat zveřejněných v květnu ekonomika po výrazném zpomalení v prvním čtvrtletí ve druhém zřetelně ožívá. Přispívají k tomu podle všeho především oživující investice, poptávka domácností zůstává stabilně silná (podporuje ji setrvalý růst počtu pracovních míst v kombinaci s růstem příjmů). Poptávku domácností také částečně podporuje posilující akciový trh. Slabinou zůstává trh s nemovitostmi: poptávka sice pomalu ožívá (projevilo se to ve vyšším počtu prodaných nových domů), ale zásoby neprodaných domů (jak nových tak přeprodávaných) zůstávají velmi vysoké a budou tak nadále působit proti oživení stavební výroby. Ceny domů klesají (pomalu, ale jistě) což by časem mohlo negativně ovlivnit poptávku domácností (přes nižší možnost braní půjček proti záruce nemovitostí, tzv. americká hypotéka).

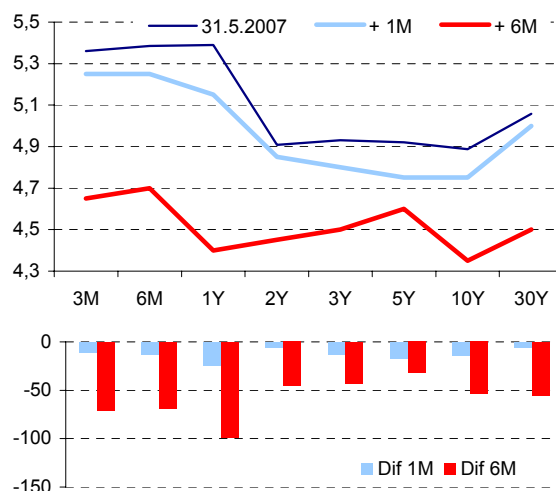
Dlouhý konec výnosové křivky by měl kolísat mezi 4,5% a 5,0%

Vývoj výnosové křivky by měl odrážet aktuální názory trhu na ekonomiku a centrální banku. Momentální optimismus tlačí křivku nahoru (desetiletý výnos se dočasně může dostat i nad 5,0%), pokud však nebudou údaje o inflaci vzbuzovat obavy ze zvýšení sazeb, měl by trh v průběhu června postupně vychladnout a vybírání zisků na konci trendu by mělo vést ke korektivnímu pohybu a tedy poklesu dlouhého konce křivky.

Vzhledem k rozsahu předchozího pohybu by měla být korekce poměrně významná.

U kurzu dolaru keuru by pomalu měla končit korekce. Ukončení korekce by mohlo být synchronní s koncem trendu k růstu výnosů. Důležitá budou makroekonomická data (především v USA a to jak inflace tak růstové ukazatele), silně by měla působit i prohlášení centrálních bankéřů. Pokud se naše očekávání naplní a korekce skončí, měl by se kurz dostat nad historická minima dolaru vůči euru.

US: výnosová křivka



EMU

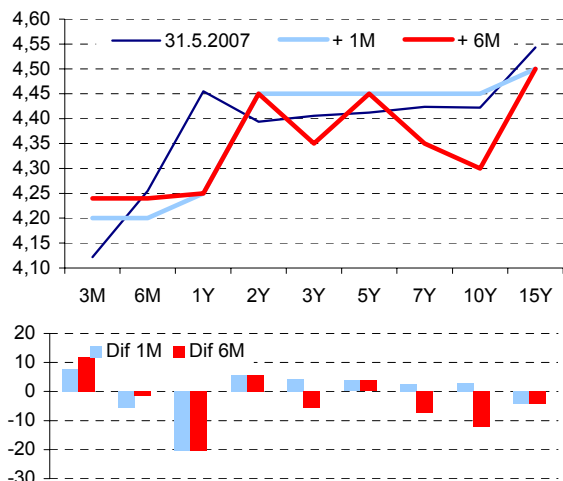
Luboš Mokráš, tel: 224 995 456, lmokras@csas.cz

Trichet naznačil, že ECB není se zvedáním sazeb u konce

Červnové zasedání ECB přineslo všeobecně očekávané zvýšení úrokových sazeb. Tisková konference se nesla v poněkud jestřábnějším tónu než jsem čekal. Především zmínka o tom, že sazby jsou nadále „accomodative“ (tedy podporují růst) mě překvapila (předpokládal jsem, že ECB by mohla mít neutrální úroveň sazeb na 4,0%). Toto slovíčko pravděpodobně ve střednědobém horizontu hraje stejnou roli jako „vigilance“ v měsíčním – naznačuje, že ECB je při chuti a ráda by dále zvýšila sazby. Tuto její signalizaci beru vážně a pokud nedeje v průběhu června ke zveřejnění výrazně slabých růstových údajů v EMU nebo USA a nebo k významnému posílení euro vůči dolaru (k 1,40) změním současné očekávání stabilních sazeb na zvýšení o 25bp v září (čímž se přizpůsobím trhu). Další zvýšení sazeb i přes tuto hranici není možné vyloučit, důležité bude sledovat, co k tomu říkají lidé z ECB.

EMU je nadále ve formě, inflace pod kontrolou

Růst evropských ekonomik se stabilizoval na vysoké úrovni (relativně k potenciálu, proti nám rostou celkem pomalu). Struktura růstu zůstává stejná: v první řadě export, pak investice a nakonec domácí spotřeba. Předstihové indikátory (indexy nákupních manažerů, tovární zakázky) naznačují pokračování růstu v dohledné budoucnosti. Riziky jsou slabší poptávka po evropských exportech (nižší poptávka domácností v USA nebo snaha čínské administrativy zpomalit růst) a další významné posílení eura. Pozitivně se může projevit vliv domácí poptávky podporované růstem příjmů domácností a nižší nezaměstnaností. Inflace se drží pod 2,0% přes růst cen ropy. Podle ECB by ještě mohla klesnout, ale koncem roku prudce vzroste. Žolíkem je cena komodit. Další výraznější růst cen ropy by inflaci dostal zřetelně nad 2,0% (poplach pro ECB).



Česká republika

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

ČNB zvedla sazby. A co dál, pánové?

Předchozí týdny ve znamení ČNB. Již situace před zasedáním naznačovala, že to bude napínavé až do konce a tak tomu i skutečně bylo. Situaci zkomplikovala neúčast člena Bankovní rady Tomšíka, který se v předchozích měsících netajil svým holubičím přesvědčením. Nakonec se to ukázalo jako rozhodující a ČNB se rozhodla sazby zvednout o 25 bazických bodů. Klíčová sazba tak nyní je na 2.75 %.

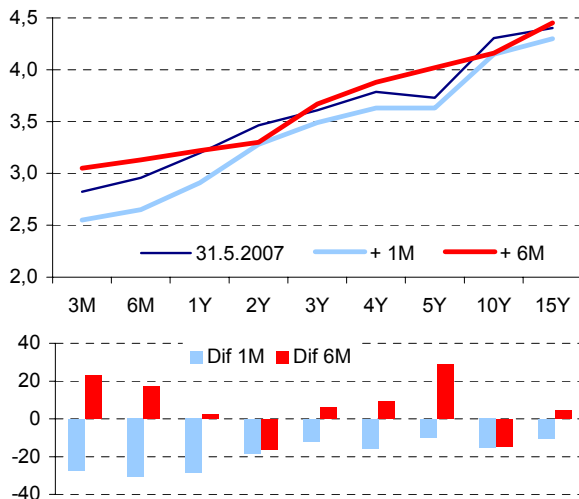
Samotné hlasování bylo velice těsné – tři z členů Bankovní rady zvedli ruku pro hike, tři byli proti. Nakonec to rozseknul guvernér Tůma, který svým rozhodujícím hlasem posunul sazby nahoru. V jestřábí partě se jistě nachází Niedermayer (suverénně největší jestřáb), Tůma (samozřejmě) a podle nás i Singer (advokát flexibilního přístupu k měnové politice). Zbytek partičky, zejména holubičí bratři Holman a Hampl, pak preferovali počkat, nejlépe na novou prognózu nebo alespoň na více dat. Z vyjádření jednotlivých členů v médiích, ze samotného hlasování a z diskuse v Radě bylo zřejmé, že než otázku „jestli“ se spíše řešilo „kdy“ a že jestřábi využili absenci Tomšíka k tomu, aby zvednutí sazeb uskutečnili již teď.

Zajímavé pro výhled sazeb je právě postoj Rady k dubnové inflační prognóze. Rada identifikovala jenom (mírně) proinflační rizika, zejména pak dubnovou vyšší inflaci (2.5 % vs. prognóza ČNB 2.1 %), reálnou ekonomiku (rychle rostoucí mzdy – za Q1 o 6.2 % reálně a meziročně, klesající nezaměstnanost, rychle rostoucí tržby v maloobchodu), hřivkovací aktivitu ECB a taky vývoj kurzu české koruny. Koruna je nyní na úrovních slabších než je kurz, se kterým pracovala prognóza ČNB (náš odhad je cca 28 CZK/EUR). Otevřenost české ekonomiky pak samozřejmě znamená vyšší dovozní ceny; v situaci, kdy rostou maloobchodní tržby téměř dvouciferným tempem, pak asi na vrub marží obchodníků tento efekt nepůjde.

Co to pro výhled znamená? Guvernér Tůma řekl, že v Radě panují různé názory na další časování a velikost dalšího postupného růstu sazeb. Směr u sazeb je tedy jasný: nahoru. I proto neměníme náš hlavní scénář ještě jednoho hike tenhle rok o 25 bps v říjnu. Rizika jsou ale bezpochyby směrem k dřívějšímu zvyšování sazeb, zejména pokud by se naskytl jestřábům v červenci podobná možnost jako byla ta květnová a pokud by nová prognóza rezolutně ukázala na inflační nebezpečí. Na druhé straně, holubice budou asi ještě více neochotně nahlížet na myšlenku zvednutí sazeb: ti, kteří zamýšleli sazby zvednout až po květnu, tam již ten hike mají, a

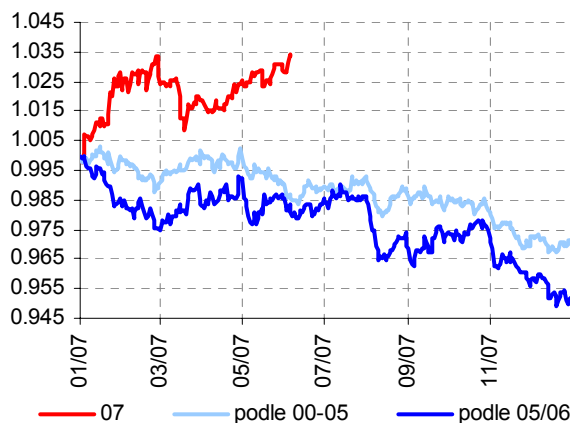
nebudou chtít další pokud jich nová prognóza dostatečně nevystraší.

Hodně důležité bude taky to, jak se vyvinou data z reálné ekonomiky (zejména CPI, ale i nezaměstnanost a maloobchod, k tomu bonusově HDP za Q1) - nic ale nenasvědčuje tomu, že by nás čekalo nějaké nepříjemnější překvapení. V červenci pak nová inflační prognóza, která již zohlední květnový hike.

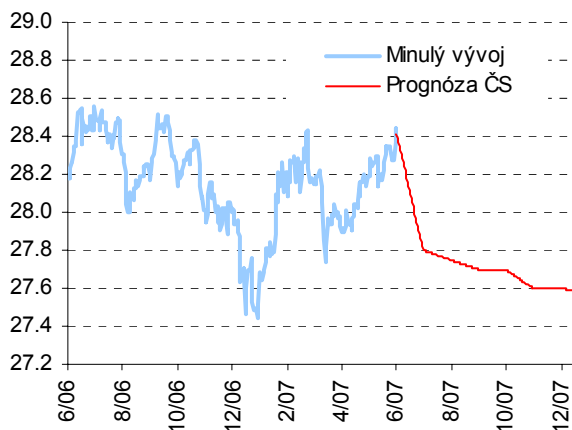


Nezáživné léto s kačkou ? Což takhle investiční doporučení!

Koruna se dostala až na hodnoty nad psychologickou hladinu 28,30 CZK/EUR a v současnosti se obchoduje v pásmu mezi 28,0-28,40. Koruna tak tento rok nesleduje příliš sezónní trendy tak, jak tomu bylo v minulosti (na svislé ose bazický index, hodnota 1,000 je první obchodní den v roce)



Sezónnost na koruně sice pro toto období indikuje poměrně nezáživné obchodování přes léto s vlnou posílení k jeho konci a pak ke konci roku, nicméně současné úrovně, na nichž se koruna nyní nachází, nejsou sezónností zdůvodnitelné. Fundamentálně taky nevidíme důvod pro oslabování, běžný účet je tenhle rok i díky vlivu pozitivního vývoje obchodní bilance v plusu (pozitivní vliv obchodní bilance tenhle rok přetrvává, přebytek by měl dosáhnout lehce nad 80 mld. CZK).



Jedním z faktorů, který podle nás oslabování napomáhá, jsou obchody typu carry, při nichž si investoři půjčují měnu s nízkým úročením a ukládají takto získané prostředky do měny s vyšším úročením. To ale nebude trvat věčně – delší dobu slabší kurz koruny zvedne inflaci, to vyplaší ČNB, která zareaguje zvedáním sazeb. A kromě toho sazby půjdou nahoru i kvůli inflačním tlakům z reálné ekonomiky. Takže tak jako tak výhoda financování z české koruny nebude trvat věčně. A stejně tak se domníváme, že se ve finále projeví fundament, i když je možné, že nás čeká léto s korunou v pásmu slabších hodnot. Konečně, ani technika neukazuje na žádné další oslabení – nejpravděpodobnějším technickým scénářem je, že se koruna vrátí ke kolísání v okolí 28,20. Proto si myslíme, že profitabilní investiční příležitost je dlouhá pozice v české měně a doporučujeme kupovat českou měnu vůči EUR na cílovém horizontu 12M.

Slovensko

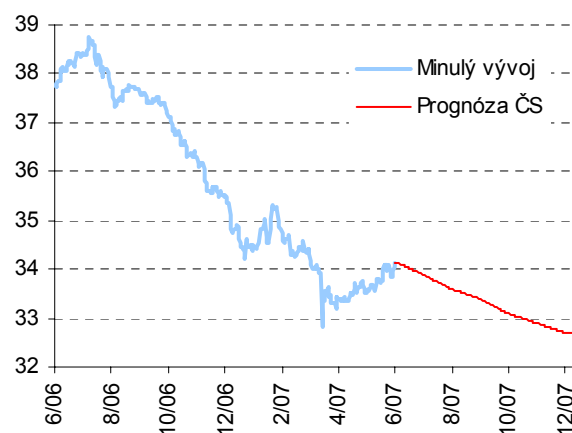
Mária Fehérová, tel: 224 995 232, mfeherova@csas.cz

Očekáváme harmonizaci slovenských klíčových sazeb s evropskými ve třetím kvartálu

Slovenská koruna sledovala v květnu dění v regionu a v souladu s ostatními měnami oslábila. Na trh pronikly spekulace, že by Slovensko mohlo zafixovat konverzní kurz pro přijetí eura (které se plánuje k 1. lednu 2009) už v předstihu anebo alespoň dojde k zavedení užšího fluktučního pásma. To by ovšem v srovnání se zafixováním až v polovině roku 2008 znamenalo slabší konverzní kurz (protože centrální banka by pravděpodobně zvolila rovnovážný kurz, který v čase posiluje a teď je slabší než za rok) a menší zisky pro investory, kteří jsou dlouzí v korunách. Tato fáma se zatím nepotvrdila. Domníváme se, že pro slovenskou centrální banku tato možnost není preferovanou verzí a bude se jí spíše snažit vyhnout. Kupříkladu při zavedení úzkého fluktučního pásma by při fundamentálně posilující měně zvýšila riziko spekulativního útoku a pokusu o změnu režimu. Proto pořád v základním scénáři očekáváme vyhlášení konverzního kurzu přibližně v polovině roku 2008 na úrovni 32,0-32,5 SKK/EUR.

NBS ponechala sazby beze změny a v komentáři uvedla, že inflace dosáhla podle nejnovějších údajů mírně vyšší úroveň než původně odhadovala, a to zejména kvůli volatilitě cenám potravin. K rozhodnutí o stabilních sazbách dopomohlo zajištění i přerušení trendu rychlého posilování koruny. Držíme prognózu, že ve třetím čtvrtletí budou slovenské sazby harmonizovány s úrovní Eurozóny. Proto náš základní scénář předpokládá ještě jeden cut o 25 bodů, pokud by však ECB pokračovala ve zvyšování sazeb, toto snížení by se nekonalo.

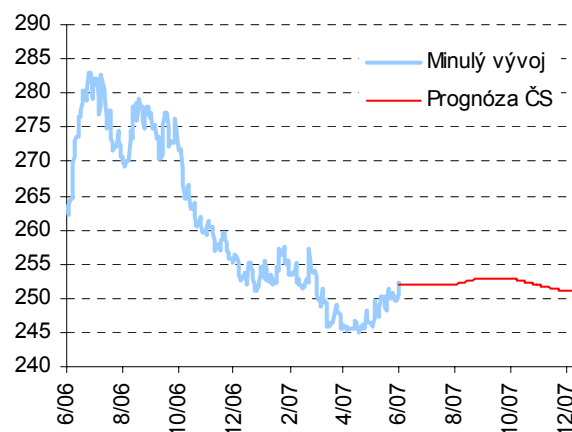
EUR/SKK



Maďarsko

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

EUR/HUF



Nová kvartální prognóza NBH

(hodnoty únorové prognózy jsou v závorkách)

	2007	2008	2009
Inflace (průměr)	7.3 (7.4)	3.6 (3.4)	2.8
Reálný HDP	2.5 (2.5)	2.8 (2.6)	3.4
Mzdy (% y/y)	8.6 (7.3)	7.1 (7.0)	6.3

Bankovní rada hraje na jistotu, první cut je však už blízko

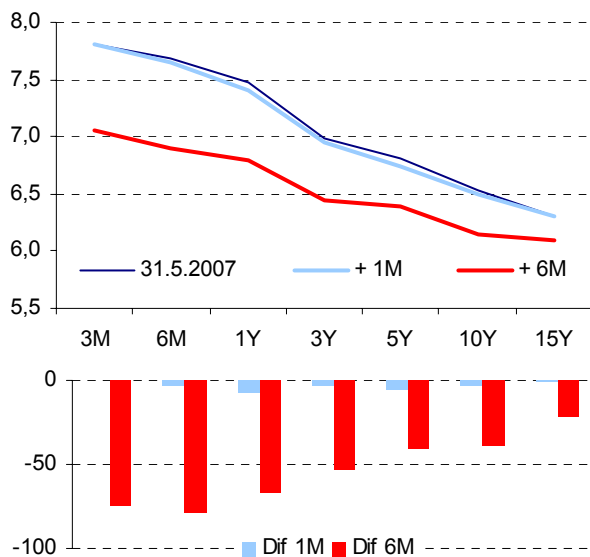
Květnové zasedání maďarské centrální banky dopadlo přesně tak, jak jsme očekávali – klíčové sazby sice nebyly změněny, hlasování však bylo velice těsné (7:6). V rámci nové prognózy centrální banka revidovala odhad inflace pro příští rok mírně nahoru, v roce 2009 se však průměrná inflace pohybuje už pod 3%-ním cílem. To dle našeho názoru umožní ve druhé polovině roku skutečně začít měnovou politikou uvolňovat. A proč se tak nestalo už v květnu? I když část nárůstu mezd může být připsána efektu eliminace práce „na černo“ díky zpřísnění kontrol, jejich dynamika je nadále pro centrální banku příliš vysoká. Dále pokles inflace je prý pomalejší než centrální banka očekávala, snížení sazeb bude možné jenom když se inflační rizika budou dávat vyloučit s větší jistotou a největším rizikem je, že inflační očekávání by se mohly stabilizovat na stávajících vysokých úrovních. Jinými slovy, většina bankovní rady hlasující za stabilní sazby hraje na jistotu. My vidíme první snížení sazeb v červenci (60%), i když může k němu dojít už v červnu (35%), ale to jenom za podmínky že by ekonomická

data zveřejněná za nejbližší měsíc byla jednoznačně pozitivní z hlediska inflace. Červencovému snížení sazeb hrají do karet i personální změny v bankovní radě. Odcházejí dva vyhlášení jestřáby, zatímco kandidátka na post viceguvernéry Julia Kiraly (kterou musí ještě schválit prezident) se na „ptačí“ škále radí někde mezi holubice a umírněné.

Výnosy budou střednědobé klesat, referendum o některých vládních opatřeních může dočasně zvýšit volatilitu

Letos pořád čekáme snížení sazeb o 100 bodů, přičemž uvolňování měnové politiky bude pokračovat i v roce 2008 (dalších -100 bodů). Přední konec křivky se tak bude v souladu se zákony gravitace klesat. O něco mírnější prostor pro pokles vidíme i na středním a delším konci s tím, jak investoři ocení příznivější ekonomické vyhlídky a budou požadovat nižší prémii za riziko podstoupené při investování do maďarských aktiv. Na horizontu se objevila jedna událost, která by mohla krátkodobě zvýšit volatilitu. Ústavní soud totiž povolil konání referenda, o které se snaží opozice. Má se týkat některých opatření vládního ozdravného fiskálního balíku, jako kupříkladu poplatků za návštěvu lékaře, školného ve vysokých školách a privatizace nemocnic. Opozice musí teď nasbírat dostatek podpisů, parlament musí referendum schválit a prezident vybrat datum konání. Načasování tedy není zřejmé. Domníváme se, že i kdyby bylo referendum úspěšné (minimálně 25% účast), vláda pořád nalezne způsob jak tyto výpadky nahradit (neměly by být dramatické). Jako větší riziko vidíme politický tlak, který by případné úspěšné referendum vyvolalo na vládu. Nejistota kolem referenda může krátkodobě vyvolat nervozitu a volatilitu na trzích, i když pořád v našem základním scénáři předpokládáme, že vláda si za svým ozdravným balíkem bude stát, tak jako dodnes.

HU: výnosová křivka



Polsko

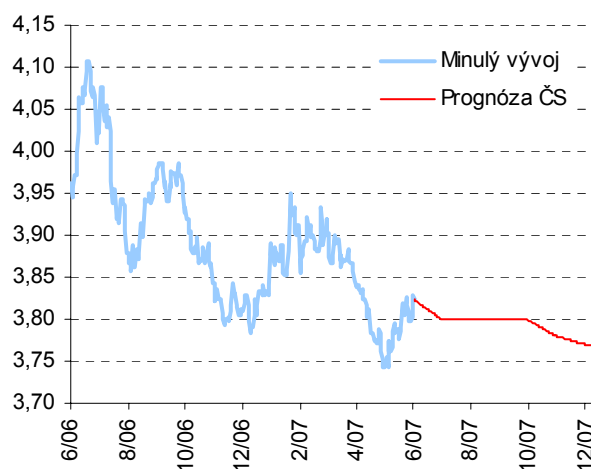
Mária Fehérová, tel: 224 995 232, mfeherova@csas.cz

Zlotý slabší, do konce roku však posílí

Jak jsme očekávali, zlotý se v květnu posunul zpět na slabší úroveň. Důvodem byly podle našeho názoru zejména technické faktory (vybírání zisků pro předešlém výraznějším posílení) a také méně shovívavý sentiment vůči regionu. Ten zapříčinila nervozita kolem výhledu měnové politiky v hlavních ekonomikách – trh přešel k očekávání tvrdší měnové politiky jak v USA (stabilní sazby letos), tak v Eurozóně. Úrokový

diferenciál v Polsku tak vypadá méně atraktivně. Nadále však očekáváme, že FED přejde v druhé polovině roku k uvolňování měnové politiky a ECB je také blízko k vrcholu klíčových sazeb. Navíc polská centrální banka se nejspíše začátkem příštího roku odhodlá k dalším hikům. Z fundamentálního hlediska vypadá Polsko pořád příznivě – nabízí silný růst ekonomiky při relativně nízké inflaci, přičemž i běžný účet bude pořád na bezpečné úrovni. Proto vidíme střednědobě silnější zlotý (konec roku 3,75 PLN/EUR). V horizontu nejbližšího měsíce by měl zlotý zůstat na slabší úrovni, volatilitu může zvýšit politika. Přípravovaná „reforma“ z dílny ministryně financí (snížení zdravotních odvodů letos o 3 procentní body a příští rok o dalších 4 body, což by mělo zatraktivnit trh práce) totiž začíná u populistických koaličních stran vyvolávat nevoli. Zamítnutí reformních plánů může opět vyvolat otázku rezignace Gilowské, což by trhy mohli vnímat negativně.

EUR/PLN



V červnu zůstanou klíčové sazby pořád stabilní

Polská centrální banka si v květnu po dubnovém hiku dala pauzu. V souladu s našim očekáváním však doprovodné prohlášení pořád nechává dveře dalšímu zvýšení sazeb otevřené. Jako potenciální rizika vnímá centrální banka předpoklad, že dynamický růst domácí poptávky (nad růstem potenciálního HDP) se udrží i v následujících čtvrtletích. Druhým strachem je růstový vývoj. Inflační dopad však bude tlumit vysoký růst produktivity podpořený investičním oživením. Celkově se podle centrální banky pravděpodobnost překročení cíle (v střednědobém horizontu) v srovnání s předešlým měsícem snížila, je však pořád vyšší než pravděpodobnost, že inflace bude pod cílem. Musím však podotknout, že překročení cíle (2,5%) by ještě teoreticky nemuselo znamenat vyšší sazby, pokud centrální banka (nebo alespoň relevantní většina bankovní rady) vnímá toleranční 1%-ní pásmo rovnocenně na obou stranách. Zatím co jestřábi (3 ks z 10) chápou inflační cíl spíše jako udržení inflace pod cílem, z výroků guvernéra Skrzypeka usuzuji, že on inflační cíl chápe více symetricky (a na základě prosincové návštěvy NBP si myslím že i umírnění členové). Proto dubnový pokles inflace, který bude pokračovat i v květnu (data budou zveřejněna v polovici června) spolu s mírným zpomalením růstu mezd bude centrální banku motivovat k vyčkávacímu postoji (alias stabilní sazby), navzdory tomu, že v rámci prognózy se inflace pohybuje v horní půli tolerančního pásma.

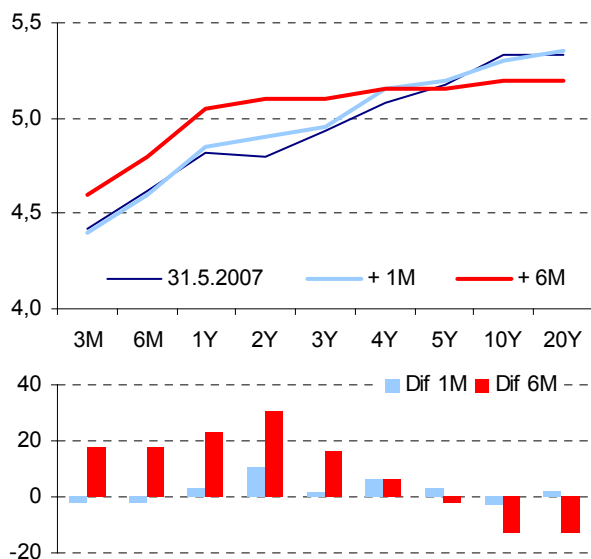
Aktualizace naší prognózy indikuje cyklus utahování měnové politiky v letech 2008-2009

Dokončili jsme revizi našich dlouhodobých makro předpovědí pro Polsko, ve které jsme zvýšili odhad růstu HDP na letošní i

příští rok. Jedním z důvodů je výraznější než původně očekávaný růst investic. Využití kapacit je na historicky rekordní úrovni, navíc Polsko bude spolupořádat mistrovství světa ve fotbale (2012), což v nejbližších letech ještě více podpoří investiční aktivitu, zejména do infrastruktury a také povede k vyšším mzdovým tlakům (stavebnictví už nyní hlásí výrazné problémy s najímáním pracovní síly). Vidíme ale také silnější spotřebu než dřívě, jelikož jak mzdy tak zaměstnanost překvapovaly v posledních měsících směrem nahoru. Celkově tak očekáváme postupné rozšiřování kladné produkční mezery, což potlačí poptávkovou inflaci vzhůru a přinutí centrální banku, aby zvýšila sazby k neutrální úrovni (která je poblíž 5%). Pro příští rok tak předpokládáme celkově tři hike po 25 bodů na 5,0% (versus jenom dva očekávané dříve) a dalších 75 bodů v roce 2009 na 5,75%. Jelikož inflace v nejbližších měsících poklesne a k cíli se opět přiblíží až koncem roku, očekáváme, že centrální banka zůstane ve vyčkávací pozici a další hike udělá až v lednu. Rizika jsou jednoznačně ve směru dřívějšího pohybu (září-říjen), a to v případě pokud bude domácí poptávka nadále urychlovat a nedojde k námi očekávanému zmírnění dynamiky mezd.

A co to vše bude znamenat pro dluhopisy? Do konce roku nabude výnosová křivka více plochý tvar. Krátký konec totiž potlačí nahoru očekávání cyklu zvyšování sazeb. Delší a střední část křivky by však měla zůstat stabilní (resp. dokonce malinko poklesnout), jelikož (i) dlouhé výnosy v Eurozóně jsou už podle naší stávající prognózy blízko letošního vrcholu (ii) státní rozpočet se vyvíjí velice příznivě (za prvních pět měsíců podle předběžného odhadu ministerstva financí jenom 14,5-15,0% celoročního cíle), což snižuje potřebu státu půjčovat si. V příštích letech však vzhledem ke zvyšování klíčových sazeb lze očekávat přechod k lehkému růstu výnosů.

PL: výnosová křivka



Česká republika – dlouhodobá makroprognóza

		2004	2005	2006	2007f	2008f
Reálný HDP	(meziroční růst v %)	4,2	6,1	6,1	5,1	3,5
Spotřeba domácností	(meziroční růst v %)	2,6	2,8	4,5	5,9	1,4
Investice	(meziroční růst v %)	4,8	1,3	7,3	6,4	6,1
Nominální mdy	(meziroční růst v %)	6,7	5,3	6,5	6,5	6,4
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	7,3	7,2
Obchodní bilance	(% z HDP)	-0,9	1,4	1,4	2,4	2,3
Přímé zahraniční investice	(mld. USD)	3,9	10,1	4,7	7,2	15,3
Běžný účet	(% z HDP)	-5,9	-2,0	-4,0	-3,5	-2,7
Státní rozpočet	(% z HDP)	-3,4	-1,9	-3,0	-3,7	-2,8
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	21,2
CZK / USD	(konec roku)	23,4	24,5	20,9	19,8	21,5
CZK / EUR	(průměr)	31,9	29,8	28,4	27,8	26,8
CZK / EUR	(konec roku)	31,0	29,0	27,5	27,4	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	2,6
Eurozóna	1,5	2,8	2,4	2,4
Slovensko	6,0	8,3	8,9	6,5
Maďarsko	4,2	3,9	2,5	3,2
Polsko	3,6	6,1	6,2	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	-4,5	-4,1
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	3,4
Polsko	0,7	1,4	2,3	2,6
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	-9,2	-6,5	-5,0
Polsko	-4,3	-3,9	-3,4	-3,4

*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	2,75	28.6.2007	0	0	+25 / V-07	+25 / X-07
USA	5,25	28.6.2007	0	0	+25 / VI-06	-25 / VIII-07
Eurozóna	4,00	5.7.2007	0	0	+25 / VI-7	-
Slovensko	4,25	26.6.2007	0	-	-25 / IV-07	-25 / VII-7
Maďarsko	8,00	20.6.2007	0	-	+25 / X-06	-25 / VII-7
Polsko	4,25	27.6.2007	0	-	+25 / IV-07	+25 / I-8

Kalendář makro dat

	období	datum	čas zveřejnění	Prognóza ČS/ERStE*	minulá hodnota
Česká republika					
Nezaměstnanost	5/2007	8.6	9:00	6,4%	6,8%
CPI (meziročně)	5/2007	8.6	9:00	2,4%	2,5%
Průmyslová výroba (meziročně)	4/2007	12.6.	9:00	13,3%	12,7%
Běžný účet	4/2007	15.6.	10:00	-8.5 mld.	8.26 mld.
PPI (meziročně)	5/2007	14.6.	9:00	3,8%	3,7%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	4/2007	18.6.	9:00	10,0%	10,5%
HDP (y/y %)	Q1/2007	8.VI	9:00	6,3%	5,8%
USA					
Obchodní bilance	4/2007	8.6.	14:30	-63,5mld.USD	- 63,9mld. USD
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	5/2007	13.6.	14:30	0,7%	-0,2%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	5/2007	15.6.	15:15	0,1%	0,7%
Využití průmyslových kapacit	5/2007	15.6.	15:15	81,5%	81,6%
PPI (meziměsíčně)	5/2007	14.6.	14:30	0,5%	0,7%
CPI (meziměsíčně)	5/2007	15.6.	14:30	0,6%	0,4%
Předstihové indikátory	5/2007	21.6.	16:00	0,0%	-0,5%
Philadelphia Fed	6/2007	21.6.	18.00	0,0	4,2
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	5/2007	27.6.	14:30		0,6%
Prodeje nových domů	5/2007	26.6.	16:00		981 tis.
Prodeje existujících domů	5/2007	25.6.	16:00		5,99 mil.
Osobní příjmy	5/2007	29.6.	14:30		
Osobní výdaje	4/2007	1.6.	14:30	0,4%	0,3%
FOMC	5/2007	28.6.	84,38%	5,25%	5,25%
Spotřebitelská důvěra	6/2007	26.6.	16:00		108
EU					
CPI (meziročně)	5/2007	15.6.	11:00	2,5%	2,4%
HDP (meziročně)	1Q	1.6.	11:00	2,0%	1,80%
ZEW	6/2007	13.6.	11:00	41,5	47,7
GE: IFO	6/2007	22.6.	10:00		108,6
EMU: M3 (meziročně)	5/2007	29.6.	10:00	8,8%	8,80%
Slovensko					
CPI (meziročně)	5/2007	11.6.	9:00	1,7%	2,7%
Jádrová inflace (meziročně)	5/2007	11.6.	9:00	2,3%	2,6%
Obchodní bilance	4/2007	11.6.	9:00	-1,8 mld. SKK	-4,6 mld. SKK
PPI (meziročně)	5/2007	28.6.	9:00	15,3%	2,2%
Maďarsko					
CPI (meziročně)	5/2007	12.6.	9:00		8,8%
PPI (meziročně)	5/2007	29.6.	9:00		0,1%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	4/2007	25.6.	9:00		-0,5%
Polsko					
CPI (meziročně)	5/2007	13.6.	14:00	2,2%	2,3%
Průmyslová výroba (meziročně)	5/2007	20.6.	14:00	16,5%	12,4%
Běžný účet	5/2007	21.-25.6.		-824 mi. EUR	-539 mil EUR

(*) 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	zidon@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	Friedrich Mostböck	+43 501 00 119 02	friedrich.mostboeck@erstebank.at
Head of Research	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
Co-Head of CEE Equities	Tamás Pletser	+361 235 51 33	tpletser@erstebank.com
akcie – sektor ropa, plyn	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 bankovnictví	Andras Szalkai	+361 235 5134	andras.szalkai@erstebank.com
akcie – sektor telekomunikace	Vladimíra Urbánková	+420 224 995 940	urbankovav@ersteinet.cz
akcie – sektor farmacie	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	daniel.lion@erstebank.at
akcie – sektor IT	Gerald Walek	+43 501 00 163 60	gerald.walek@erstebank.at
akcie – sektor strojírenství	Christoph Schultes	+43 501 00 163 14	christoph.schultes@erstebank.at
akcie – sektor pojišťovnictví			
Brokerjet	On-line obchodování s CP	+420 222 004 444	www.brokerjet.cz