ČESKÁ SPOŘITELNA

Měsíční strategie – dluhopisy a měny

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

červenec 2007

Instrument	Úroveň z 29.6.2007	Prognóza 1 měsíc		Prognóza 6 měsíců		
ČESKÁ REPUBLIKA						
CZK/EUR	28,8	↗	28,7	↑	27,4	Krátkodobě koruna zůstane na vlně carry trades, nicméně do konce roku čekáme obrat a postupný návrat k posilujícímu trendu daný fundamenty. Pokud CZK bude sledovat náš základní příběh, dodá ČNB +25bb v červenci a +25bb na přelomu roku. Rizika jsou ve směru delšího setrvání koruny od trendu: CZK stabilní 28,6 implikuje potřebu zvýšit sazby o dalších 25-50bb do začátku příštího roku. Ale v tomto případě by CZK těžko zůstala na aktuálních úrovních.
3M Pribor	3,00	→	3,00	↑	3,30	
2Y	3,80	↗	3,85	↗	3,90	
10Y	4,70	↘	4,60	→	4,70	
USA						
USD/EUR	1,35	↗	1,34	↗	1,34	Měníme očekávání vývoje sazeb: první snížení očekáváme v říjnu, druhé v prosinci. Fed ovšem bude hodně citlivý na data: příznaky slábnutí ekonomiky by měly snížení urychlit, nepříznivý vývoj inflace oddálit. Dlouhý konec výnosové křivky bude citlivě reagovat především na růstová data. Dolar se bude řídit podle očekávaného vývoje úrokového diferenciálu, podle nás zůstane vůči euru pod tlakem.
3M Libor	5,36	→	5,36	↓	4,80	
2Y	4,86	→	4,90	↘	4,50	
10Y	5,02	↗	5,09	↘	4,70	
EUROZÓNA						
3M Euribor	4,18	↗	4,18	↑	4,35	ECB stále nasměrována na růst sazeb, podporu ji poskytuje zejména silný růst agregátu peněžní zásoby M3. Rozsah zvyšování sazeb značně nejistý: my jsme zvýšili strop na 4,25%, někteří analytici čekají až 5,00% a trh momentálně počítá se 4,75%. Křivka by měla mírně korigovat po poněkud přehnaném růstu výnosů.
2Y	4,46	→	4,48	→	4,50	
10Y	4,57	↘	4,50	→	4,60	
SLOVENSKO						
SKK/EUR	33,61	↗	33,25	↗	32,50	Nadále věříme, že koruna do konce roku ještě posílí k úrovni 32,5 SKK/EUR. Pomůže jí k tomu pro investory přitažlivá kombinace silného růstu, výrazného vylepšování obchodní bilance, nízké inflace a blížícího se přijetí eura. Vidíme relativně vysokou pravděpodobnost vstupu do Eurozóny v plánovaném termínu (80%), může ho ohrozit politicky motivovaná interpretace neudržitelného plnění maastrichtských kriterií. Po změně výhledu pro klíčové sazby v Eurozóně už nevidíme prostor pro pokles těch slovenských.
3M Bribor	4,32	→	4,30	→	4,30	
MAĎARSKO						
HUF/EUR	246,7	↗	245,0	→	250,0	Forint v současnosti podporuje pozitivní regionální sentiment a bitka mezi společnostmi MOL a OMV, které vytvářejí poptávku po forintech. Hranice 245 HUF/EUR je silnou psychologickou bariérou. Do konce roku čekáme oslabení ke 250 kvůli stále vysokému deficitu běžného účtu. Červnové snížení sazeb je jenom prvním ze série, další může v závislosti na datech přijít už tenhle měsíc. Do konce roku klíčová sazba na 7% (ze 7,75% v současnosti). Vidíme ještě prostor pro pokles rizikové přirážky na středním a delším konci s tím, jak se budou vyhlídky ekonomiky zlepšovat a dojde ke snížení požadované rizikové prémie.
3M Bubor	7,65	↓	7,48	↓	7,00	
3Y	6,88	↘	6,80	↘	6,45	
10Y	6,63	↘	6,50	↘	6,30	
POLSKO						
PLN/EUR	3,77	↗	3,75	↗	3,72	Očekávaní o zvyšování sazeb podporuje zlotý. Na druhou stranu působí výplata dividend a skutečnost, že kurz se přiblížil ke psychologické bariéře 3,75 PLN/EUR. Negativním faktorem je i zvýšená politická nejistota (opět). Do konce roku příznivé makro a utahování měnové politiky vyženou zlotý k hranici 3,70 PLN/EUR. Letos čekáme zvýšení klíčové sazby o dalších 50 bodů (ve dvou krocích) na 5,0%. Nejbližší pohyb bude záviset od vývoje na trhu práce a kurzu, my ho vidíme v září. Ani rétorika jestřábů nenaznačuje potřebu urgentního hikování. Krátký konec bude tlačen nahoru kvůli zvyšování klíčových sazeb, delší splatnosti by však díky očekávané stabilitě výnosů v EMU a příznivému rozpočtovému vývoji měli jemně poklesnout. Křivka se tak stane plochá.
3M Wibor	4,71	↗	4,75	↑	5,15	
2Y	5,16	↗	5,25	↑	5,55	
10Y	5,64	→	5,65	↘	5,45	

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 volatility (násobku směrodatné odchylky) daného ukazatele. Za předpokladu normálního rozdělení pak pro každý interval existuje 20% pravděpodobnost, že výsledek bude koncem měsíce právě v tomto intervalu.

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Vyhlášky o poctivé prezentaci investičních doporučení (114/2006 Sb.) jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny www.csas.cz/analyza. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními je: www.csas.cz/analyza_upozorneni. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na výše uvedené webové adrese.

Investiční doporučení

Otevřená doporučení

#25 – dolar se vrátil k oslabování, prolomil historické minimum 1,3662, čekáme až doputuje na 1,40 – kumulovat pozici

#30 – nadále vidíme prostor pro posílení slovenské koruny, a to díky velice atraktivnímu makro příběhu – kumulovat pozici

#31 – dobré makro stojí za naším očekáváním posílení CZK, v létě může přijít několik dobrých nástupních příležitostí

#32 – po pohybu „naším“ směrem se po silných číslech v USA situace zhoršila, věříme však v opětovný návrat k nižším sazbám

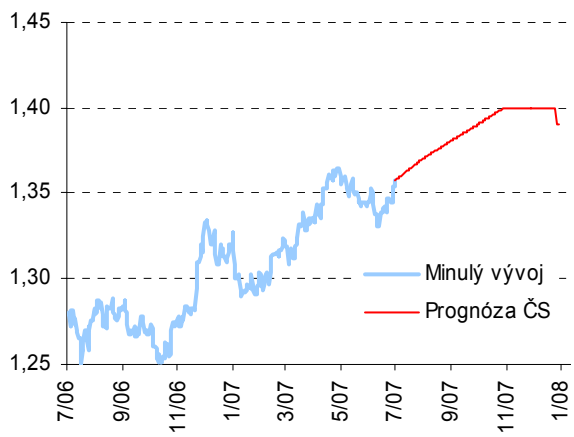
#	doporučení	otevření pozice	cílené uzavření pozice	instrumenty	vstupní hodnota	dnešní hodnota	flat P/L jednotl. (%)	flat P/L vč. carry (%)	P/L v p.a. vč. carry (%)
25	short USDEUR	09.01.07	31.9.07	USD 9M libor EUR 9M libor	1,3000	1,3687	5,28	4,76	9,7
30	short EUR/SKK	04.04.07	29.03.08	12M MM EUR/SKK	3,74 33,47	33,40	0,99 0,23	0,11	0,42
31	short EUR/CZK	06.06.07	06.06.08	12M MM EUR/CZK	3,21 28,40	28,60	0,30 -0,69	-0,81	-8,35
32	long US IRS 10let	08.06.07	8.12.2007	USD 10Y IRS	5,78	5,73	5,3bp.		

USA

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

Fed zůstává hawkish – odsunujeme snížení sazeb

Přestože preferovaný inflační ukazatel Fedu PCE jádrový index klesl pod požadovanou úroveň (2,0%) zůstává Fed podle prohlášení po skončení posledního zasedání FOMC ostražitý. Hlavní riziko vidí Fed ve „vysokém využití zdrojů“, čímž je patrně míněna nízká míra nezaměstnanosti a z ní plynoucí možné tlaky na růst mezd. Podle nás je tato obava přehnaná: vysoká ziskovost firem + silná konkurence by měly poskytnout nárazník v první fázi, racionalizace (čti snižování nadbytečných pracovních sil při poklesu ziskovosti) ve druhé fázi. Klesající růst produktivity práce by teoreticky měl snižovat motivaci k nabírání nových pracovních sil – jev typický pro pozdní fázi hospodářského cyklu. V každém případě bereme do úvahy jestřábí nastavení Fedu a odsunujme první snížení sazeb na říjen, druhé by podle nás mělo přijít v prosinci. Stále přitom spoléháme na kombinaci mírné inflace pozitivně ovlivněné poklesem rychlosti růstu nájmů a růstu ekonomiky zřetelně pod potenciálem. Trh aktuálně preferuje sazby na konci roku beze změny (60,6% - podle výpočtu agentury Bloomberg z opcí), na druhém místě je růst sazeb (23,7%, ovlivněno aktuálními silnými údaji, podle nás velmi nepravděpodobné) a na třetím je náš scénář 4,75% (10,5%).



Růst ekonomiky ve druhém čtvrtletí solidní, inflace postupně klesá

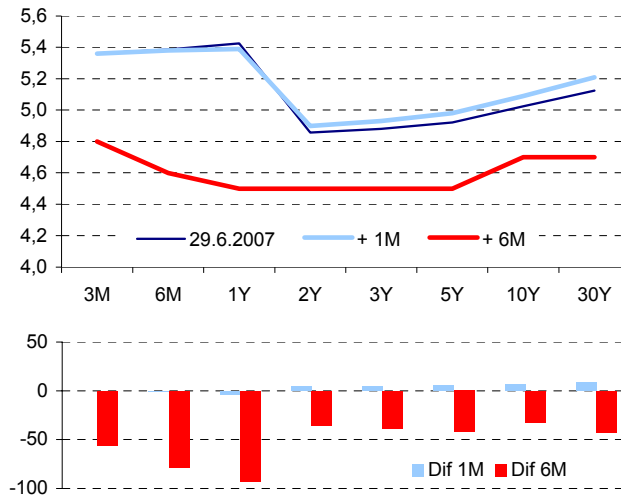
Data o výkonnostmi ekonomiky jsou poněkud rozporuplná: na jedné straně stále silné indexy ISM a pokračující tvorba nových pracovních míst, na druhé straně slabé objednávky zboží dlouhodobé spotřeby, klesající spotřebitelská důvěra a trvající problémy trhu s nemovitostmi. Silné a slabé stránky americké ekonomiky by se měly v dohledné budoucnosti kompenzovat, takže by měl pokračovat růst, ale zřetelně pod potenciálem (mezi 2-3%). Riziko je podle našeho názoru na straně slabšího růstu pod 2%, hlavním důvodem jsou vyšší výnosy dluhopisů a tím i vyšší sazby hypoték a obecně úvěrů, které by měly brzdit jak spotřebitelskou poptávku tak investice. Vyšší výnosy dluhopisů tak „dělají práci za Fed“ tím, že přitvrzují měnové podmínky a snižují motivaci Fedu ke zvyšování sazeb.

Dlouhý konec výnosové křivky se krátkodobě udrží nad 5,0%, střednědobě by měl klesnout mírně pod tuto úroveň

Dominantním faktorem ovlivňujícím vývoj výnosů dluhopisů bude názor investorů na růst americké ekonomiky. Pokud bude přetrvávat očekávání solidního růstu, měly by se výnosy držet nad 5,0%, ochlazení je posune pod tuto hranici. Krátký konec křivky bude hodně pod vlivem názoru trhu na vývoj sazeb a bude tedy citlivý na komunikaci činitelů Fedu. Inflace by dočasně měla hrát spíše druhé housle, protože inflační očekávání (rozdíl výnosů běžných a inflačně chráněných dluhopisů) jsou poměrně stabilní, a nepřispívají tak znatelněji ke změnám tržních výnosů. Trh se při nastavování očekávání na Fed nyní více než na inflační čísla soustřeďuje na růstové faktory, které ovlivňují jeho rozhodování.

Kurz eura k dolaru by měl zůstat pod dominantním vlivem očekávaného vývoje úrokového diferenciálu. Data podporující očekávání dalšího růstu sazeb ECB a zpochybňující růst sazeb v USA budou působit proti dolaru. Očekáváme tedy tlak na jeho oslabení. Technicky a psychologicky budou dolar podporovat historická minima, poblíž kterých se nyní kurz nachází. Obecným významným faktorem zůstanou carry trades, které jednak budou dále tlačit na oslabování měn s nízkým výnosem (především jen) a jednak budou vytvářet riziko vysoké volatility, pokud by došlo k jejich masivnímu uzavírání.

US: výnosová křivka



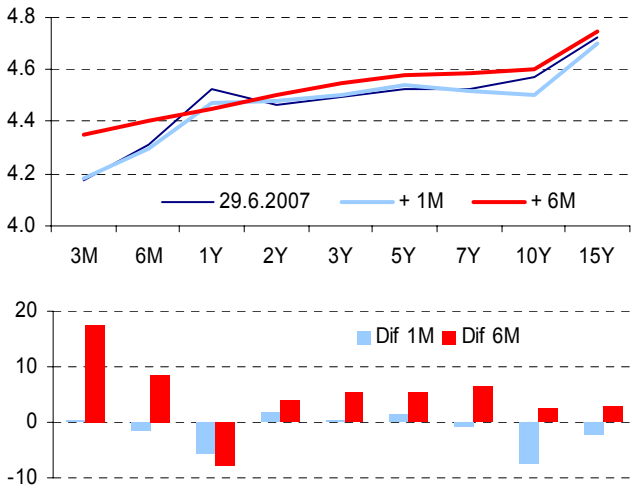
EMU

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

ECB asi zvedne sazby v září nebo říjnu.

Také u ECB jsme přehodnotili vývoj sazeb. Nyní čekáme jejich růst začátkem podzimu. Důvodem je především vytrvale jestřábí rétorika činitelů ECB, na druhém místě je velmi silný růst agregátu peněžní zásoby M3. Inflace se drží pod 2,0%, ale růst ceny ropy zvyšuje riziko návratu mírně nad tuto hladinu. Růstové ukazatele jsou poněkud smíšené: stejně jako v USA jsou silné indexy nákupních manažerů, ale další data už tak přesvědčivá nejsou. Evropa nemá systematický problém v podobě plošné slabosti trhu s nemovitostmi (lokálně problémy existují - Španělsko, Irsko). Další vývoj v rámci EMU bude záviset na dvou základních faktorech: zda se udrží silný růst ve světě podporující export z EMU a zda dojde ke zvýšení domácí poptávky. Pro zvýšení domácí poptávky existují dobré důvody (pozitivní vývoj na trhu práce, solidní úspory), ale zatím k němu zřetelně nedochází, což je v rozporu s očekáváními ECB. ECB tedy může být opatrnější a může s dalším růstem sazeb čekat na příznaky růstu domácí poptávky.

EMU: výnosová křivka



Růst výnosů je podle našeho názoru poněkud přehnaný

Výrazný růst výnosů podle našeho názoru není plně opodstatněný. Částečně ho lze vysvětlit normalizací výnosové křivky, ale ne změnou inflačních nebo růstových očekávání. Trh momentálně počítá s dalším růstem sazeb z 4,0% až na 4,75% (analytici jsou hodně rozdělení, objevují se odhady od 4,25% do 5,0%), což podle našeho názoru není odůvodněno ani aktuálními inflačními riziky ani silou růstu hospodářství. Aby tato očekávání byla odůvodněná, muselo by dojít ke zřetelnému zvýšení domácí poptávky a nebo by dále musel zrychlit růst a poptávka ve světě (čekáme spíše opak, Čína by se měla snažit svůj růst zbrzdit aby zabránila přehřátí a následným problémům).

Česká republika

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

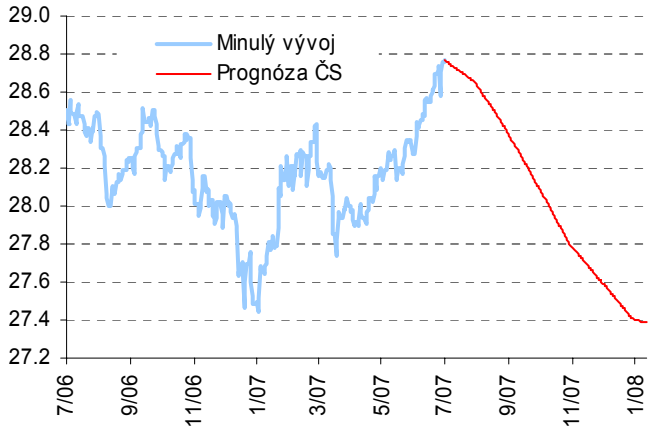
Kačka – kdy se vrátí k posilování?

Minulý týden jsme vydali update na Korunu (najdete ji zde: http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/Special_2007_07_04.pdf). Dlouhodobě jsme pozitivní na EUR/CZK a očekáváme návrat koruny k posilujícímu trendu, který je dán konvergenční historkou ČR (měsíční data potvrzují udržení silného růstu ekonomiky) a pozitivním vývojem obchodní bilance (téměř každý měsíc je trh překvapen dobrým výkonem obchodní bilance). Fundamenty nám ukazují, že na konci roku je férová hodnota koruna na 27,4.

Krátkodobě ovšem nevidíme impuls pro otočení negativního vývoje CZK (kromě prudkého oslabení USD). Carry trades a toky na běžném účtu platební bilance budou v letních měsících působit proti koruně.

Obrat k posilování čekáme na konci léta a na podzim – očekáváme pokles atraktivity CZK pro carry trades s tím, jak trh přehodnotí očekávané sazby Fedu dolů (letos čekáme dva cuty), sníží sazby Maďarsko (které je pro carry trades nejvíce atraktivní) a ČNB bude citlivě reagovat na kurz. Obrat podporuje i sezónní analýza.

EUR/CZK



Takový je náš základní příběh. Jeho rizikem je delší setrvání koruny mimo posilující trend v případě rychlejšího růstu US ekonomiky a absenci cutů Fedu v letošním roce. Nicméně nevidíme důvody pro dlouhodobé opuštění posilujícího trendu: minulá zkušenost ukazuje, že koruna se i přes roční přestávku (2003) rychle vrací k posilujícímu trendu (v případě podobného vývoje jako v roce 2003 by koruna zakončila rok na cca 28,9).

Krátkodobě vidíme prostor pro vezení se na vlně carry trades, především v HUF a PLN. Nicméně doporučujeme brát pouze krátkodobé sázky, delší by mohl rozbít návrat koruny k trendu. Pro dlouhodobý investiční horizont držíme doporučení short EUR/CZK.

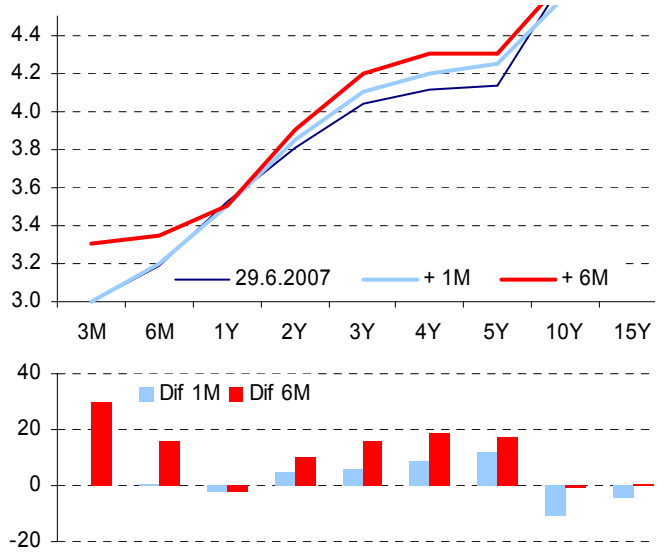
A kačka podruhé – jaké sazby?

V červnu ČNB rozhodla ponechat sazby beze změny. Ale komenty po zasedání čteme tak, že by Sedmička statečných

by ráda sazby zvýšila hned, ale měla obavu z označení za panikáře po květnovém hiku.

Takže hike v červenci je téměř jistý. Základní scénář je +25bps (pravděpodobnost 80%), nicméně aktuální kurz koruny a rychlý pokles nezaměstnanosti by mohl vyprovokovat větší jestřábí výkyv a paragánskou padinu +50bps (pravděpodobnost 15%). Co dále: s naší prognózou koruny je konzistentní další hike na přelomu roku a postupný růst k 4%.

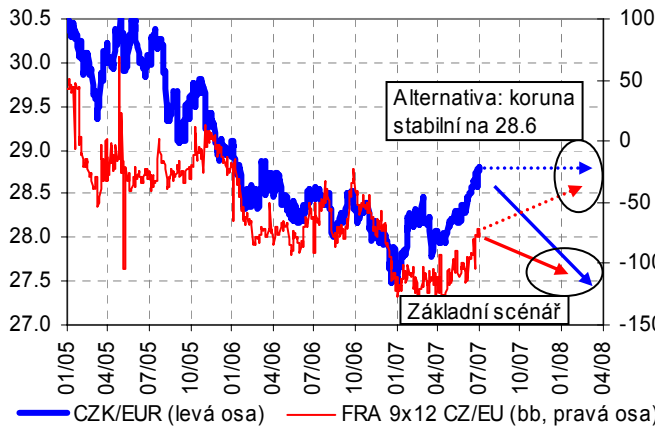
CZ: výnosová křivka



Nicméně koruna bude ten, kdo řekne poslední slovo. V případě, že by koruna zůstala na aktuálních úrovních, potom by spread mezi CZ a EU sazbami měl vyklesat na 25-50bb, což znamená růst sazeb na 3,75-4% již na začátku příštího roku.

Nicméně to je horní odhad sazeb. Při tomto rychlejším růstu sazeb by se carry trades z CZK rychleji dostaly do ztráty, koruna by se rychleji vracela k trendu a sazby by nemusely jít tak moc nahoru. Silné přelití CZK do inflace a následně do sazeb: to je ten důvod, proč nevěřím, že carry trades financované z CZK mají před sebou dlouhý život podobný JPY.

EUR/CZK a spread CZ/EU FRA 9x12



Slovensko

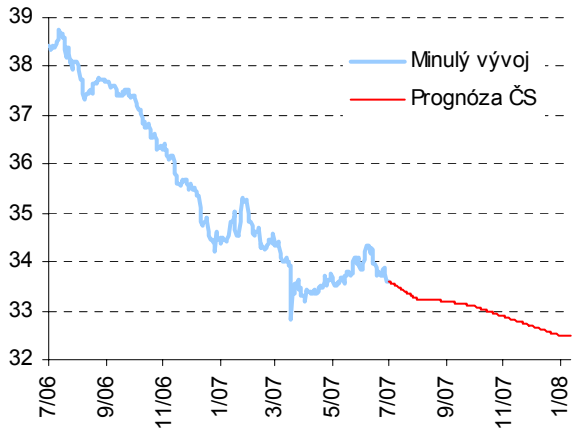
Mária Fehérová, tel: 224 995 232, mfeherova@csas.cz

Slovenský příběh zůstává příznivý

Makroekonomická data za poslední měsíc zveřejněná na Slovensku překvapila pozitivně a potvrdila příznivý výhled pro ekonomiku. Ekonomická aktivita je pořád na silné úrovni, inflace relativně nízká a deficit zahraničního obchodu se viditelně vylepšuje.

Náladu dočasně pokazil jenom omylem uniknutý dokument z ECB, který znejistil některé investory jelikož vyvolal obavy jestli bude Slovensku dovolené zavést euro v plánovaném termínu, kterým je rok 2009. Dokument uvádí, že inflace byla za poslední měsíce potlačená směrem dolů souhrou několika příznivých okolností (např. nižší ceny energií, posilování koruny a tlak vlády na marže energetických podniků). Zdůraznil nutnost udržitelného plnění inflačního kritéria když varoval, že inflace pod hodnotou kriteria ještě automaticky neznamená, že Slovensko maastrichtské kriterium splní. Domníváme se, že odsunutí termínu vstupu do Eurozóny by trhy vnímaly citlivě. Při interpretaci udržitelnosti existuje široký prostor pro manévrování a bude do velké míry politickým rozhodnutím. Podle prognóz centrální banky by však Slovensko mělo splnit inflační kriterium s náskokem (a ne tak těsně jako Litva), což by mělo pomoci pozitivnímu verdiktu. Celkově vidíme (spolu s našimi slovenskými kolegy) pravděpodobnost přijetí eura poměrně vysokou (80%).

EUR/SKK

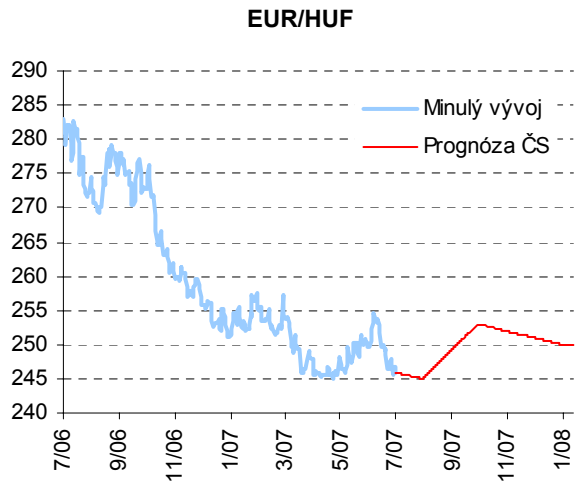


Maďarsko

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

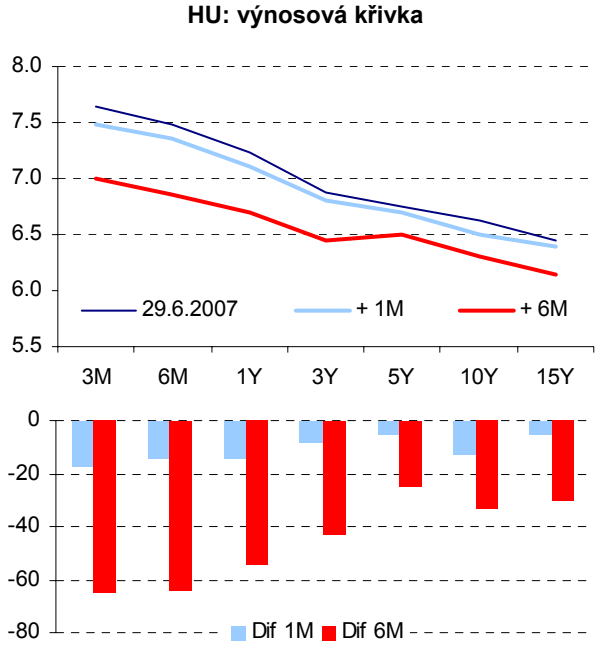
Vývoj kurzu bude v červenci záviset od rizikové averze, do konce roku forint jemně oslabí

Forint v červnu kvůli růstu výnosů na hlavních trzích a zvýšení rizikové averze dočasně oslabil ke hranici 255 HUF/EUR. Po tom, co se apetit po riziku opět vrátil, došlo k relativně rychlému posílení pod 250 HUF/EUR až k blízkosti významné psychologické bariéry 245 HUF/EUR. Vývoj v červenci bude záviset od globálních faktorů a sentimentu vůči rozvíjejícím se trhům. Bariéra 245 HUF/EUR by však měla posilování pozastavit. V případě jejího prolomení (malé riziko) by se otevřel prostor pro rychlé posílení ke 242-243 HUF/EUR, což by mohlo naladit spekulanty k útoku na spodní hranu stávajícího fluktuačního pásma (240,01 HUF/EUR). Pod posílení forintu za poslední týdny se podepsal i probíhající boj mezi společnostmi MOL a OMV. Druhá z nich se snaží o převzetí té první. MOL se brání skupováním vlastních akcií z úvěrů financovaných v eurech, které potom konvertuje do forintů (celková tržní kapitalizace MOLu činí přibližně 12 mld. EUR, OMV se snaží získat alespoň 25%). Náš odhad pro konec roku 250 HUF/EUR (což v srovnání se stávajícími úrovněmi značí oslabení) neměníme. Deficit na běžném účtu je totiž pořád vysoký a v případě Maďarska je krytí závislé na přílivu portfoliových investic.



Cyklus snižování sazeb začal, do konce roku čekejte dalších 75 bodů

Maďarská centrální banka spustila cyklus snižování sazeb o měsíc dříve než jsme čekali (i když snížení už v červnu jsme dávali nemalou 35%-ní pravděpodobnost). Zdůvodnila to zejména skutečností, že (i) inflace už dosáhla svého vrcholu, (ii) příznivý vývoj jádrové složky nenaznačuje růst inflačních očekávání, (iii) pozitivní sentiment trhů vůči Maďarsku přetrvává a (iv) růst mezd prý odráží víc efekt eliminace šedé ekonomiky a ne vyšší inflační očekávání. Podle našeho názoru argumentace, proč centrální banka uvolnila měnovou politiku právě v červnu (a ne kupříkladu o měsíc dříve) nebyla dostatečné silná. Mzdy v soukromním sektoru bez bonusů totiž dokonce v červnu urychlily. Centrální banka argumentovala svým vlastním číslem, které vzniklo po vyeliminování dopadu legalizace příjmů (které se ale nezveřejňuje).



Proto máme podezření, že jedním z pohnutek pro snížení sazeb byl i silný forint. Centrální banka své obavy z blízkosti dolní hranice fluktuačního pásma samozřejmě otevřeně připustit nemůže. Domníváme se však, že ji tato situace není příjemná (vláda na změnu režimu zatím přistoupit nechce, proto musí centrální banka pásmo bránit). Do konce roku pořád čekáme pokles klíčové sazby o dalších 75 bodů na 7,0%. Načasování dalšího pohybu bude záviset od přicházejících dat. Vzhledem k silnému forintu však předpokládáme, že může přijít už tenhle měsíc. Nadále věříme, že výnosová křivka do konce roku poklesne díky vylepšování vyhlídek ekonomiky a snižování požadované rizikové prémie, i když prognózu jsme upravili mírně nahoru kvůli revizi očekávání pro Eurozónu.

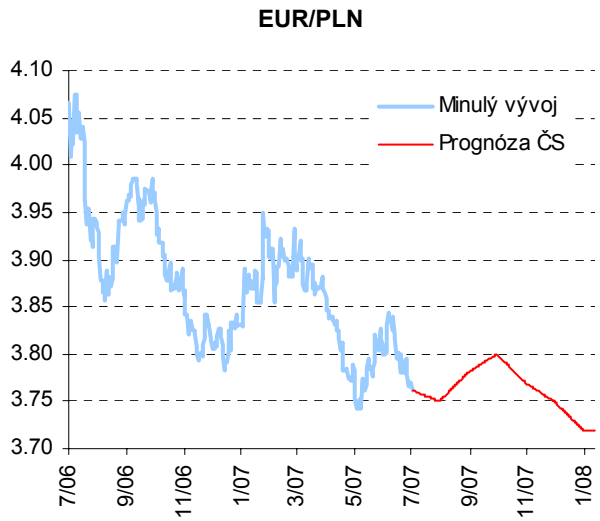
Polsko

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

Trhy může negativně ovlviňovat politická nejistota. Opět..

Vládní koalice se opět zmítá v krizi. Vicepremiér Andrzej Lepper, který je lídrem malé vládní koaliční strany Sebeobrana, byl premiérem Kaczynskim odvolán ze své vládní funkce kvůli podezření z korupce (no jo, v některých zemích i podezření stačí..). Lepper řekl, že si neumí představit, že by jeho strana zůstala ve vládě. Premiér Kaczynski si zas neumí představit menšinovou vládu. A jaké řešení si tedy lze představit? Možností se nabízí několik. **(1) de-facto zachování současné koalice** - stará vláda by mohla zůstat, pokud by se premiérovi podařilo odlákat poslance Sebeobrany na svou stranu navzdory odvolání jejich lídra. Není to nerealistická vize, jelikož preference Sebeobrany se pohybují nebezpečně blízko hranice volitelnosti do parlamentu. Tenhle scénář by oddálil předčasní volby, vedl by však k ještě větší fragmentaci a křehkosti koalice. **(2) předčasné volby** - vyžadovaly by si dvoutřetinovou podporu v parlamentu a **(3) úspěšné hlasování o nedůvěře vládě** - opoziční SLD slíbila tento týden hlasování o nedůvěře vládě, které na svůj úspěch bude potřebovat jednoduchou většinu hlasů. Zároveň však musí nabídnout nového kandidáta na premiéra. Koaliční potenciál SLD je však malý a tato možnost je realistická jenom v případě dohody o dočasné vládě, která by dovedla zemi k předčasným volbám. Domníváme se, že premiér Kaczynski se ze všech sil bude snažit o možnost číslo 1 a předčasné volby budou až druhořadým řešením (do úvahy přichází podzim – září, říjen).

Trhy si už na politické tanečky v Polsku zvykly, navíc je potěšuje stávající příznivý stav ekonomiky. Reakce trhů proto nebyla zatím výrazná. Nervozita se však může ještě zvýšit když se předčasné volby stanou realističtější. Střednědobý dopad může být dvojaký a závisí na délce politického patu. V případě zdlouhavých vyjednávání hrozí, že parlament nestihne schválit některé důležité zákony. Konkrétně pokud se neschválí reforma veřejných financí (která má přinést úsporu 10 mld. PLN v letech 2008-2009), dojde k zvýšení fiskálního deficitu, což je negativní správa pro dluhopisy. Pokud se však situace vyřeší poměrně rychle, dopad bude neutrální. Předčasné volby by dokonce mohly vést ke vzniku nové, stabilnější a více reformně orientované koalice, což by trhy přivítaly.



Centrální banka se rozhodla překvapit trh a hikla o 25 bodů

Polská centrální banka se v červnu rozhodla rozhýbat teplem znavený trh a překvapivě zvýšila klíčové sazby o 25 bodů (referenční sazba se tak dostala na 4,50%). Drtivá většina analytiků (86%) včetně nás přitom očekávala, že si bankovní rada počká alespoň na červencovou aktualizaci kvartální Inflační prognózy. Ta se však nechala vyvést z míry zintenzivněním rizik plynoucích z trhu práce, když mzdy v průmyslu předčili dynamiku produktivity. Dalším důvodem bylo očekávání, že ekonomický růst bude rychlejší než potenciál i v průběhu nejbližších čtvrtletí. Kromě toho centrální banka uvedla i několik faktorů, které budou inflaci zpomalovat (globalizace, dobré finanční výsledky podniků), nebyly však dost silné na to, aby zabránily zvýšení sazeb.

A to není vše – letos sazby vyšlápnou ještě o dva schůdky výš

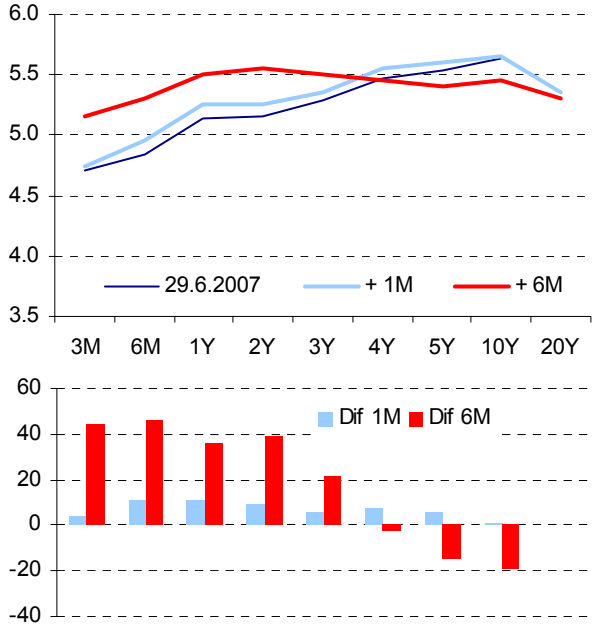
A co dál? Polská ekonomika si momentálně užívá silný cyklický rozmach a nachází se nad svým potenciálem. Situace na trhu práce je pro spotřebitele příznivá, jelikož dynamika mezd navzdory očekáváním nezpomalila a nezaměstnanost také klesá slušným tempem. Tedy disponibilní příjmy domácností rostou. Navíc jedno z rizik pro výhled úrokových sazeb se začíná zhmotňovat. Parlament schválil snížení sociálních odvodů zaměstnanců o 3 procentní body od července a další 2 body od ledna (+2 body na straně odvodů zaměstnavatelů). Tenhle plán byl už znám dříve (i když podpora v rámci koalice byla méně jistá). Způsob financovaní však nebyl znám. Vláda se minulý týden dohodla na konsolidaci veřejných financí, která by měla přinést úsporu 10 mld. PLN v horizontu dvou let (a zároveň se dohodla na navýšení dávek pro rodiny o 3 mld. PLN). Tato suma zjevně nepokryje výpadek v důsledku nižších odvodů (20 mld. PLN příští rok) a vládní koalice se tak do velké míry zdá se spoléhá na vyšší příjmy z titulu ekonomického růstu. Snížení odvodového zatížení bez současného snížení rozpočtových výdajů však znamená podpůrný impulz pro domácí poptávku a dodatečné inflační tlaky. Myslíme si, že bankovní rada bude brát tento fakt do úvahy při rozhodování o sazbách.

Nyní vidíme jako nejpravděpodobnější scénář ještě dva hiky o 25 bodů do konce roku (klíčová sazba se tak dostane na úroveň 5,0%, což je přibližně neutrální úroveň). To značí dřívější utažení měnové politiky než jsme původně předpokládali, neměníme však odhadovaný vrchol cyklu zvyšování sazeb (5,75% na začátku roku 2009). Co se týče nejbližšího hiku, jako nejpravděpodobnější vidíme podzim (září). Je pravda, že v červenci bude zveřejněna nová prognóza, která ukáže na vyšší inflační trajektorii než předešlá aktualizace, již jenom z titulu zahrnutí dopadu snížení odvodů. Je však nutno podotknout, že inflační prognóza se mezi členy v bankovní radě neteší příliš velké hodnověrnosti. Navíc ani rétorika jestřábích členů (Halina Wasilewska-Tanker, Marian Noga) nenaznačuje urgentní potřebu zvýšení sazeb.

Křivka se stane plochá, úvahy o utahování měnové politiky podporuje zlotý

Utahování měnové politiky vytlačí krátký konec výnosové křivky směrem nahoru. Delší splatnosti však budou ovlivněny mnohem méně. Odhad pro střední a delší dlouhý segment křivky pro konec roku jsme kvůli úpravě prognózy na výnosy v Eurozóně posunuly směrem nahoru. Ve srovnání se stávajícími úrovněmi však vidíme prostor pro pokles na těchto splatnostech. Mezi důvody patří skutečnost, že (i) dlouhý konec evropské křivky vidíme v prosinci více-méně na stávající úrovni, (ii) rozpočtový vývoj je a zůstane lepší, než se čekalo, což snižuje potřebu emitovat dluhopisy a (iii) není důvod, aby trhy nevěřily, že centrální banka udrží inflaci na uzdě i ve střednědobém horizontu. Celkově tak křivka ještě víc sníží svou strmost a stane se téměř plochá. Silným rizikem je další výraznější růst výnosů na hlavních trzích. V tomhle případě by Polsko neostalo bokem i v případě pozitivního domácího makro vývoje. Dalším rizikem je neschválení zákonů potřebných na konsolidaci veřejných financí.

PL: výnosová křivka



Česká republika – dlouhodobá makroprognóza

Česká republika - roční prognóza

		2004	2005	2006	2007f	2008f
Reálný HDP	(meziroční růst v %)	4,2	6,5	6,4	5,6	4,0
Spotřeba domácností	(meziroční růst v %)	2,9	2,4	4,4	6,2	2,0
Investice	(meziroční růst v %)	4,0	2,2	7,6	4,8	7,7
Nominální mdy	(meziroční růst v %)	6,7	5,3	6,4	6,8	6,9
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)	2,4	4,0	6,4	7,4	2,5
Průmyslová výroba	(meziroční růst v %)	9,6	6,6	10,0	11,0	8,7
CPI	(mez. růst v % na konci roku)	2,8	1,9	2,5	2,6	4,7
Nezaměstnanost*	(%)	9,4	8,9	8,1	7,0	6,8
Obchodní bilance	(% z HDP)	-0,9	1,3	1,4	2,4	2,2
Přímé zahraniční investice	(mld. USD)	3,9	11,6	4,7	7,0	15,2
Běžný účet	(% z HDP)	-5,9	-2,5	-4,0	-3,3	-2,6
Státní rozpočet	(% z HDP)	-3,3	-1,9	-3,0	-3,7	-3,0
Veřejné rozpočty	(% z HDP)	-3,8	-2,2	-3,3	-4,0	-3,3
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	2,9	3,4
Dlouhodobé úrokové sazby	(10 let, průměr)	4,9	3,6	3,8	4,3	4,8
CZK / USD	(průměr)	25,7	24,0	22,6	20,6	21,3
CZK / USD	(konec roku)	23,4	24,5	20,9	19,8	21,5
CZK / EUR	(průměr)	31,9	29,8	28,4	28,0	26,9
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	2006	**2007f**	**2008f**
USA	3,2	3,3	**1,9**	**2,6**
Eurozóna	1,5	2,8	**2,7**	**2,7**
Slovensko	6,0	8,3	**8,9**	**7,1**
Maďarsko	4,2	3,9	**2,5**	**3,2**
Polsko	3,6	6,1	**6,3**	**5,7**
Běžný účet (% HDP)	2005	2006	**2007f**	**2008f**
USA	-6,3	-6,6	**-6,3**	**-6,1**
Eurozóna	0,0	0,0	**0,2**	**0,2**
Slovensko	-8,5	-8,4	**-3,6**	**-2,4**
Maďarsko	-6,9	-5,8	**-4,5**	**-4,1**
Polsko	-1,7	-2,3	**-2,6**	**-3,2**

Zdroj: Česká spořitelna, Erste Bank, Slovenská sporitel'ňa

CPI (%, konec roku)	2005	2006	**2007f**	**2008f**
USA	3,4	3,2	**2,6**	**2,5**
Eurozóna*	2,2	2,2	**2,0**	**2,2**
Slovensko	3,7	4,2	**2,8**	**3,3**
Maďarsko	3,3	6,5	**5,2**	**3,4**
Polsko	0,7	1,4	**2,5**	**2,6**
Rozpočet (% HDP)	2005	2006	**2007f**	**2008f**
USA	-2,6	-2,0	**-2,5**	**-1,5**
Eurozóna	-2,5	-1,6	**-1,0**	**-0,8**
Slovensko	-2,2	-2,3	**-1,7**	**-1,7**
Maďarsko	-7,8	-9,2	**-6,5**	**-5,0**
Polsko	-4,3	-3,9	**-3,4**	**-3,7**

**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	26.7.2007	25	25	+25 / V-07	+25 / VII-07
USA	5,25	7.8.2007	0	0	+25 / VI-06	-25 / X-07
Eurozóna	4,00	2.8.2007	0	0	+25 / VI-7	+25 / IX-7
Slovensko	4,25	31.7.2007	0	-	-25 / IV-7	-
Maďarsko	7,75	23.7.2007	-25	-	-25 / VI-7	-25 / VII-7
Polsko	4,50	25.7.2007	0	-	+25 / VII-7	+25 / IX-07

Kalendář makro dat

	období	datum	čas zveřejnění	Prognóza ČS/ERStE*	minulá hodnota
Česká republika					
Nezaměstnanost	6/2007	11.7.	9:00	**6,3%**	6,4%
CPI (meziročně)	6/2007	11.7.	9:00	**2,5%**	2,4%
Průmyslová výroba (meziročně)	5/2007	13.7.	9:00	**11,0%**	14,0%
Běžný účet	5/2007	13.7.	10:00	**-8.6 mld.**	**-16.79 mld**
PPI (meziročně)	6/2007	17.7.	9:00	**4,2%**	4,1%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	5/2007	19.7.	9:00	**7,5%**	8,1%
USA					
Obchodní bilance	5/2007	12.7.	14:30	**-60,0mld.USD**	- 58,5mld. USD
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	6/2007	13.7.	14:30	**0,0%**	1,4%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	6/2007	17.7.	15:15	**0,4%**	0,0%
Využití průmyslových kapacit	6/2007	17.7.	15:15	**81,5%**	81,3%
PPI (meziměsíčně)	6/2007	17.7.	14:30	**0,1%**	0,9%
CPI (meziměsíčně)	6/2007	18.7.	14:30	**0,1%**	0,7%
Předstihové indikátory	6/2007	19.7.	16:00	**0,0%**	0,3%
Philadelphia Fed	7/2007	19.7.	18.00	**12,0**	**18,0**
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	6/2007	26.7.	14:30		-2,8%
Prodeje nových domů	6/2007	26.7.	16:00		915 tis.
Prodeje existujících domů	6/2007	25.7.	16:00		5,99 mil.
Osobní příjmy	6/2007	31.7.	14:30		
Osobní výdaje	6/2007	31.7.	14:30		
Spotřebitelská důvěra	7/2007	31.7.	16:00		13,9
EU					
CPI (meziročně)	6/2007	31.7.	11:00		
HDP (meziročně)	1Q F	12.7.	11:00	**3,0%**	3,00%
ZEW	7/2007	17.7.	11:00		19,0
GE: IFO	7/2007	26.7.	10:00		107
EMU: M3 (meziročně)	6/2007	26.7.	10:00		10,70%
Slovensko					
CPI (meziročně)	6/2007	12.7.	9:00	**2,4%**	2,3%
Jádrová inflace (meziročně)	6/2007	12.7.	9:00	**2,4%**	2,2%
Obchodní bilance	5/2007	12.7.	9:00	**-2,2 mld. SKK**	-1,2 mld. SKK
PPI (meziročně)	6/2007	27.7.	9:00	**12,5%**	1,3%
Mad'arsko					
CPI (meziročně)	6/2007	11.7.	9:00	**8,6%**	8,5%
PPI (meziročně)	6/2007	31.7.	9:00	**-2,1%**	0,4%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	5/2007	24.7.	9:00	**-1,7%**	-2,5%
Polsko					
CPI (meziročně)	6/2007	13.7.	14:00	**2,6%**	2,3%
Průmyslová výroba (meziročně)	6/2007	19.7.	14:00	**7,4%**	8,1%
Běžný účet	5/2007	13.7.	14:00	**-630 mil. EUR**	-678 mil EUR

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

KONTAKTY

HTTP://WWW.CSAS.CZ/ANALYZA

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 kapitálovch trzích – ředitel odboru	**Pavel Křivonožka**	+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	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