

# Měsíční strategie – dluhopisy a měny

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

srpen 2007

Instrument	Úroveň z 31.7.2007	Prognóza 1 měsíc	Prognóza 6 měsíců	
<b>ČESKÁ REPUBLIKA</b>				
<b>CZK/EUR</b>	28.1	→	28.0 ↗	27.4
<b>3M Pribor</b>	3.22	↑	3.30 ↑	3.55
<b>2Y</b>	3.82	↗	3.89 ↑	4.18
<b>10Y</b>	4.60	→	4.60 ↗	4.75
Fundamentům by k postupnému posilování CZK měla pomoci další vlna uzavírání carry trades (po zvýšení sazeb v srpnu) a obvyklé sezónní posílení koncem léta. Posilování koruny (27,60 v 12/07 a 26,60 v 12/08) je klíčové pro naplnění našeho nového scénáře sazeb. Oproti minulosti jsme díky nové makro prognóze a hodně ještě řábí ČNB posunuli zpřísnil. Čekáme hike v srpnu na 3,25% a další dva v roce 2008.				
<b>USA</b>				
<b>USD/EUR</b>	1.37	↘	1.38 ↗	1.34
<b>3M Libor</b>	5.36	↓	5.30 ↓	4.60
<b>2Y</b>	4.52	↗	4.70 →	4.40
<b>10Y</b>	4.74	↗	4.85 →	4.70
V dohledné budoucnosti by měl být vývoj ovlivňován především dopady neklidu kolem subprime hypoték. Z makroekonomického hlediska bude nadále důležitý vývoj inflace, pokud zůstane klidná a Fed dojde k názoru, že nejde jen o přechodný výkyv, mělo by to otevřít cestu ke snížení sazeb. Pohyb tímto směrem by mohlo urychlit prohlubování zmíněných problémů. Výnosy by už neměly klesat, pokud se situace uklidní je prostor pro jejich růst. Dolar by měl zůstat pod tlakem.				
<b>EUROZÓNA</b>				
<b>3M Euribor</b>	4.26	↑	4.35 ↑	4.35
<b>2Y</b>	4.30	↑	4.42 ↗	4.40
<b>10Y</b>	4.35	↑	4.61 ↑	4.75
ECB velmi pravděpodobně zvedne sazby v září, jak naznačil J-C. Trichet. Pro dluhopisy bude v měsíčním horizontu podstatnější vývoj v USA než v EMU. Střednědobě bude záležet především na tom, zda evropské ekonomiky zůstanou silné. Přidusit je může politika ECB nebo ochlazení ve světě.				
<b>SLOVENSKO</b>				
<b>SKK/EUR</b>	33.37	↗	33.20 ↗	32.40
<b>3M Bribor</b>	4.36	↘	4.33 →	4.33
Koruna se nachází ve vleku regionálního sentimentu, který určuje krátkodobý výhled. Domácí makroekonomický příběh však zůstává atraktivní, pravděpodobnost úspěšného přijetí eura je relativně vysoká. Proto střednědobě nadále očekáváme silnější korunu. Centrální banka je obezřetná a sazby ponechá stabilní, v září by se tak měly vyrovnat úrovni evropských.				
<b>MAĎARSKO</b>				
<b>HUF/EUR</b>	252.7	→	252.0 →	250.0
<b>3M Bubor</b>	7.59	↘	7.55 ↓	6.90
<b>3Y</b>	6.97	→	7.00 ↘	6.50
<b>10Y</b>	6.70	→	6.75 ↘	6.35
Maďarsko je v rámci regionu země nejvíce citlivá na výkyvy v ochotě investorů podstupovat riziko. Vzhledem k vyšší nejistotě na hlavních trzích proto nelze vyloučit v následujících měsících zvýšenou volatilitu forintu. Pořád vysoký deficit běžného účtu, který není krytý přímými investicemi, omezuje prostor pro jeho výraznější zisky. Naopak pozitivně působí spekulace na změnu kurzového režimu. Pokud nedojde k dalšímu zhoršení sentimentu vůči regionu, čekáme snížení sazeb v srpnu o 25 bodů spolu s novou Inflační zprávou. Křivka má potenciál do konce roku ještě poklesnout, zejména na krátkém konci. Rizikem je vývoj rizikové averze.				
<b>POLSKO</b>				
<b>PLN/EUR</b>	3.79	→	3.81 ↗	3.71
<b>3M Wibor</b>	4.81	→	4.82 ↑	5.20
<b>2Y</b>	5.18	↗	5.25 ↑	5.55
<b>10Y</b>	5.60	→	5.60 ↘	5.50
Nejbližší měsíc bude zlotý pod vlivem zejména regionálního sentimentu. Z domácí scény se bude sledovat to, jestli má vládní Právo a spravedlnost nadále dostatečnou podporu v parlamentu (poslanci se z prázdnin vrací 22. srpna). Trh bude reagovat pouze v případě zrealnění hrozby předčasných voleb. Nicméně ekonomika je nadále fit, a proto střednědobě očekáváme pokračování v trendu posilování zlotého. Rozhodování centrální banky bude silně ovlivněno přicházejícími daty, my do konce roku čekáme zvýšení sazeb o dalších 50 bodů na 5,00% s tím, že nejbližší pohyb vidíme nejpravděpodobnější v září, nelze však vyloučit ani srpen. V šestiměsíčním horizontu sázíme na další snížení strmosti křivky.				

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.

## Investiční doporučení

### Otevřená doporučení

#25 – dolar se kolísá v okolí 1,38, čekáme až doputuje na 1,40 – držet 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 – předpokládáme, že swapové sazby ještě klesnou až se zúží v současnosti mimořádně široký spread ke státním dluhopisům

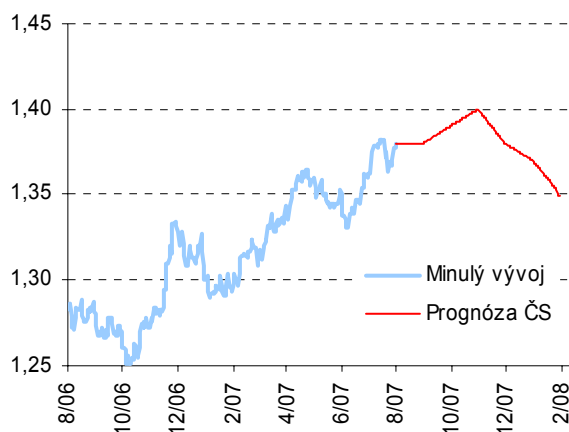
#	doporučení	otevření pozice	cílené uzavření pozice	instrumenty	vstupní hodnota	dnešní hodnota	flat P/L jednotl. (%)	flat P/L		cílová hodnota	cílový P/L v flat (%)
								vč. carry (%)	P/L v p.a. vč. carry (%)		
25	short USDEUR	09.01.07	31.9.07	USD 9M libor EUR 9M libor	1,3000	1,3762	5,86	5,26	9,2	1,4000	6,7
30	short EUR/SKK	04.04.07	29.03.08	12M MM EUR/SKK	3,74 33,47	33,44	1,28 0,09	-0,07	-0,20	- 32,10	3,83
31	short EUR/CZK	06.06.07	06.06.08	12M MM EUR/CZK	3,21 28,40	28,11	0,55 1,04	0,83	4,93	- 26,80	4,69
32	long US IRS 10let	08.06.07	8.12.2007	USD 10Y IRS	5,78	5,45	33,9bp.			4,80	98,5 bp.

## USA

Luboš Mokráš, tel: 224 995 456, [lmokras@csas.cz](mailto:lmokras@csas.cz)

### Muziku tvrdí subprime hypotéky

Postupně se kumulující problémy v sektoru nemovitostí dominovaly vývoji v posledním měsíci a dá se předpokládat, že budou podstatným způsobem ovlivňovat náladu na finančních trzích i v měsíčním horizontu. Startovacím bodem, který vyostřil situaci, se stal kolaps dvou hedge fondů spravovaných finanční skupinou kolem investiční banky Bear Sterns. Tato událost odstartovala postupně akcelerující odliv prostředků z rizikovějších aktiv do bezpečnějších, a tedy razantní pokles výnosů státních dluhopisů a rozšiřování úrokové prémie vůči méně kvalitním aktivům. Největším rizikem pro stabilitu finančního trhu je velké množství relativně nelikvidních aktiv, jejichž přecenění by mohlo vést k velkým kursovým ztrátám pro nejrůznější finanční instituce. Z makroekonomického hlediska může být významný jednak dopad současné situace na všeobecnou dostupnost úvěrů a jednak vliv kombinace slabého trhu s nemovitostmi a poklesu cen akcií na spotřebitelskou poptávku.



### Co na to Fed?

Americká centrální banka na situaci zatím nereagovala. Poslední stanovisko (ze včerejška) říká, že hlavním rizikem je, že současný pokles inflace je pouze „šum“ a že ceny by v budoucnu mohly růst rychleji než si Fed přeje (normální a mezi centrálními bankami v současnosti široce rozšířená inflační fobie). Ekonomika je OK, nemovitosti jsou problém, ale neměly by podstatně ovlivnit zbytek ekonomiky. Fed tedy zachovává implicitní tendenci k zvýšení sazeb, což je v podstatném rozporu s tím co očekává trh (ten stále s jistotou věří na jedno snížení sazeb do konce roku). My se shodujeme s trhem, především proto, že si myslíme, že pokles inflace není šum ale trend.

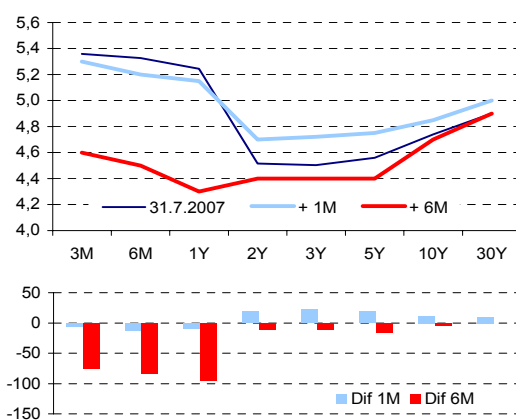
### Očekáváme pokračování tlaku proti dolaru, zklidňování dluhopisů

Vypadá to, že v dluhopisovém trhu je započítáno hodně rizik, což vytváří situaci, ve které už by neměl být prostor pro další znatelnější pokles výnosů a na druhou stranu by v případě zlepšování situace měl být prostor pro návrat výnosů na vyšší úroveň. Tato úvaha se týká středu a dlouhého konce výnosové křivky. Krátký konec bude plně pod vlivem očekávání ohledně vývoje sazeb Fedu. Střednědobě (horizont šesti měsíců) bude rozhodující, jak se ekonomika vypořádá s problémy trhu s nemovitostmi. Pokud tyto potíže zůstanou izolované a především pokud se začnou objevovat náznaky jejich slábnutí, bude se střed a dlouhý konec výnosové křivky pohybovat poblíž současných úrovní. Tuto možnost pokládáme za pravděpodobnější, přispět by k ní měl i Fed, který by v případě potřeby měl uklidnit jak finanční trh tak reálnou ekonomiku

uvolněním měnové politiky. Alternativou je šířící se credit crunch (občas hezky česky překládáno jako úvěrové zadrhnutí), slabá spotřebitelská poptávka a následně i investice, pozdě reagující Fed, výrazné zpomalení ekonomiky až recese a značný propad výnosů dluhopisů.

U dolaru by nadále mělo dominovat téma úrokového diferenciálu. Pokud se zrealizuje optimistický scénář popsaný v předchozím odstavci, měl by dolar ještě poněkud oslavit (kvůli očekávání nižších sazeb), ale později by měl začít posilovat s tím jak by se měla americká ekonomika zotavovat. Pokud by se realizovala pesimistická varianta, lze čekat podstatné oslabení dolaru, protože by trh měl přejít od sledování úrokového diferenciálu k sledování zdraví americké ekonomiky. V platnosti zůstává naše očekávání odpovídající optimistickému scénáři, to znamená nejprve krátkodobé oslabení dolaru až k 1,40 a poté postupný návrat na silnější úroveň.

### US: výnosová křivka



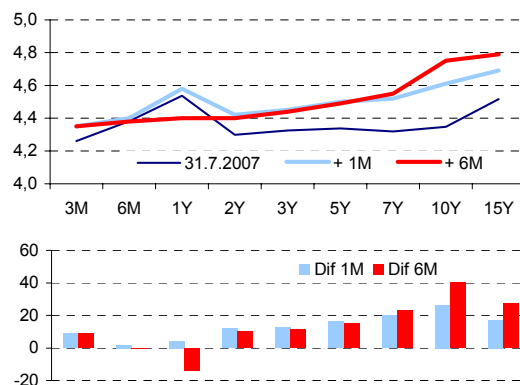
## EMU

Luboš Mokráš, tel: 224 995 456, [lmokras@csas.cz](mailto:lmokras@csas.cz)

### ECB zůstává zřetelně hawkish.

Představitelé ECB se ani v nejmenším nedali zmýlit kombinací nekľidu na finančních trzích, silného eura a mírného ochlazení evropských ekonomik a pokračují v kurzu k vyšším a ještě vyšším úrokovým sazbám. J-C. Trichet na mimořádné tiskovce po posledním měnovém zasedání bankovní rady ECB použil opět oblíbené signální sousloví „silná ostražitost“, z čehož plyne, že se s největší pravděpodobností dočkáme zvýšení sazeb na zářijovém zasedání ECB. Pouze pokud by se do té doby situace vyvinula velmi nepříznivě, může dojít k odložení tohoto kroku. ECB evidentně svůj názor na ekonomiku nemění, pozorně sleduje, je spokojená, ale bojí se inflace.

### EMU: výnosová křivka



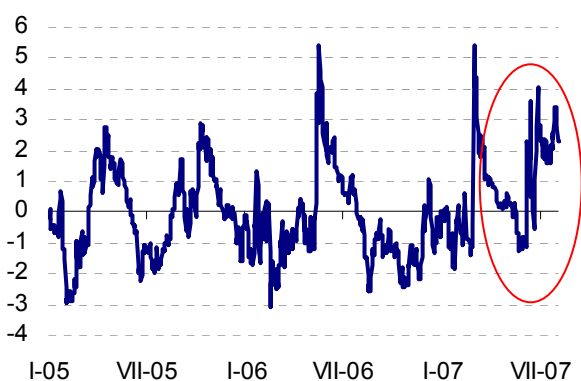
## Korekce pod vlivem USA

Výnosy klesly z lokálních minim pod vlivem vývoje v USA. Střed a dlouhý konec výnosové křivky by měly být podstatným způsobem ovlivňovány vývojem ve Spojených státech i v měsíčním horizontu. Pro krátký konec bude podstatné, kam až trh bude vidět stoupat evropské sazby. Střednědobě bude rozhodující zdraví evropských ekonomik: silné Německo využívající svého exportního potenciálu, bude závislé především na udržení celosvětového boomu (rizikem je slabost šířící se z USA), zbytek Evropy by měl kombinovat export se silnější domácí poptávkou. Vývoj domácí poptávky stále zůstává nejasný, přes velmi pozitivní situaci na trhu práce zatím nedochází k tak zřetelnému oživení, jaké očekává ECB. Pokud by se neklid na finančních trzích přenesl do globalizované reálné ekonomiky, mohlo by to udusit jakékoliv naděje, že evropští spotřebitelé konečně otevřou peněženky. Zůstáváme konzervativní, podle nás by měla zvítězit opatrnost a ECB by se měla se zvyšování sazeb přinejmenším na delší dobu zastavit na 4,25%.

## Region v globálu

Vývoj finančních trhů je letos jako na houpačce. Hlavním zdrojem volatility je zejména nejistota ohledně dalšího vývoje americké ekonomiky. Od začátku roku jsme si zažili období pesimismu, kdy se potichoučku mluvilo o hrozbě recese, ale i týdny přehnaného optimismu, kdy trh začal spekulovat o možnosti dalšího zvýšení amerických sazeb. Nejnověji se strašákem stal americký hypoteční trh (více viz. sekce o hlavních trzích). Začali se šířit obavy, že problémy s rizikovějšími úvěry by mohly mít širší dopad do americké ekonomiky. Akcie oslabovaly a kreditní spready se rozšiřovaly. Celkově se ochota investorů podstupovat riziko opětovně snížila. Obrázek níže je Vám možná známý z našich předešlých analýz. Zobrazuje vývoj indexu Westpac, který je možné použít jako přiblížení pro stav averze k riziku. Je na něm vidět, že za poslední dva měsíce došlo k jejímu zvýšení. tj. ochota investorů nastupovat do rizikových aktiv se snížila.

Averze k riziku (Westpac index)



A jaký má pokles rizikového apetitu vliv na aktiva regionu? Rizikové přírázky na dluhopisech vůči Eurozóně se v srovnání se začátkem měsíce rozšířily (Polsko o 20 bodů, Maďarsko o 25-30 bodů, ČR o 10-15 bodů). Jak jsem popsala už v mém nedávném Speciálu (plus viz tabulka níže), z měn nejvíce citlivě reaguje forint a zlotý, zatím co slovenská koruna je odolnější. Růst rizikové averze v druhé polovině července se sice projevil oslabením regionálních měn, rozsah ztrát však nebyl dramatický a z dlouhodobějšího hlediska jsou pořád silnější ve srovnání se začátkem června.

Procentní oslabení měn ke dni maxima růstu rizikové averze v srovnání s úrovní před 1 a 2 týdny

	CZK	HUF	PLN	SKK
2T	-0.5%	0.0%	-0.9%	-1.1%
1T	-0.6%	-0.5%	-0.8%	-0.8%
15.4.2005	30.1	247.7	4.15	39.1
2T	-0.2%	-1.1%	1.2%	-0.6%
1T	0.3%	0.2%	1.1%	0.0%
10.10.2005	29.5	250.5	3.88	38.8
2T	-0.5%	-2.3%	-4.3%	-1.0%
1T	-0.5%	-2.2%	-3.5%	-0.4%
17.5.2006	28.4	266.4	3.97	37.6
2T	-1.0%	-1.5%	-0.6%	-0.7%
1T	-0.8%	-2.1%	-1.0%	-0.8%
27.2.2007	28.4	257.2	3.93	34.6
2T	-0.9%	2.4%	1.1%	1.0%
1T	-0.5%	0.5%	-0.4%	-0.5%
26.6.2007	28.7	247.9	3.80	33.9
průměr				
2T	-0.6%	-0.5%	-0.7%	-0.5%
1T	-0.4%	-0.8%	-0.9%	-0.5%

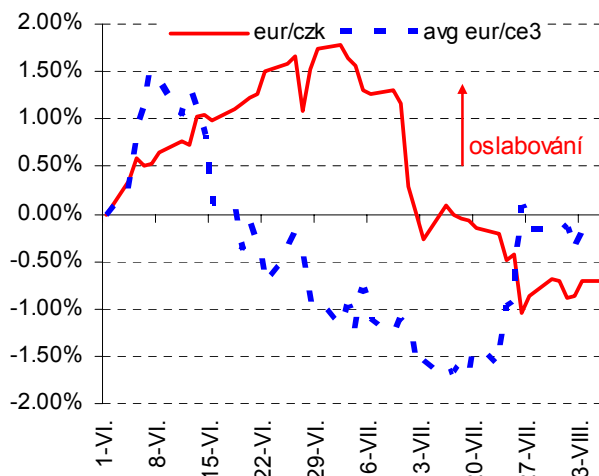
Zdroj: Bloomberg, ČS

pozn. záporná hodnota znamená oslabení

Tabulka sumarizuje vývoj měn středoevropského regionu v období, kdy růst rizikové averze kulminoval (konkrétně srovnává úroveň kurzu v okamžiku maxima Westpac indexu se situací před jedním a dvěma týdny).

Letos lze odpozorovat zajímavou propojenost mezi měnami regionu a českou korunou. V období kdy riziková averze stoupá, má česká koruna tendenci vykazovat nejmenší ztráty respektive dokonce posilovat. Naopak v čase posilování regionálních měn nejednou plave proti proudu. Toto pozorování podporuje tezi o existenci obchodů využívajících úrokový diferenciál financovaných z české koruny (tzv. carry trades). Při otevírání takovýchhle obchodů česká koruna jakožto financující měna oslabuje, když však investoři znervózni a pozice v regionu likvidují, vytvářejí naopak poptávku po české koruně, což vede k jejímu posilování.

Vývoj regionálních měn od začátku června



Pozn: kladná hodnota znamená oslabení měny v srovnání se začátkem června o dané procento, záporná naopak posílení. CE3 je průměr HUF, PLN a SKK.

I když v posledních dnech došlo k relativní stabilizaci situace, je podle našeho názoru předčasné tvrdit, že období zvýšené rizikové averze a volatility je už za námi. Stále totiž není jasná hloubka hypoteční krize v USA a rozsah nakažení finančního trhu a ani to, jestli a nakolik budou tímto problémem zasaženy evropské banky. Je proto možné, že budou přicházet zprávy o dalších trablech hedge fondů, nervozita opět vzroste a obnoví se „úprk za kvalitou“. Zkušenost posledních dvou let ukazuje, že se trhy obvykle po čase uklidní a měny středoevropského regionu se vrací ke svému střednědobému trendu. To však nemusí platit, pokud by se problémy USA ukázaly být rozsáhlejší (kdyby vedly k razantnímu ochlazení ekonomické aktivity v důsledku zasažení amerického spotřebitele nebo omezení prostoru bank pro poskytování úvěrů). Nicméně základní scénář jak nás, tak Erste Bank, je pořád „hladké přistání“ americké ekonomiky a pokles americké inflace, což bude dle našich očekávání motivovat FED ke snížení klíčových sazeb. Také ECB je už blízko vrcholu cyklu utahování měnové politiky. Tato konstelace obrátí pozornost investorů časem zpět na fundamenty regionu, které by měly obnovit trend posilování u všech čtyř měn.

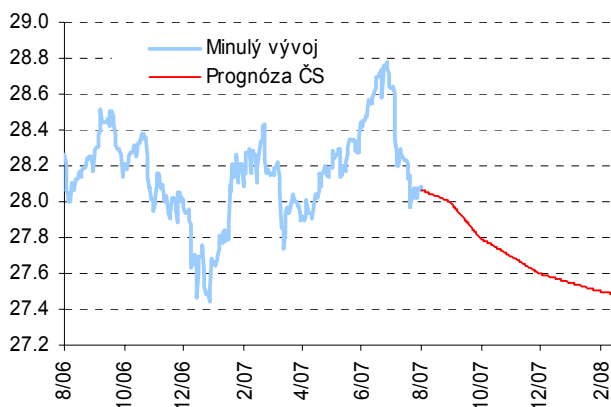
## Česká republika

David Navrátil, [dnavratil@csas.cz](mailto:dnavratil@csas.cz); Viktor Kotlán, [vkotlan@csas.cz](mailto:vkotlan@csas.cz); tel: 224 995 177

### CZK/EUR: pod 28.00 až v září

Kačka se pohodlně usadila v pásmu 28.00-28.30, technika mluví spíše pro oslabení, fundamenty pro posílení. Prolomení 28čky přijde nejspíš až po hiku 30.8., pro posílení koncem léta hovoří i tradiční sezónnost a vývoj obchodní bilance.

### EUR/CZK

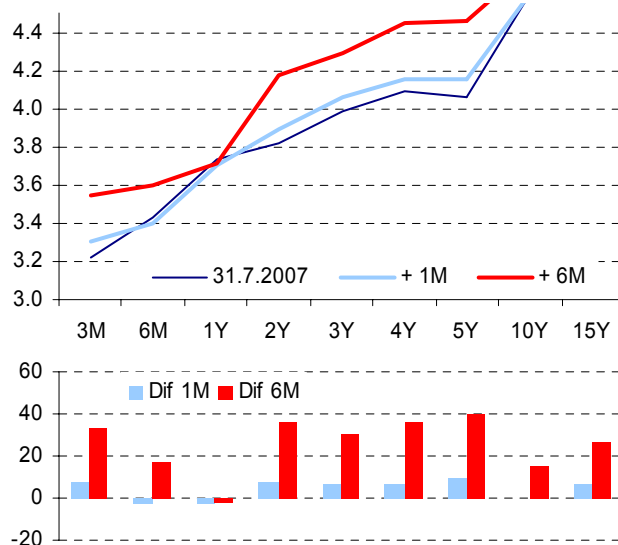


Do konce roku ale podle naší fungl-nové prognózy zůstává jen 40hal (27,60) a to je něco, co se může odehrát klidně během dvou dní. Každopádně držíme doporučení short EUR/CZK a na úrovních 28,20+ je vhodné dále nastupovat nebo hedgeovat budoucí EUR příjmy. Koncem 2008 totiž čekáme kurz kolem 26,50!

### ČNB brutálně jestřábí

Minutes z července, Zpráva o inflaci a seminář v ČNB – to vše nás zaskočilo svou přisností. Poslední jednání ČNB bylo evidentně o jediné otázce: 25 vs. 50. Vzhledem k tomu všemu čekáme nyní další zvýšení sazeb již koncem srpna (na 3,25%).

### CZ: výnosová křivka



### Nová makroprognóza

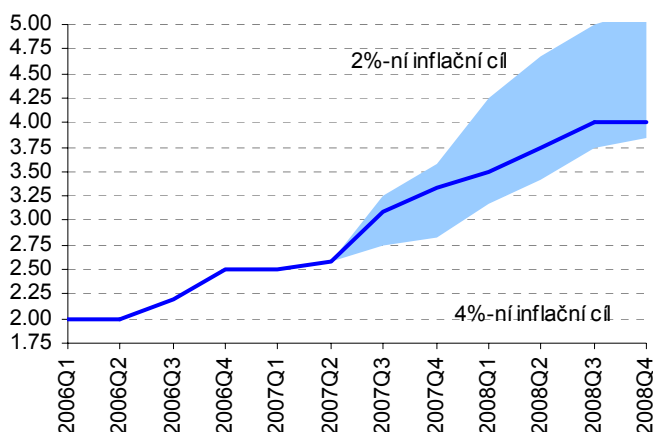
Zároveň jsme dokončili novou makroprognózu: silný růst, spotřeba bude hrát prim a inflace poroste (čísla viz tabulky na konci této Měsíční strategie). V základním scénáři předpokládáme realizaci reformů, což sníží růst spotřeby a ekonomiky v příštím roce ke 4% prostřednictvím snížení sociálních dávek a zvýšení snížené DPH, což více než vykompenzuje pozitivní efekt nižší daně z příjmů. Inflace na konci tohoto roku zrychlí na 3,9%, v příštím roce 4,9% (efekt zvýšení DPH zvýší inflaci o cca 0,8pb)

### Nový výhled na sazeby

Náš model, který vychází z prognózy inflace, poptávkových tlaků a modelového chování ČNB, ukazuje, že sazby by měly v letošním roce vzrůst na 3,50% a na 4,50% na konci příštího roku.

Tuto mechanickou trajektorii upravujeme směrem dolů (na 3,25% koncem 07, resp. 3,75% koncem 08). Důvodem je historická zkušenost, kdy kutahování měnových podmínek docházelo mnohem více prostřednictvím měnového kurzu než úrokových sazeb. Přitom trh má tendenci přestřelovat prognózu sazeb a naopak podhodnocovat prognózu posílení kurzu. Pro opatrnější scénář hovoří i riziko nechválení reformního balíku (bude projednáván ve Sněmovně tento měsíc), což by snížilo modelovou trajektorii sazeb o 25-50bb.

## Modelová prognóza sazeb a náš základní scénář repo sazby

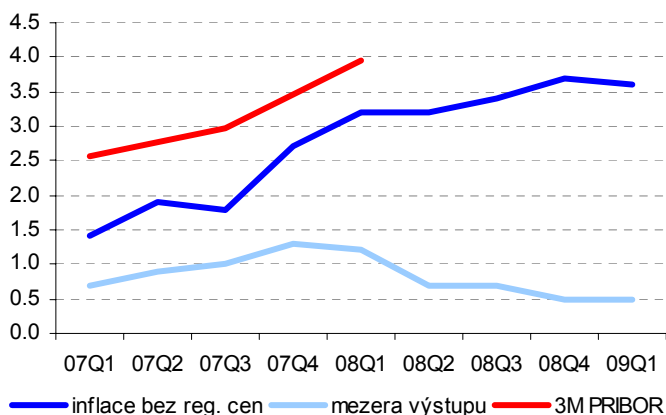


Zdroj: vlastní výpočty

## Prognóza ČNB versus ČS

Na základě zveřejněných čísel z prognózy ČNB (zveřejněné čísla nezapočítávají efekt reformem) a naší znalosti jejich modelu jsme vypočítali přibližnou trajektorii sazeb konzistentní s jejich prognózou, viz obrázek. Prognóza ukazuje na rychlý růst sazeb k neutrální sazbě již na začátku příštího roku a pak nad ní.

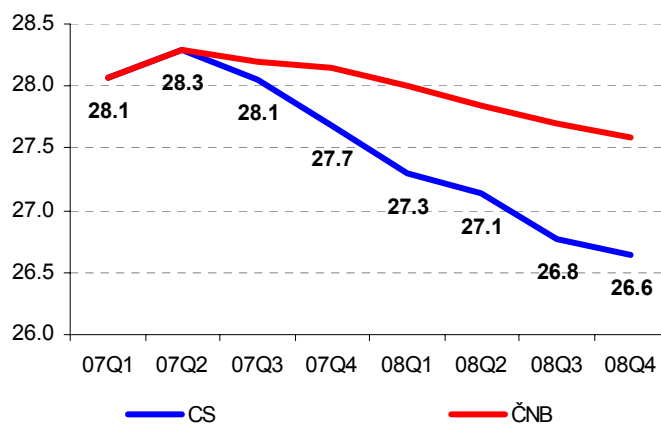
## Prognóza ČNB: inflace bez dopadů změn nepřímých daní, mezera výstupu a námi odhadnutá trajektorie sazeb konzistentní s prognózou ČNB



Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

- Námi očekávaný růst sazeb je pomalejší, než kolik ukazuje podle našeho odhadu prognóza ČNB. Důvodem je evergreen české měnové politiky – kurz koruny. Ze zveřejněných informací (Zpráva o inflaci a Setkání s analytiky) jsme odhadli kurz, na kterém je prognóza ČNB postavena a porovnáváme jej s naší prognózou.
- Po celé trajektorii prognózy očekáváme silnější kurz koruny, než předpokládá ČNB. Připomeňme Zlaté pravidlo českého centralního bankéře: kurz silnější o 3% oproti předpokladu si vyžaduje nižší sazby zhruba o 1pb.
- V případě naplnění naší prognózy kurzu by se trajektorie sazeb ČNB posunula dolů o 40bb pro 1Q08.

## Předpoklad kurzu



Zdroj: vlastní výpočty

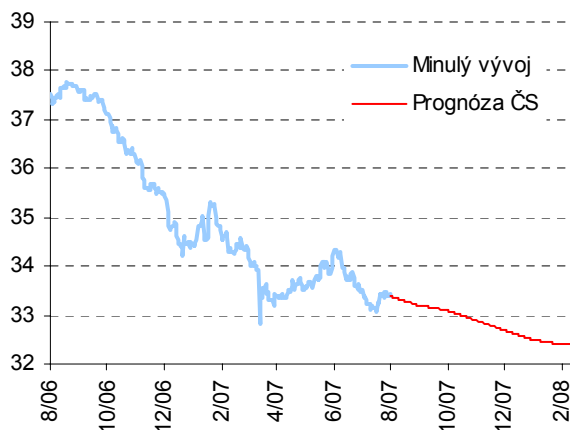
## Slovensko

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

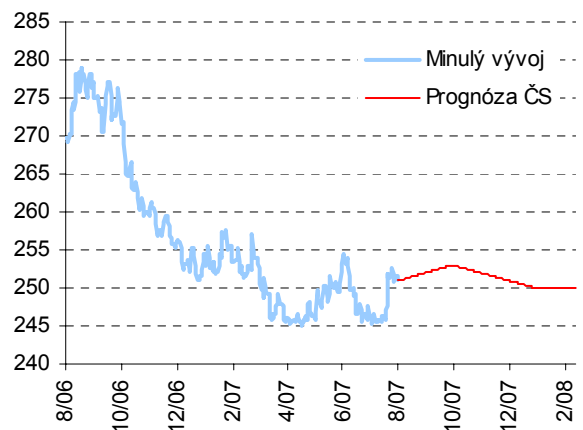
### Pozitivní fundament krátkodobě zastínil region

Klidné prázdninové vody na Slovensku viditelněji zčeřila v červenci jenom zpráva o zlepšení výhledu pro rating dlouhodobých závazků Slovenska v cizí měně na „pozitivní“ z předchozího „stabilní“ od agentury Fitch. Hlavním důvodem pro zlepšení výhledu bylo zejména očekávání o přijetí eura v roce 2009. Agentura se domnívá, že vstup do Eurozóny ještě není věc jistá, pravděpodobnost úspěšného završení integračních snah je však vyšší než scénář, že Slovensko se pro euro nekvalifikuje. Rizikem je především posuzování udržitelnosti plnění inflačního kritéria a také hodnocení stability kurzového vývoje (klausule „bez výrazného napětí“). Toto hodnocení se plně shoduje s naším názorem, pravděpodobnost úspěšného završení integračních snah Slovenska vidíme 80%. V případě pozitivního verdiktu od evropských institucí na jaře-létě 2008 lze předpokládat, že se zvýší i samotné ratingové hodnocení. Koruna na správu o ratingu reagovala vesměs pozitivně, proražením psychologicky důležité hladiny 33,1 SKK/EUR, přičemž krátce se dokonce dostala i pod 33,0. Tím po delší době pošádčila NBS, která reagovala verbální intervencí, zdůrazňující připravenost bojovat s nadměrnou volatilitou. Situaci však „zachránilo“ zhoršení sentimentu v regionu, které poslalo korunu zpět do slabšího teritoria. Na domácím příběhu se nic nemění a nadále vidíme korunu střednědobě posilující. Krátkodobě však může kurz z této dráhy vychýlit právě globální vývoj a nervozita ve světě.

EUR/SKK



EUR/HUF



Centrální banka trh nepřekvapila a klíčové sazby neupravila. Výraznější změny se nedočkala v rámci pravidelné čtvrtletní aktualizace ani předpověď ekonomického růstu a inflace (viz tabulka níže). Menší revize nastala u odhadu průměrné inflace na letošní rok, prognóza však pořád naznačuje pohodlné plnění maastrichtského inflačního kritéria. Rezerva by měla být dostatečná na to, aby obměkčila evropské instituce a zaručila i posouzení vývoje jako udržitelného. Navzdory relativně příznivému výhledu pro cenový vývoj však nečekáme uvolnění měnové politiky, spíše si myslíme, že NBS nechá sazby dokonvergovat k evropským a pak už bude sledovat rozhodnutí ECB. Existuje totiž řada inflačních rizik (vývoj cen energií, růst mezd, zvyšování spotřebních daní na cigarety), které si samotná NBS uvědomuje a vzhledem k nutnosti striktně plnit maastricht se jim bude snažit předejít. Potvrzuje to i rétorika členů bankovní rady. Peter Ševčovic kupříkladu po zasedání konstatoval, že měnová politika by měla zůstat velmi obezřetná.

### V srpnu se centrální banka seznámí s novou prognózou a měla by snížit klíčové sazby o 25 bodů

Centrální banka ponechala klíčové sazby v červenci beze změny. Doprovodné prohlášení naznačuje, že je pořád v režimu uvolňování měnové politiky, jelikož explicitně uvádí, že v budoucnu vidí prostor pro pokles klíčové sazby. Zatím však volí opatrnější přístup, jelikož nejistoty kolem domácích a zahraničních trendů jsou na její vkus pořád vysoké. Po tom, co se centrální bance podařilo svou komunikací v květnu a červnu trhy dokonale zmást, se teď snaží zdůrazňovat potřebu dívat se více na trendy v delším horizontu a méně na měsíční data, které mají jenom pomoci vyjasnit nejistoty kolem střednědobé prognózy. Z tohoto pohledu poskytne srpen dobrou příležitost na snížení sazeb, jelikož centrální banka bude mít po ruce novou kvartální Inflační prognózu, která by měla potvrdit, že v roce 2009 se inflace bude už opět pohybovat při střednědobém cíli. Výraznější nárůst v rizikové averzi a oslabení forintu by však ještě mohlo snížení sazeb odsunout na později. Do konce roku pořád čekáme pokles klíčové sazby na 7,0% (ze stávajících 7,75%).

### Nová kvartální prognóza NBS

(hodnoty dubnové prognózy jsou v závorkách)

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

Zdroj: NBS

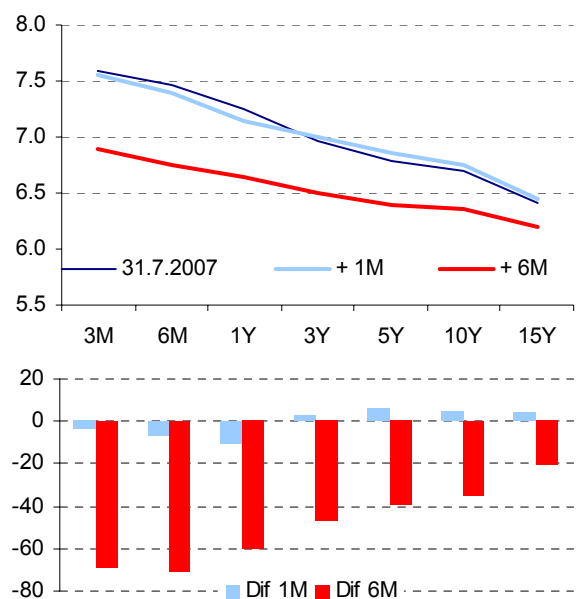
### Maďarsko

Mária Fehérová, tel: 224 995 232, [mfeherova@csas.cz](mailto:mfeherova@csas.cz)

### Maďarská aktiva citlivá na vývoj averze k riziku

Forint potvrdil svou pověst nejvíce citlivé měny v středoevropském regionu. V průběhu července pod tíhou zvýšené globální averze k riziku oslabil o 2,5%. Jeho zranitelnost plyne ze stávajícího stavu ekonomiky, který pořád činí investory opatrnými. Růst HDP bude letos slabý (jenom 2,5%), a to kvůli vládním opatřením spějícím ke konsolidaci rozpočtu, které jsou z dlouhodobého hlediska příznivou zprávou, krátkodobě ale přiškrtily domácí spotřebu a investice. Také deficit na běžném účtu je v současnosti pořád v regionálním srovnání vysoký a není krytý přílivem zahraničních investic, i když by mělo postupně docházet k jeho zužování s tím, jak se bude vylepšovat rozpočtová situace. Proto nevidíme prostor pro trvalejší posílení forintu a na konci roku očekáváme kurz kolem úrovně 250 HUF/EUR.

HU: výnosová křivka



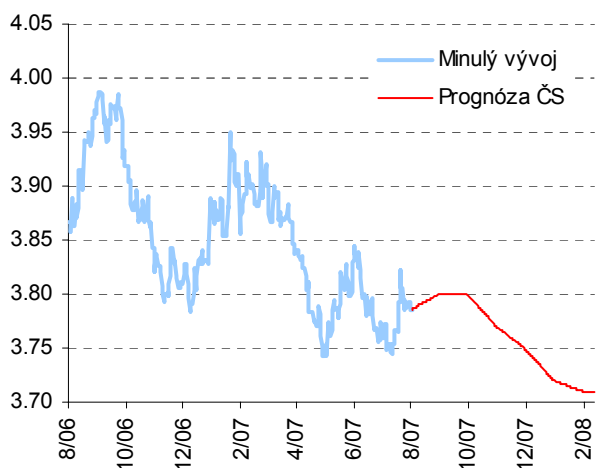
## Polsko

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

### Zlotý bude v srpnu zejména pod vlivem regionálního sentimentu, periferně bude sledovat i domácí politiku

Turbulence na hlavních trzích zasáhly i polskou měnu a dluhopisy, i když jejich ztráty nebyly až tak dramatické. Zlotý se přehoupnul přes hranici 3,80 PLN/EUR a dostal se až ke 3,82 PLN/EUR, do konce měsíce se však stihl uklidnit a vrátit pod ní zpět. Nadále věříme, že ekonomický vývoj ve střednědobém horizontu odůvodňuje posun zlotého na silnější úroveň. V krátkodobém horizontu však výhled zůstává vysoce závislý na dění ve světě. Zveřejněná domácí data by měla zlotý spíše podporovat – tempo růstu HDP se sice zpomalí, ale stále zůstane velice slušné (naš odhad: 6,2%), inflace kvůli efektu báze poklesne, průmyslová produkce urychlí. Volatilitu může zvýšit návrat poslanců z prázdnin (první zasedání parlamentu se koná 22. srpna). Politická krize se totiž vyhrcoje a riziko předčasných voleb roste (olej do ohně zdatně přilévá samotný premiér, když svými nominacemi na některé přední vládní posty rozhněval koaliční partnery). Domníváme se ale, že až hlasování v parlamentu o zákonech předkládaných vládou Právo a spravedlnost (PiS) reálně ukáže, jestli jde jenom opět o slovní válku, nebo jestli PiS skutečně ztratila podporu. Jelikož z předčasných voleb by vzhledem na stávající vývoj preferencí patrně vytěžily jenom opoziční strany, vidíme šance toho, že PiS nalezne řešení versus předčasné volby jako relativně vyrovnané. Pro polská aktiva představuje největší riziko alternativa, kdyby pokračoval politický pat a parlamentu se nepodařilo schválit klíčové zákony (kupříkladu reformu veřejných financí, která má pomoci pokrýt výpadek v příjmech v důsledku už schváleného snížení mzdových odvodů), což nicméně není našim základním scénářem.

EUR/PLN



### Centrální banka pořád v režimu zvyšování sazeb, křivka se vyrovná

Nová inflační prognóza centrální banky zůstala optimistická co se týče vyhlídek pro ekonomický růst (viz. tabulka níže). Inflační trajektorie však byla v souladu v našem očekáváním posunutá pro letošní a příští rok nahoru. Prognóza tak předpokládá, že při nezměněných sazbách se bude inflace v letech 2008-2009 pohybovat v horní polovině tolerančního pásma (2,5% +/- 1 procentní bod), což podle našeho názoru udrží bankovní radu v „hikovaci“ náladě, jelikož většina má tendenci vnímat pásmo spíše asymetricky.

### Nová kvartální prognóza NBP

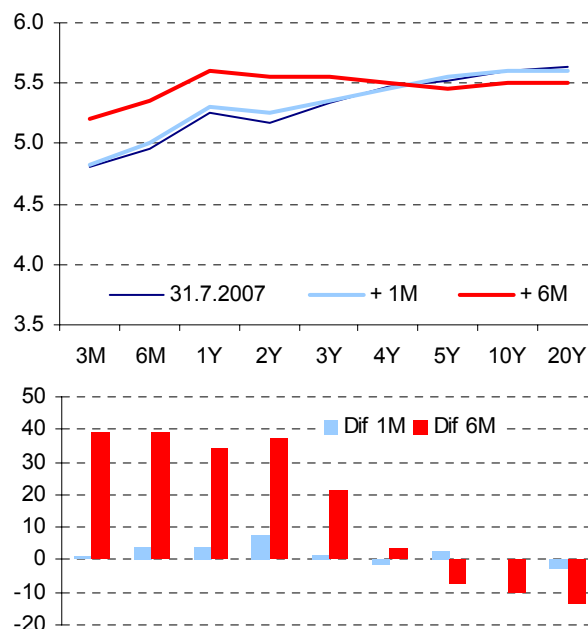
(hodnoty dubnové prognózy jsou v závorkách)

	2007	2008	2009
Růst HDP	6,5 (6,5)	5,5 (5,2)	5,6 (5,5)
Inflace	2,8 (2,0)	3,1 (2,7)	3,3 (3,4)

Zdroj: Reuters

V červenci však ještě zůstaly klíčové sazby beze změny (referenční sazba na 4,5%). Tón doprovodného komentáře byl nadále jestřábí, i když o něco méně než předešlý měsíc. Objevila se v něm totiž zmínka o tom, že ač riziko přestřelení inflačního cíle v střednědobém horizontu přetrvává, do určité míry se díky předešlému utážení měnové politiky snížilo. My si myslíme, že silná domácí poptávka, napjatý trh práce a další posilování kupní síly domácností (nižší odvody, slušný růst mezd a zaměstnanosti) představují v prostředí kladné produkční mezery signifikantní riziko pro inflaci. Proto předpokládáme, že centrální banka letos zvýší sazby ještě o dalších 50 bodů, aby je tak dostala poblíž neutrální úrovně na 5,0% a cyklus utahování měnové politiky bude vrcholit na přelomu roků 2008/2009 při úrovni 5,75%. Co se týče načasování dalšího pohybu, v úvahu připadá srpen-září, přičemž my se na rozdíl od trhu přikláníme více k září. Důvodem je na jedné straně stále relativně umírněná rétorika členů bankovní rady (která se ale ještě po datech zveřejněných tehle měsíc může změnit) a na druhé straně skutečnost, že důležitý vstup pro rozhodování – data o HDP za druhý kvartál – bude oficiálně znám až v den zasedání centrální banky. Přední část křivky by měla následujících šest měsíců ruku v ruce s utahováním měnové politiky postupně růst, zatímco u delšího konce to vidíme na mírný pokles resp. stagnaci (příznivý vývoj rozpočtu, nezměněné dlouhodobé vyhlídky ekonomiky). Nadále tak věříme na postupné vyrovnávání křivky.

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	5.4	4.0
Spotřeba domácností	(meziroční růst v %)	2.9	2.4	4.4	6.9	2.7
Investice	(meziroční růst v %)	4.0	2.2	7.6	4.7	7.6
Nominální mdy	(meziroční růst v %)	6.7	5.3	6.4	7.1	7.1
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)	2.4	4.0	6.4	7.3	3.0
Průmyslová výroba	(meziroční růst v %)	9.6	6.6	10.0	10.6	7.7
CPI	(mez. růst v % na konci roku)	2.8	1.9	2.5	2.7	5.1
Nezaměstnanost*	(%)	9.4	8.9	8.1	6.8	6.7
Obchodní bilance	(% z HDP)	-0.9	1.3	1.4	2.0	2.0
Přímé zahraniční investice	(mld. USD)	3.9	11.6	4.7	7.0	15.2
Běžný účet	(% z HDP)	-5.9	-2.5	-3.0	-3.5	-3.7
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	3.25	3.75
Krátkodobé úrokové sazby	(3M, průměr)	2.4	2.0	2.3	3.0	3.7
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	20.7	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	27.0
CZK / EUR	(konec roku)	31.0	29.0	27.5	27.6	26.6

\* 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 sporiteľňa

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	-1.9	-1.7	-1.3
Eurozóna	-2.5	-1.6	-1.0	-0.8
Slovensko	-2.8	-3.4	-2.9	-2.9
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	3.00	30.8.2007	25	-	+25 / VII-07	-
USA	5.25	18.9.2007	0	0	+25 / VI-06	-25 / X-07
Eurozóna	4.00	6.9.2007	+25	+25	+25 / VI-7	-
Slovensko	4.25	28.8.2007	0	0	-25 / IV-7	-
Maďarsko	7.75	27.8.2007	-25	-25	-25 / VI-7	-
Polsko	4.50	29.8.2007	0	+25	+25 / VI-7	+25 / IX-07

## Kalendář makro dat

	období	datum	čas zveřejnění	Prognóza ČS/ERStE*	minulá hodnota
<b>Česká republika</b>					
Nezaměstnanost	7/2007	8.8.	9:00	<b>6.5%</b>	6.3%
CPI (meziročně)	7/2007	8.8.	9:00	<b>2.6%</b>	2.5%
Průmyslová výroba (meziročně)	6/2007	13.8.	9:00	<b>7.5%</b>	7.5%
Běžný účet	6/2007	13.8.	10:00	<b>-20,00 mld.</b>	<b>-5,35 mld</b>
PPI (meziročně)	7/2007	14.8.	9:00	<b>4.4%</b>	4.6%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	6/2007	17.8.	9:00	<b>6.5%</b>	7.0%
<b>USA</b>					
Obchodní bilance	6/2007	14.8.	14:30	<b>-61,0mld.USD</b>	- 60,00mld. USD
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	7/2007	13.8.	14:30	<b>0.2%</b>	-0.9%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	7/2007	15.8.	15:15	<b>0.3%</b>	0.5%
Využití průmyslových kapacit	7/2007	15.8.	15:15	<b>81.8%</b>	81.7%
PPI (meziměsíčně)	7/2007	14.8.	14:30	<b>0.1%</b>	-0.2%
CPI (meziměsíčně)	7/2007	15.8.	14:30	<b>0.2%</b>	0.2%
Předstihové indikátory	7/2007	20.8.	16:00		-0.3%
Philadelphia Fed	8/2007	16.8.	18.00	<b>8.8</b>	<b>9.2</b>
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	7/2007	24.8.	14:30		1.4%
Prodeje nových domů	7/2007	24.8.	16:00		834 tis.
Prodeje existujících domů	7/2007	27.8.	16:00		5,75 mil.
Osobní příjmy	7/2007	31.8.	14:30		0.4%
Osobní výdaje	7/2007	31.8.	14:30		0.1%
Spotřebitelská důvěra	8/2007	28.8.	16:00		112.6
<b>EU</b>					
CPI ( meziročně)	7/2007	16.8.	11:00		1.8%
HDP ( meziročně)	2Q A	14.8.	11:00		3.10%
ZEW	8/2007	21.8.	11:00		7,2
GE: IFO	8/2007	28.8.	10:00		106,4
EMU: M3 (meziročně)	7/2007	28.8.	10:00		10.90%
<b>Slovensko</b>					
CPI (meziročně)	7/2007	10.8.	9:00	<b>2.4%</b>	2.5%
Jádrová inflace (meziročně)	7/2007	10.8.	9:00	<b>2.5%</b>	2.5%
Obchodní bilance	6/2007	10.8.	9:00	<b>-1,0 mld. SKK</b>	-3,5 mld. SKK
PPI (meziročně)	7/2007	28.8.	9:00	<b>15.6%</b>	1.3%
<b>Maďarsko</b>					
CPI (meziročně)	7/2007	14.8.	9:00	<b>8.3%</b>	8.6%
PPI (meziročně)	7/2007	30.8.	9:00	<b>-3.0%</b>	-2.0%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	6/2007	24.8.	9:00	<b>-1.6%</b>	-2.8%
<b>Polsko</b>					
CPI (meziročně)	7/2007	14.8.	14:00	<b>2.3%</b>	2.6%
Průmyslová výroba (meziročně)	7/2007	20.8.	14:00	<b>10.1%</b>	5.6%
HDP ( meziročně)	2Q	29.8.+ 1.9.		<b>6.2%</b>	7.4%

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

## KONTAKTY

[HTTP://WWW.CSAS.CZ/ANALYZA](http://www.csas.cz/analiza)

<b>Odbor Ekonomické a strategické analýzy</b> Ředitel odboru, investiční strategie	<b>Viktor Kotlán</b>	+420/224 995 217	<a href="mailto:vkotlan@csas.cz">vkotlan@csas.cz</a>
Makro tým (Střední Evropa)	Mária Fehérová	+420/224 995 232	<a href="mailto:mfeherova@csas.cz">mfeherova@csas.cz</a>
Makro tým (ČR)	Martin Lobotka	+420/224 995 192	<a href="mailto:mlobotka@csas.cz">mlobotka@csas.cz</a>
Makro tým (USA, EMU)	Luboš Mokráš	+420/224 995 456	<a href="mailto:lmokras@csas.cz">lmokras@csas.cz</a>
Makro tým (ČR), team-leader	David Navrátil	+420/224 995 439	<a href="mailto:dnavratil@csas.cz">dnavratil@csas.cz</a>
Akciový tým (CEE Real Estate)	Petr Bártek	+420/224 995 227	<a href="mailto:pbartek@csas.cz">pbartek@csas.cz</a>
Akciový tým (svět)	Ján Hájek	+420/224 995 324	<a href="mailto:janhajek@csas.cz">janhajek@csas.cz</a>
Akciový tým (ČR)	Radim Kramule	+420/224 995 213	<a href="mailto:rkramule@csas.cz">rkramule@csas.cz</a>
Akciový tým (ČR, CEE Media), team-leader	Jakub Židoň	+420/224 995 340	<a href="mailto:zidon@csas.cz">zidon@csas.cz</a>
<b>Úsek Finanční trhy – prodej a obchodování</b> Ředitel úseku	<b>Petr Witowski</b>	+420/224 995 800	<a href="mailto:pwitowski@csas.cz">pwitowski@csas.cz</a>
	<b>Robert Novotný</b>	+420/224 995 148	<a href="mailto:rnovotny@csas.cz">rnovotny@csas.cz</a>
<b>Odbor Obchody treasury – ředitel odboru</b>	<b>Libor Vošický</b>	+420/224 995 592	<a href="mailto:lvosicky@csas.cz">lvosicky@csas.cz</a>
<b>Odbor Obchody na kapitálových trzích – ředitel odboru</b>	<b>Pavel Krivonožka</b>	+420/224 995 565	<a href="mailto:pkrivonozka@csas.cz">pkrivonozka@csas.cz</a>
<b>Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty – ředitel odboru</b>	<b>Daniel Drahotský</b>	+420/224 995 178	<a href="mailto:ddrahotsky@csas.cz">ddrahotsky@csas.cz</a>
<b>Odbor Proprietary trading</b>	Dušan Vaškovic	+420/224 995 417	<a href="mailto:dvaskovic@csas.cz">dvaskovic@csas.cz</a>
<b>Úsek Investiční bankovnictví</b> Ředitel úseku	<b>Jan Brabec</b>	+420/224 995 816	<a href="mailto:jbrabec@csas.cz">jbrabec@csas.cz</a>
	<b>Jiří Hrbáček</b>	+420/224 995 836	<a href="mailto:jhrbacek@csas.cz">jhrbacek@csas.cz</a>
<b>Odbor Primární emise</b>	Alice Racková	+420/224 995 197	<a href="mailto:arackova@csas.cz">arackova@csas.cz</a>
<b>Odbor Finanční instituce – ředitel odboru</b>	Jana Daňková	+420/224 995 128	<a href="mailto:jandankova@csas.cz">jandankova@csas.cz</a>
<b>Odbor Obchodování a distribuce aktiv – ředitel odboru</b>	<b>Jan Brabec</b>	+420/224 995 816	<a href="mailto:jbrabec@csas.cz">jbrabec@csas.cz</a>
<b>Erste Bank Vídeň – Global Macro &amp; CEE Equity</b>	<b>Friedrich Mostböck</b>	+43 501 00 119 02	<a href="mailto:friedrich.mostboeck@erstebank.at">friedrich.mostboeck@erstebank.at</a>
Head of Group Research	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	<a href="mailto:henning.esskuchen@erstebank.at">henning.esskuchen@erstebank.at</a>
Co-Head of CEE Equities	Guenther Artner, CFA	+43 501 00 115 23	<a href="mailto:guenther.artner@erstebank.at">guenther.artner@erstebank.at</a>
Co-Head of CEE Equities			
akcie – sektor ropa, plyn	Gunter Hohberger	+43 501 00 173 54	<a href="mailto:gunter.hohberger@erstebank.at">gunter.hohberger@erstebank.at</a>
akcie – sektor bankovnictví	Gernot Jany	+43 501 00 119 03	<a href="mailto:gernot.jany@erstebank.at">gernot.jany@erstebank.at</a>
akcie – sektor bankovnictví	Vera Sutedja, CFA	+43 501 00 119 05	<a href="mailto:vera.sutedja@erstebank.com">vera.sutedja@erstebank.com</a>
akcie – sektor telekomunikace	Vladimíra Urbánková	+420 224 995 940	<a href="mailto:urbankovav@ersteinet.cz">urbankovav@ersteinet.cz</a>
akcie – sektor farmacie	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	<a href="mailto:daniel.lion@erstebank.at">daniel.lion@erstebank.at</a>
akcie – sektor IT	Gerald Walek, CFA	+43 501 00 163 60	<a href="mailto:gerald.walek@erstebank.at">gerald.walek@erstebank.at</a>
akcie – sektor strojírenství	Christoph Schultes	+43 501 00 163 14	<a href="mailto:christoph.schultes@erstebank.at">christoph.schultes@erstebank.at</a>
akcie – sektor pojišťovnictví			
<b>Brokerjet</b>	On-line obchodování s CP	+420 222 004 444	<a href="http://www.brokerjet.cz">www.brokerjet.cz</a>