

Měsíční strategie – dluhopisy a měny

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

září 2007

Instrument	Úroveň z 31.8.2007	Prognóza 1 měsíc	Prognóza 6 měsíců	
ČESKÁ REPUBLIKA				
CZK/EUR	27,7	→ 27,8	↗ 27,4	Jsme nadále bullish na korunu, nicméně v krátkém horizontu očekáváme spíše stabilitu či mírný tlak na oslabení koruny. ČNB zůstává naladěna v jestřábím módu, ačkoliv identifikuje rostoucí počet rizik své prognózy ve směru nižších sazeb. My na konci 2008 čekáme 2,75%, další hike na začátku příštího roku, ale kurz možná dovolí hike ještě dříve. Očekáváme pomalejší uzavírání 10Y CZ/EU spreadu díky hypokrizi a sezónně nižší domácí poptávce po dluhopisech a celkově pak zplošťování křivky díky rychlejšímu růstu krátkého konce.
3M Pribor	3,41	→ 3,40	↗ 3,55	
2Y	3,83	↗ 3,88	↑ 4,15	
10Y	4,65	→ 4,65	↗ 4,80	
USA				
USD/EUR	1,36	↑ 1,33	→ 1,35	Nejvýznamnějším zdrojem impulsů pro trh bude nadále situace kolem subprime hypoték a s ní související turbulence na světových peněžních trzích. Hodně bude záviset na schopnosti Fedu uklidnit situaci – dá se předpokládat, že přistoupí ke snížení sazeb na zasedání FOMC 18.9. Reálná ekonomika zatím krizí příliš netrpí. Pokud by se však začaly zřetelněji projevovat příznaky ochabování reálné aktivity, trh by začal počítat s výraznějším uvolněním měnové politiky.
3M Libor	5,62	↓ 5,30	↓ 4,70	
2Y	4,13	→ 4,20	→ 4,25	
10Y	4,53	↗ 4,60	→ 4,60	
EUROZÓNA				
3M Euribor	4,74	↓ 4,50	↓ 4,35	Turbulence na finančních trzích přinutily ECB ustoupit od naznačeného zvýšení sazeb. Otázkou je na jak dlouho. Vystoupení J-C. Tricheta na tiskovce po skončení zasedání bankovní rady naznačuje, že ECB bude trpělivá a nebude tlačit na pilu. Pokud se peněžní trh zotaví rychle, je další růst sazeb v horizontu několika měsíců pravděpodobný (podle nás listopad).
2Y	4,01	↗ 4,10	↗ 4,33	
10Y	4,24	↑ 4,40	↑ 4,70	
SLOVENSKO				
SKK/EUR	33,69	↗ 33,38	↗ 32,35	Domníváme se, že až prach hypokrizy usedne, investoři si opět všimnou pozitivních slovenských fundamentů. Pro korunu je klíčová víra investorů v úspěšné přijetí eura v plánovaném termínu (leden 2009). Jakékoliv pochybnosti by vedly k oslabení koruny. Centrální banka vzhledem k relativně silné domácí poptávce a dalším inflačním rizikům už nebude chtít riskovat nesplnění maastrichtu a nepřistoupí ke snížení sazeb, spíše je nechá dokonvergovat k úrovni Eurozóny.
3M Bribor	4,34	→ 4,34	→ 4,33	
MAĎARSKO				
HUF/EUR	256,1	→ 256,0	↗ 249,0	Jednou z hlavních směrůvek pro trasu maďarských aktiv je vývoj averze k riziku. Stále totiž patří v regionu k nejvíce citlivým. Centrální banka vzhledem ke zranitelnosti forintu a vysokému podílu FX hypoték bere požadovanou rizikovou prémii jako důležitý vstup při rozhodování o sazbách. Proto i když střednědobý výhled inflace uvolnění měnové politiky povoluje, dojde k němu až tehdy, když selepší sentiment vůči regionu a Maďarsku. Do konce roku čekáme snížení sazeb o 75 bodů, rizika jsou vychýlená směrem k méně výraznému pohybu. Pokles kratšího konce křivky by měl být výraznější než na delších splatnostech.
3M Bubor	7,73	↘ 7,65	↓ 6,90	
3Y	7,14	↘ 7,05	↓ 6,55	
10Y	6,75	→ 6,70	↘ 6,30	
POLSKO				
PLN/EUR	3,82	↗ 3,80	↗ 3,71	Kromě globálu bude pro polský trh klíčový vývoj v politice. Vyšší politická nejistota udrží krátkodobě polské aktiva volatilní. Favorit předčasných voleb (v termínu naší uzavěrky ještě hlasování o volbách neproběhlo) není jasný, průzkumy jsou smíšené. Trhy můžou citlivě vnímat schválení populistických zákonů, které znamenají zvýšenou zátěž pro rozpočet. Pokud je schválen i horná komora, znamenají riziko ve směru vyšších výnosů a slabšího zlatého (naše stávající předpověď střednědobého posilování zlatého vychází z dobré kondice ekonomiky a dodržování fiskální disciplíny). Do konce roku čekáme minimálně jedno zvýšení sazeb na 5,00%, pokud by se vláda moc rozšoupla ve výdavcích, může být i více.
3M Wibor	5,03	→ 5,05	↑ 5,28	
2Y	5,33	→ 5,35	↑ 5,64	
10Y	5,79	↘ 5,75	↘ 5,70	

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 1,37, jeho dno čekáme na 1,40 – držet pozici/postupně vybírat profit

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

#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 vč. carry (%)	P/L v p.a. vč. carry (%)	cílová hodnota	cílový P/L v flat (%)
25	short USDEUR	09.01.07	31.9.07	USD 9M libor EUR 9M libor	1,3000	1,3689	5,30	4,61	7,0	1,4000	6,7
30	short EUR/SKK	04.04.07	29.03.08	12M MM EUR/SKK	3,74	33,73	1,60 -0,75	-0,94	-2,17	-	3,83
32	long US IRS 10let	08.06.07	8.12.2007	USD 10Y IRS	5,78	5,16	62bp.			4,80	98,5 bp.

Uzavřená doporučení

#31 – ačkoliv jsme nadále dlouhodobě bullish na CZK, vybíráme zisk 2,4% (9,7% pa). Po prudkém posílení očekáváme uklidnění situace a sezónní analýza ukazuje, že koruna má v září/říjnu tendence stagnovat/mírně oslabovat. Další vlnu posílení očekáváme na konci roku.

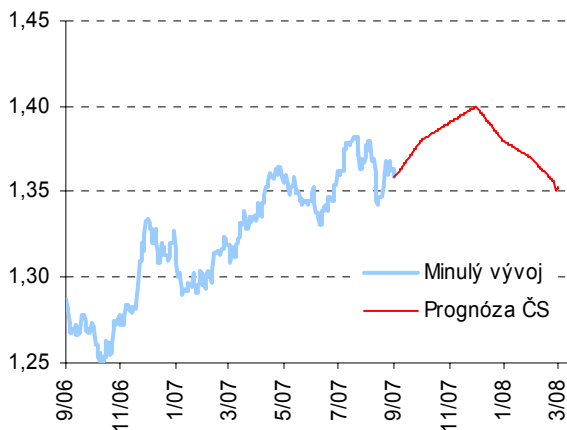
#	doporučení	otevření pozice	uzavření pozice	instrumenty	vstupní hodnota	uzavírací hodnota	flat P/L jednotlivě (%)	celkem vč. financ (%)	P/L v p.a. vč. financ (%)
31	short EUR/CZK	06.06.07	07.09.07	12M MM EUR/CZK	3,21	28,40	0,82	2,73	9,74

USA

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

Srpen přinesl zhoršení problémů na finančních trzích

Problémy asset manažerů se strukturovanými aktivy se v srpnu přenesly z USA do zbytku světa. Skutečná krize začala oznámením banky BNP Paribas, že dočasně přestává kotovat tři své fondy. Vyhrotily se především problémy s dostupností likvidity na peněžních trzích, na což centrální banky reagovaly dodáváním likvidity na trh. Problémy se dále vyostřily kvůli potížím největšího poskytovatele hypoték v USA Countrywide. Fed byl nucen snížit diskontní sazbu, aby uvolnil zablokovaný peněžní trh. Tento krok situaci částečně uklidnil, ale považovat krizi za definitivně skončenou je zatím předčasné.



Fed bude snižovat sazby – o kolik?

Trh je momentálně hodně naladěný na podstatný pokles úrokových sazeb (až o 1% do konce roku), analytici jsou

opatrnější (1-3 snížení, dohromady až o 0,75%) a neopatrnější je podle všeho Fed, který jednak nechce připustit morální hazard (tj. podporu nezodpovědných a neopatrných investorů) a jednak nechce riskovat růst střednědobých inflačních rizik. My jsme také spíše opatrní, do konce roku čekáme jedno až dvě snížení sazeb. Pokud se však projeví zřetelné příznaky vlivu krize na finančních trzích na reálnou ekonomiku bude Fed reagovat rychle a sazby můžou skutečně klesat na nižší úroveň. Alternativa zázračného vyřešení problémů a tím pádem sazeb beze změny nebo dokonce vyšších je momentálně nepravděpodobná.

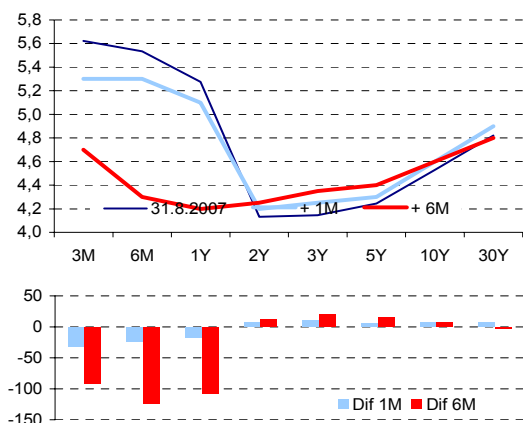
Dluhopisy budou citlivě reagovat na vývoj na peněžním trhu a v reálné ekonomice.

Výnosová křivka by v případě realizace našeho preferovaného scénáře (postupné uklidňování situace na peněžním trhu, jen mírný pokles sazeb, relativně omezený vliv krize na reálnou ekonomiku) bude postupně mírně růst, výraznější může být růst v šestiměsíčním horizontu. Naše prognóza je však i ve střednědobém horizontu spíše opatrná a počítá pouze s mírným růstem výnosů. Alternativou je zhoršování problémů, podstatné zpomalení ekonomiky až recese a další podstatný pokles výnosů podél celé výnosové křivky.

Dolar by měl ještě krátkodobě poněkud oslabit, střednědobě by se měl držet poblíž současných úrovní

Pro dolar nadále platí scénář dalšího oslabení. Problémy s americkými rizikovými hypotékami sice paradoxně dolaru pomohly (efekt stahování likvidity), podle našeho názoru však jde jen o dočasný jev, a jak v situaci postupného uklidňování finančních trhů, tak v situaci dalšího zhoršování problémů by měl dolar oslabovat. Zhoršení problémů by mělo přinést výraznější oslabení dolaru. Naši kolegové, kteří revidují prognózu USD vidí riziko v posunu obrat trendu z konce letošního roku hlouběji do roku příštího.

US: výnosová křivka



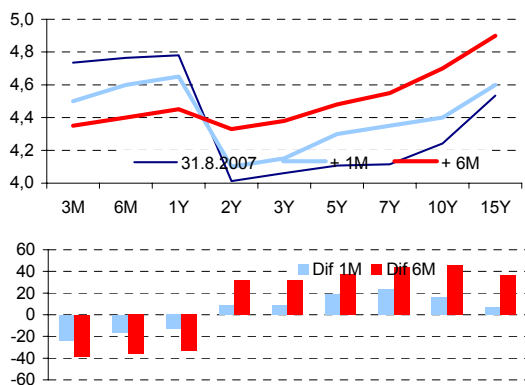
EMU

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

ECB bere zřetel na problémy finančního trhu.

ECB byla přinucena vyhocením situace na peněžním trhu reagovat: nejprve masivně dodávala likviditu, aby zabránila zdrhnutí peněžního trhu (podle J-C. Tricheta má ECB dvě priority: funkčnost peněžního trhu a zachování protiinflační kredibility), poté splnila změněná očekávání trhu a ustoupila od zvýšení úrokových sazeb. Dá se předpokládat, že zvýšená opatrnost ECB nějakou dobu vydrží, proto předpokládáme, že ke zvýšení sazeb dojde až v listopadu. Situace je samozřejmě nadále velmi nejistá, bude velmi záležet na vývoji jak na peněžním trhu tak v reálné ekonomice. Náš scénář růstu sazeb v listopadu předpokládá poměrně rychlý konec krize a malý dopad na reálnou ekonomiku.

EMU: výnosová křivka



Korekce pod vlivem USA

Dluhopisy budou v následujícím měsíci odrážet názor trhu na vývoj krize a její dopad na reálnou ekonomiku. Dá se proto předpokládat trvání zvýšení volatility a spíše nižší výnosy státních dluhopisů ovlivněné zvýšenou opatrností. Zřetelné příznaky ustupování krize by měly tlačit výnosy nahoru. Vliv obchodování v USA by měl být v následujícím měsíci silný, především pokud by se situace zhoršovala a začala negativně ovlivňovat reálnou ekonomiku.

V horizontu šesti měsíců náš základní scénář vede k návratu výnosové křivky na hodnoty před začátkem krize. Alternativou je delší trvání krize a větší nebo menší ovlivnění reálné ekonomiky, což by vedlo k delšímu období nižších výnosů a v případě vážných problémů k jejich dalšímu poklesu.

Region v globálu

Mária Hermanová (Fehérová), tel 224 995 232,

MHermanova@csas.cz

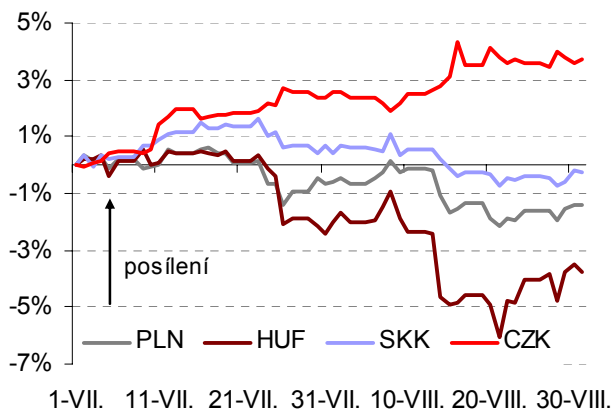
Region pořád pod silným vlivem dění ve světě

Situace na globálních finančních trzích zůstala i v průběhu srpna velice napjatá a sentiment vůči regionu jako celku byl nadále nepříznivý. Prvotním důvodem je hypoteční krize v USA, která se za poslední měsíc projevila i v problémech bank mimo Ameriku, které držely pozice nejen v rizikových amerických hypotékách, ale i v dalších finančních derivátech, jejichž ceny padaly. Vývoj vedl k vyschnutí likvidity na mezibankovním trhu (více viz sekce hlavních trhů). Více viz náš speciál, který naleznete na našich stránkách: http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/Special_2007_08_30.pdf

Cesta od těchto událostí k oslabení měn a dluhopisů našeho regionu mohla vést přes dva kanály: (i) jednak se zvýšila opatrnost investorů (snížila ochota podstupovat riziko) a tím pádem rostla i požadovaná riziková prémie, (ii) na druhé straně je možné, že hráči, kteří utrpěli ztráty v důsledku oslabení kreditních trhů a hypotečních problémů, se snažili získat prostředky přes vybírání zisků na pozicích, kde zaznamenali zisk a které jsou likvidní (naš region).

U měn pokračoval vzorec chování typický pro poslední měsíce: kým zbytek regionu ztrácel, česká koruna posilovala. To svědčí o pokračování likvidace obchodů využívajících úrokový diferenciel financovaných z české koruny. Zatím co pro zlotý a slovenskou korunu byl srpen horší měsíc než červenec, u forntu se tempo oslabování v srovnání s předešlým měsícem zpomalilo.

Vývoj měn regionu od počátku července



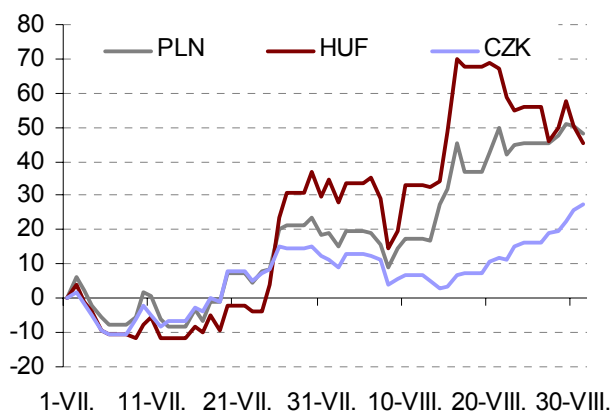
Pozn.: kladná hodnota znamená posílení o dané procento
Zdroj: Bloomberg, ČS

Turbulence na hlavních trzích škodily i dluhopisům, na kterých došlo k dalšímu rozšíření požadované rizikové prémie vůči dluhopisům Eurozóny. Tento vývoj neobešel ani české cenné papíry, i když v regionálním srovnání bylo rozšíření přírážky přece jenom nejméně výrazné.

V žebříčku faktorů ovlivňujících středoevropský region bude i v průběhu nejbližšího měsíce hrát prim zejména dění ve světě. Lokální fundamenty a události jsou v hledáčku investorů až druhé v pořadí a pozitivní zprávy mohou něco ovlivnit jenom v případě, že se averze k riziku sníží anebo alespoň stabilizuje. Je pravda, že v posledních dnech se situace poněkud uklidnila. V následujícím měsíci však podle našeho názoru nelze vyloučit další prohloubení korekce. Stále totiž není známá hloubka problémů amerického hypotečního trhu, jak krize zasáhla evropské banky a jestli bude mít vliv i na reálnou ekonomiku USA a Eurozóny. Hodně bude záviset i na reakci hlavních centrálních bank. Případné snížení klíčové sazby ze strany

FEDu tenhle měsíc by mohlo vést k stabilizaci situace a pomocí regionu střední Evropy. Naše stávající předpovědi vývoje měn a dluhopisů vycházejí z předpokladu, že dopady do reálných ekonomik nebudou v konečném důsledku dramatické a zpomalení ekonomické aktivity z titulu hypotečních problémů bude jenom mírné. Pokud by to neplatilo, riziko pro měny regionu (s výjimkou české koruny) je ve směru slabších úrovní. Na výnosy dluhopisů by působily dva protichůdné vlivy – v případě výrazného propadu ekonomické aktivity ve světě by se zpomalilo i tempo růstu HDP v regionu, na druhé straně by investoři požadovali vyšší rizikovou prémii. Proto by jsme čekali jenom mírný růst výnosů v srovnání s naším stávajícím základním scénářem.

Změna rizikové přírážky na dluhopisech vůči Eurozóně ve srovnání s počátkem července (10-letý dluhopis)

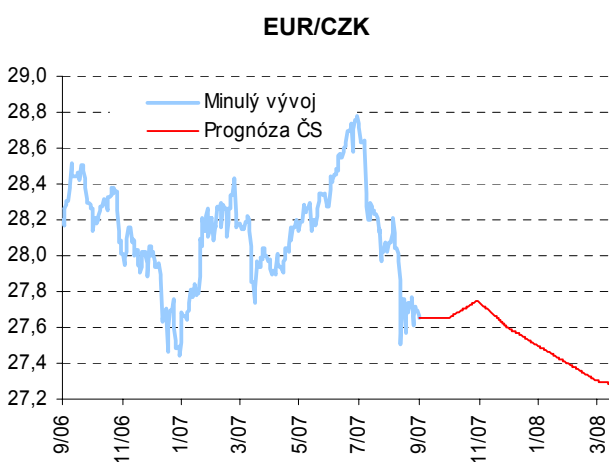


Pozn.: kladná hodnota znamená rozšíření přírážky o daný počet bazických bodů. Zdroj: Bloomberg, ČS

Česká republika

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

CZK/EUR: carry trades na útěku



Ačkoliv makro fundamenty nejsou v létě nakloněny koruně (sezónní zhoršení obchodní bilance a sezóna dividend), tak přesto koruna posílila. Zavírání carry trades totiž vyhnalo korunu z úrovní nad 28 a koruna posílila až na 27,45 EUR/CZ (rekord loňského prosince je 27,39). Podobný vývoj zaznamenaly carry kolegyně koruny – japonský jen a švýcarský frank.

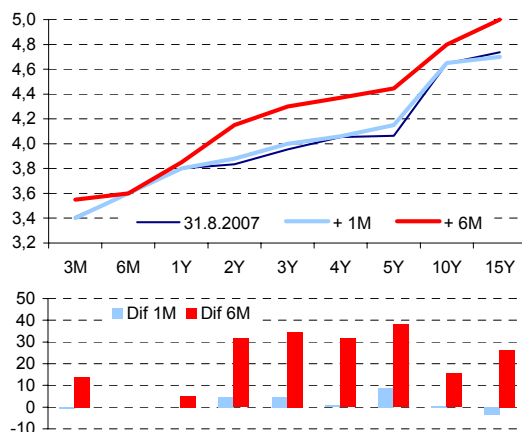
Koruna se posílením dostala na úroveň, která podle našich analýz odpovídá fundamentům. Sezónní analýza ukazuje, že v průběhu září/října má koruna tendenci stagnovat, či dokonce

mírně oslabovat. Proto vybíráme zisk a zavíráme naše doporučení short EUR/CZK. Nicméně náš dlouhodobý názor je nadále stejný: očekáváme posilování koruny, na konci příštího roku čekáme 26,50 EUR/CZK.

Jak dlouho ČNB vydrží jestřábí odhodlanost

ČNB se nezalekla současných turbulencí, které znejistily jiné velikány (Fed, ECB) a v srpnu pokračovala ve zvyšování sazeb. Zvýšení sazeb na 3,25% bylo dosaženo nejtěsnější většinou (4:3).

CZ: výnosová křivka



Sedmička statečných identifikovala proinflační rizika pro celkovou inflaci a protiinflační rizika pro měnověpolitickou inflaci. Přeloženo: inflace bude v příštím roce vyšší než čekala ČNB, ale díky reformě. Naopak, ta část inflace, která je pro ně relevantní, spíše nižší.

Dříve ČNB tvrdila, že jejich simulace ukazuje minimální dopad reformy na měnovou politiku. Rizika měnověpolitické inflace jsou spojena s nižší inflací v červenci než ČNB očekávala (ale je to především díky sezónnosti rekreací), v srpnu očekáváme, že inflace bude opět nižší než prognóza ČNB. Druhým důvodem a důležitějším je kurz koruny. Podle našich odhadů prognóza ČNB předpokládala 28,3 EUR/CZK ve 3Q07. Posílení k 27,6 EUR/CZK, to už jsou 2,5% od předpokladu. A o cca tři procenta trvale silnější kurz než předkládala prognóza implikuje riziko pro nižší sazby a nikoliv menší než malé, ale o celé jedno procento ve srovnání s prognózou. Tůma dále uvedl, že dalším protiinflačním rizikem je nižší promítání vysoké spotřeby do inflace.

Suma sumárum: Držíme naši prognózu repo sazby v 12/08 na 3,75% s tím, že růst sazeb časujeme do 1H/08 - první hike v lednu. Rizika jsou, že sazby půjdou nahoru už letos.

Pomalejší zplošťování křivky

Hypokrize se podepsala na růstu spreadu 10 CZ/EU, avšak méně než ve zbytku regionu, viz část Region v globálu. Nízkou poptávku po dlouhých papírech dokumentuje např. poslední aukce 15Y dluhopisu, kdy poptávka převyšovala nabídku jen o 5%, průměr od začátku roku je 78%.

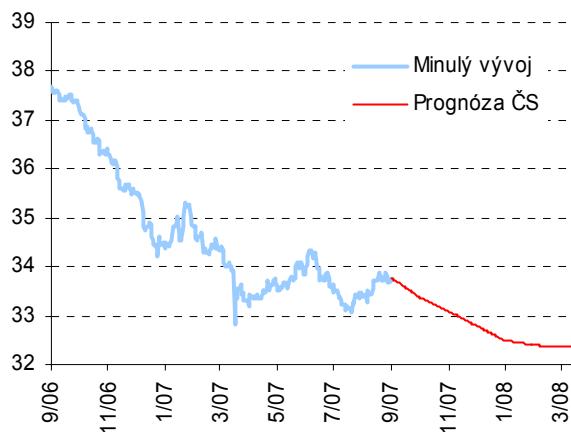
Ve směru utahování spreadu hovoří záporná čistá emise ve 3Q (-4 mld CZK), ve 4Q očekáváme +21 mld. CZK a schválené reformy. Na druhou stranu se ve 3Q a 4Q sezónně sníží domácí poptávka po dluhopisech (aktivní strana finančních institucí poroste rychleji než pasivní).

Očekáváme proto, že pokles spreadu bude pomalejší než jsme čekali. Proti poklesu spreadu bude hrát námi očekávaný růst výnosů bundů: za 6M čekáme růst výnosů na 4,75%. Co se týká tvaru křivky, tak očekáváme zplošťování křivky díky rychlejšímu růstu 2Y výnosů.

Slovensko

Mária Hermanová (Fehérová), tel 224 995 232,
MHermanova@csas.cz

EUR/SKK



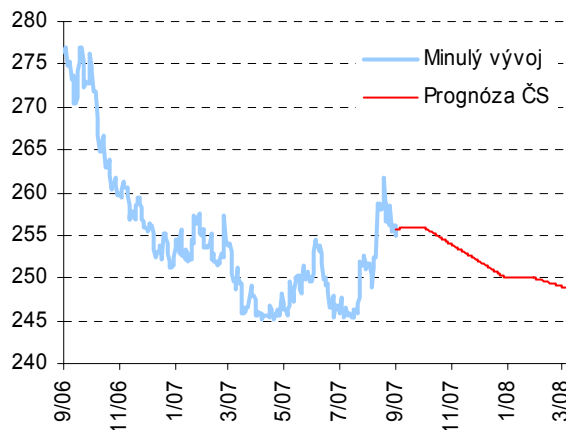
Koruna dočasně ztratila dech, vidíme však prostor pro její posílení

Při zvýšené nejistotě na hlavních finančních trzích se koruna dostala mimo pozornost spekulantů. Domníváme se však, že když prach usedne, investoři si opět všimnou pozitivních slovenských fundamentů. Dynamický růst ekonomiky při nízké inflaci, snižování deficitu veřejných financí a také vylepšování běžného účtu patří mezi faktory, které mluví ve prospěch posílení koruny. Pro Slovensko je klíčovým faktorem otázka přijetí eura v plánovaném termínu 1. ledna 2009. Nominálně by Slovensko všechny kritéria splnit mělo. Inflace (12-měsíční průměr) navzdory zvýšení spotřební daně z cigaret bude v čase hodnocení pod 2% (versus dlouhodobý průměr hodnoty maastrichtského kritéria 2,5%). Další bod, který by mohl být zádrhelem – státní rozpočet – také slibuje bezproblémové plnění. Letos se počítá se schodkem veřejných financí na úrovni 2,9% HDP a příští rok pokles na 2,3%. Rizikovým faktorem, který by mohl Slovensko ještě z eura diskvalifikovat, tak zůstává jenom hodnocení „udržitelnosti“. Při interpretaci udržitelnosti totiž existuje široký prostor pro manévrování a bude do velké míry politickým rozhodnutím. Podle prognóz centrální banky však Slovensko splní inflační kritérium 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%).

Maďarsko

Mária Hermanová (Fehérová), tel 224 995 232,
MHermanova@csas.cz

EUR/HUF



Turbulence na hlavních trzích brání snížení sazeb, navzdory příznivé inflační prognóze

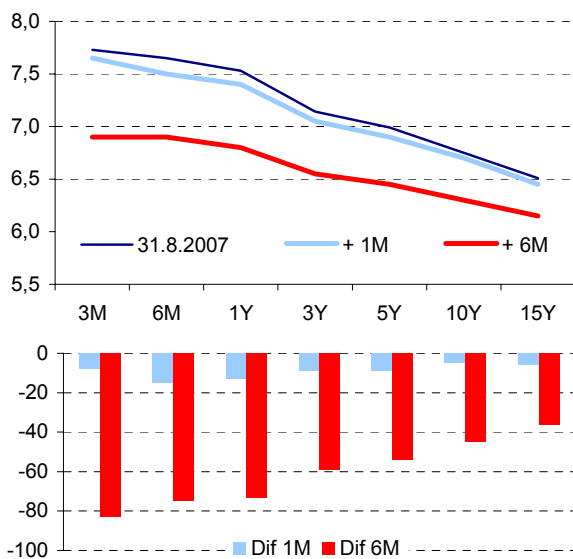
Vyšší ceny ropy a šok do cen potravin byly dva hlavní důvody proč centrální banka ve své nové kvartální prognóze přistoupila k viditelné revizi odhadu inflace pro tento a příští rok směrem nahoru. Nepříznivý vliv těchto faktorů však bude jenom dočasný a v roce 2009 (což je horizont důležitý z hlediska měnové politiky) poklesne inflace pod střednědobý cíl centrální banky 3% (odhad pro tento rok byl dokonce posunut směrem dolů – viz tabulka níže). Ekonomická expanze bude podle aktuálního odhadu centrální banky ještě slabší než původně předpokládala. Právě relativně pomalý růst HDP, který tlumí inflační tlaky a náznaky zpomalování dynamiky mezd patří mezi důvody proč centrální banka nadále vnímá svůj střednědobý inflační cíl jako dosažitelný a vidí prostor pro další snížení sazeb. Proč tedy k němu nedošlo už v srpnu? Důvodem je nejistota na hlavních finančních trzích. Maďarský forint totiž reaguje na výkyvy v rizikové averzi citlivě. Centrální banka se snaží předejít jeho výraznějšímu oslabení. Kromě potenciálně negativního dopadu do inflace je důvodem i skutečnost, že velký podíl půjček v Maďarsku je v cizí měně a tudíž krize na forinty by se mohla přenést do celého finančního sektoru. Proto se domníváme, že navzdory přetrvávající holubičí rétorice bankovní rady a prostoru pro cut z hlediska makro odhadů k němu dojde až tehdy, kdy bude situace na globálních trzích vykazovat náznaky stabilizace. Do konce roku nadále čekáme pokles hlavní sazby o 75 bodů, i když rizika jsou vychýlená směrem k méně výraznému pohybu.

Nová kvartální prognóza maďarské centrální banky (hodnoty minulé prognózy jsou v závorkách)

	2007	2008	2009
Inflace (průměr)	7.6 (7.3)	4.5 (3.6)	2.4 (2.8)
Reálný HDP	2.0 (2.5)	2.7 (2.8)	3.4 (3.4)
Mzdy (% y/y)	8.6 (8.6)	7.1 (7.1)	6.3 (6.3)

Zdroj: MNB

HU: výnosová křivka



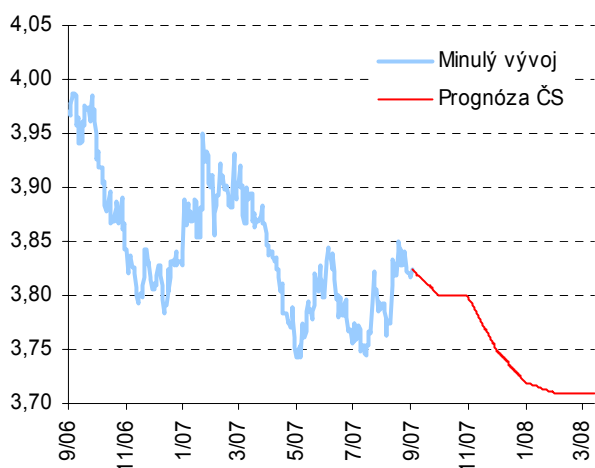
Polsko

Mária Hermanová (Fehérová), tel 224 995 232,
MHermanova@csas.cz

Předvolební horečka stoupá, vláda začíná rozhazovat což představuje riziko zejména pro dluhopisy

V čase naší uzávěrky ještě není na sto procent jasné, jestli se předčasné volby v Polsku budou skutečně konat. Sejm má totiž o nich hlasovat v pátek 7. září. Vzhledem k deklarované ochotě dvou největších opozičních stran a vládní PiS za volby hlasovat je jejich úspěšné odsouhlasení nejpravděpodobnější variantou (i když levicová SLD ve svých názorech ještě lavíruje). V případě negativního verdiktu je cesta k předčasným volbám delší a vede přes rezignaci premiéra.

EUR/PLN



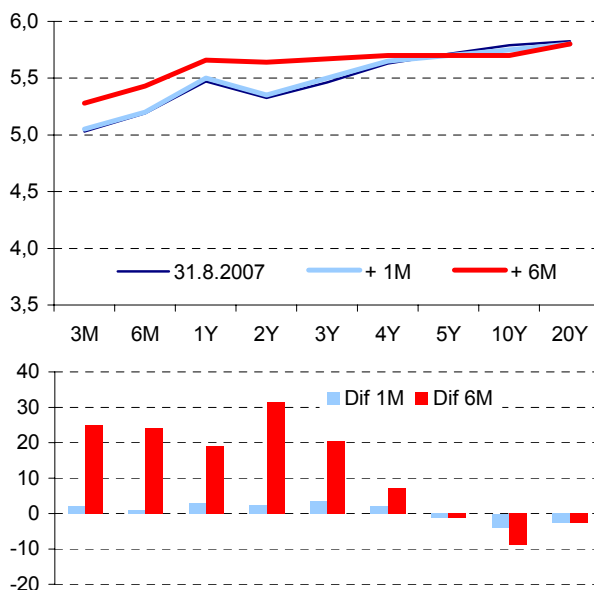
Předvolební bitva však už patrně začala. Premiér se dohodl s odbory na štědrém růstu platu zaměstnanců ve veřejné sféře (o 10%) a více než 20%-ní zvýšení minimální mzdy. Parlament dále odsouhlasil prodloužení mateřské dovolené a daňové úlevy pro rodiny s dětmi, které mají rozpočet ročně stát 6,5 mld. PLN. Ve srovnání se schodkem 30 mld. PLN plánovaným na příští rok jde o značnou částku. Když k tomu přidáme absenci fiskální reformy, která měla financovat už odsouhlasené snížení odvodů, je patrné, že rizika pro výhled

veřejných financí se kumulují jednoznačně ve směru vyššího deficitu. Jejich naplnění by byla nepříznivá zpráva pro dluhopisy (a zlotý) a vedla k vyšším výnosům a slabšímu kurzu než předpokládáme v našem základním scénáři. Je však možné, že některá opatření (v souvislosti se zvýhodněným zdaňováním rodin) už nestihne odsouhlasit horní komora parlamentu a tudíž nevstoupí v platnost. Nejistota ohledně výsledků voleb (v jednom z posledních průzkumů dokonce vede PiS před Občanskou platformou) jako i dalšího vývoje hospodářské a fiskální politiky budou podle mého názoru nejbližší měsíc-dva zvyšovat volatilitu polských aktiv a omezovat prostor pro výraznější posílení zlotého.

Centrální banka dále utahuje opatření měnové politiky

Po jednoměsíční pauze přistoupila polská centrální banka v srpnu k zvýšení klíčové sazby o 25 bodů na 4,75%, což bylo v souladu s očekáváním trhu a o měsíc dříve než jsme očekávali my. V doprovodném komentáři se důraz klade kromě potenciálních inflačních tlaků plynoucích z dynamického růstu mezd (nůžky mezi mzdami a produktivitou se rozevřely více než centrální banka čekala) i na relativně nový faktor – rizika spojené s nedávno schválenými opatřeními, které vedou k nižším příjmům a vyšším výdajům státního rozpočtu. V nejbližších měsících neočekáváme ochabnutí kupní síly domácností (mzdy by měly zpomalit jenom mírně, zatím co peněžky domácností jsou plnější i díky snížení odvodů a transferům ze zahraničí). Inflace sice v srpnu – září poklesne ke 2,0%, jde však jenom o dočasný statistický jev a v prosinci už je opět možno očekávat číslo nad cílem centrální banky. Proto do konce roku předpokládáme nejméně jedno zvýšení sazeb o 25 bodů (na 5,0%), přičemž cyklus utahování měnové politiky bude pokračovat i v příštím roce a kulminovat kolem úrovně 5,75% (koncem 2008 až začátkem 2009). Uvolnění rozpočtové disciplíny představuje riziko ve směru dřívějšího a rozsáhlejšího zvyšování sazeb. Krátký konec křivky se tak bude v nejbližších měsících posouvat směrem nahoru. Za předpokladu, že dojde ke snížení averze k riziku a plánovaný deficit pro příští rok se udrží poblíž plánovaných 30 mld. PLN, by měl být posun na delších splatnostech mírnější a křivka tak nabude ještě více plochého tvaru.

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

Zdroj: Česká spořitelna, Erste Bank, Slovenská spořitelňa

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

*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	3,25	27.9.2007	0	-	+25 / VIII-07	+25 / 1Q-08
USA	5,25	18.9.2007	-25bp	-25bp	+25 / VI-06	-25 / IX-18
Eurozóna	4,00	4.10.2007	0	0	+25 / VI-7	+25 / XI-7
Slovensko	4,25	25.9.2007	0	0	-25 / IV-7	-25 / VII-09
Maďarsko	7,75	24.9.2007	-25	-	-25 / VI-7	-
Polsko	4,75	26.9.2007	0	-	+25 / VIII-7	+25 / X-07

Kalendář makro dat

	období	datum	čas zveřejnění	Prognóza ČS/ERStE*	minulá hodnota
Česká republika					
Nezaměstnanost	8/2007	10.9.	9:00	6,4%	6,4%
CPI (meziročně)	8/2007	10.9.	9:00	2,4%	2,3%
Průmyslová výroba (meziročně)	7/2007	10.9.	9:00	8,5%	6,9%
Běžný účet	7/2007	12.9.	10:00	-19,50 mld	-13,33 mld
PPI (meziročně)	8/2007	14.9.	9:00	4,0%	4,1%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	7/2007	14.9.	9:00	7,7%	7,2%
USA					
Obchodní bilance	7/2007	11.9.	14:30	-58,8mld.USD	- 58,1mld. USD
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	8/2007	14.9.	14:30	0,3%	0,3%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	8/2007	14.9.	15:15	0,3%	0,3%
Využití průmyslových kapacit	8/2007	14.9.	15:15	82,0%	81,9%
PPI (meziměsíčně)	8/2007	18.9.	14:30		0,6%
CPI (meziměsíčně)	8/2007	19.9.	14:30		0,1%
Předstihové indikátory	8/2007	20.9.	16:00		0,4%
Philadelphia Fed	9/2007	20.9.	18.00		0,0
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	8/2007	26.9.			5,9%
Prodeje nových domů	8/2007	27.9.	16:00		870 tis.
Prodeje existujících domů	8/2007	25.9.	16:00		5,75 mil.
Osobní příjmy	8/2007	28.9.	14:30		0,5%
Osobní výdaje	8/2007	28.9.	14:30		0,4%
Spotřebitelská důvěra	9/2007	25.9.	16:00		105
EU					
CPI (meziročně)	8/2007	14.9.	11:00		1,8%
HDP (meziročně)	2Q P	4.9.	11:00	2,5%	2,50%
ZEW	9/2007	18.9.	11:00		-6,1
GE: IFO	9/2007	25.9.	10:00		105,8
EMU: M3 (meziročně)	8/2007	27.9.	10:00		11,10%
Slovensko					
CPI (meziročně)	8/2007	11.9.	9:00	2,2%	2,3%
Jádrová inflace (meziročně)	8/2007	11.9.	9:00	2,4%	2,4%
Obchodní bilance	7/2007	11.9.	9:00	-1,8 mld. SKK	-4,5mld. SKK
PPI (meziročně)	8/2007	28.9.	9:00	10,0%	1,3%
Maďarsko					
CPI (meziročně)	8/2007	11.9.	9:00	8,0%	8,4%
PPI (meziročně)	8/2007	28.9.	9:00	-2,6%	-2,8%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	7/2007	24.9.	9:00	-2,9%	-3,6%
Polsko					
CPI (meziročně)	8/2007	13.9.	14:00	2,0%	2,3%
Průmyslová výroba (meziročně)	8/2007	19.9.	14:00	10,9%	10,4%
Běžný účet (mil. EUR)	8/2007	19.9.	14:00	-680 mil. EUR	-1182 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 Hermanová (Fehérová)	+420/224 995 232	MHermanova@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	lvoicky@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
	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	Friedrich Mostböck	+43 501 00 119 02	friedrich.mostboeck@erstebank.at
Head of Group Research	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	henning.esskuchen@erstebank.at
Co-Head of CEE Equities	Guenther Artner, CFA	+43 501 00 115 23	guenther.artner@erstebank.at
Co-Head of CEE Equities			
akcie – sektor ropa, plyn	Gunter Hohberger	+43 501 00 173 54	gunter.hohberger@erstebank.at
akcie – sektor bankovnictví	Gernot Jany	+43 501 00 119 03	gernot.jany@erstebank.at
akcie – sektor bankovnictví	Vera Sutedja, CFA	+43 501 00 119 05	vera.sutedja@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, CFA	+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