

# Měsíční strategie – dluhopisy a měny

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

říjen 2007

Instrument	Úroveň z 30.9.2007	Prognóza 1 měsíc	Prognóza 6 měsíců		
<b>ČESKÁ REPUBLIKA</b>					
<b>CZK/EUR</b>	27,5	→	27,5	↗ 27,3	Z makra v průběhu září nic nového – makro obrázek zůstává neměnný. Na trzích naopak zůstává veselo – tlak na dolar vyústil v historická maxima české koruny vůči dolaru (19.30), vůči euru jsme po prudkém posílení ze srpna viděli spíše nezáživné obchodování, do konce roku čekáme spíše mírné oslabení. ČNB přestala se zvyšováním sazeb, ano, faktorem číslo jedna v rozhodnutí byla silnější koruna. Po zúžení spreadu mezi CZ a EU (zejména kvůli růstu sazeb venku) budou výnosy pod vlivem čisté emise (a možná i emise eurobondů) a globálních událostí.
<b>3M Pribor</b>	3,50	↓	3,30	↗ 3,55	
<b>2Y</b>	3,85	↗	3,94	↑ 4,19	
<b>10Y</b>	4,60	↗	4,68	↗ 4,87	
<b>USA</b>					
<b>USD/EUR</b>	1,43	↑	1,38	↑ 1,35	Mělo by pokračovat postupné uklidňování situace na hlavních světových peněžních trzích. Reálná ekonomika by měla být ovlivněna jen v omezené míře, z čehož plyne jen malý prostor pro další uvolnění měnové politiky. Výnosovou křivku vidíme jako v zásadě stabilní, prostor pro pokles mají sazby peněžního trhu. Pro pesimistický scénář podstatného zpomalení až recese zatím nesvědčí data. U dolaru čekáme návrat na silnější úroveň po přehnaném oslabení v průběhu září.
<b>3M Libor</b>	5,23	↓	4,90	↓ 4,50	
<b>2Y</b>	3,98	↗	4,20	↗ 4,40	
<b>10Y</b>	4,59	→	4,60	→ 4,60	
<b>EUROZÓNA</b>					
<b>3M Euribor</b>	4,79	↓	4,50	↓ 4,35	ECB patrně nějakou dobu zůstane pasivní a bude sledovat vývoj situace na peněžním trhu. Plné uklidnění je otázkou měsíců. Pokud ECB uzná situaci za dostatečně stabilní a pokud nebude příliš zasažena reálná ekonomika (což pokládáme za pravděpodobné) je ještě prostor pro mírný růst sazeb.
<b>2Y</b>	4,03	↗	4,15	↗ 4,35	
<b>10Y</b>	4,33	↑	4,55	↑ 4,70	
<b>SLOVENSKO</b>					
<b>SKK/EUR</b>	33,89	↑	33,50	↑ 32,10	Koruna je v posledním období spíše zklamáním. V říjnu bude pro její vývoj klíčové rozhodnutí Eurostatu o revizi fiskálního deficitu. Pokud by se její rozsah pohyboval kolem 0,3% HDP nebo byl nižší, je možné relativně viditelné posílení koruny. Naopak, výraznější revize by vedla k prudkému oslabení kurzu (snížili by se naděje na úspěšné přijetí eura). NBS ani v případě umazání očekávaného zvýšení sazeb v EMU nebude slovenskými sazbami hýbat minimálně do druhého kvartálu 2008.
<b>3M Bribor</b>	4,30	→	4,30	→ 4,33	
<b>MAĎARSKO</b>					
<b>HUF/EUR</b>	251,0	↗	249,0	→ 249,0	I nadále bude situace na globálních trzích primárním vodítkem pro maďarská aktiva. V horizontu šesti měsíců by měl kurz fluktuovat převážně v pásmu 245-255 HUF/EUR. Podstatnější posílení by v sledovaném horizontu mohlo nastat kdyby opět ožily spekulace na změnu kurzovního režimu a ukázaly se být podložené. Do konce roku čekáme ještě snížení sazeb o 50 bodů, rizika ve směru menšího cutu. V říjnu si ale dá centrální banka spíš pauzu. Jednak v prohlášení po zasedání signalizovala opatrný přístup a v listopadu bude mít k dispozici aktualizaci inflační prognózy. Křivka má potenciál posunout se mírně níž kvůli uvolňování měnové politiky a odbourávání rizikové premie.
<b>3M Bubor</b>	7,45	↘	7,40	↓ 6,90	
<b>3Y</b>	6,96	↘	6,85	↘ 6,55	
<b>10Y</b>	6,62	↘	6,55	↘ 6,30	
<b>POLSKO</b>					
<b>PLN/EUR</b>	3,77	↗	3,75	↗ 3,70	Zásadní událostí v Polsku, která ovlivní směr dalšího hospodářského a politického vývoje budou předčasné parlamentní volby (21.9.) My počítáme s neutrálním resp. jenom mírně pozitivním výsledkem voleb (pokračování dosavadní hospodářské politiky bez ambicióznějšího ekonomického programu, absence motivace k snižování rozpočtového deficitu). Pokud by volby překvapily a nová vláda přišla s reformním programem, zlotý by se ke konci roku dostal na silnější úroveň, než náš stávající předpoklad 3,72 PLN/EUR. Také by existoval prostor pro snížení rizikové přírážky na delší a středním konci křivky, kde by výnosy mohly i poklesnout (místo současné předpovědi jemného růstu resp. stagnace).
<b>3M Wibor</b>	5,10	→	5,10	↑ 5,30	
<b>2Y</b>	5,32	→	5,30	↑ 5,70	
<b>10Y</b>	5,70	→	5,70	→ 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

#30 – koruna zatím zklamala a říjen je z tohoto hlediska klíčovým měsícem. Pokud se koruna ani po potvrzení jenom mírné revize deficitu veřejných financí (do 0,3% HDP) nerozběhne, budeme revidovat prognózu na slabší úroveň.

#32 – v horizontu trvání doporučení stále vidíme prostor pro zvýšení zisku, proto pozici držíme.

top	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 (%)
30	short EUR/SKK	04.04.07	29.03.08	12M MM EUR/SKK	3,74 33,47	33,96	1,89 -1,45	-1,67	-3,26
32	long US IRS 10let	08.06.07	8.12.2007	USD 10Y IRS	5,78	5,15	63,6bp.		

### Uzavřená doporučení

#25 –V průběhu září jsme uzavřeli doporučení short USD long ERU. Celkový výnos včetně nákladů na financování dosáhl 6,73%.

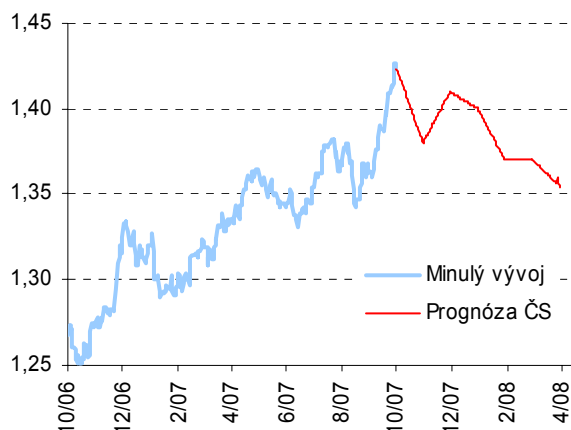
doporučení	otevření pozice	cílené uzavření pozice	instrumenty	vstupní hodnota	dnešní hodnota	flat P/L jednotl. (%)	flat P/L vč. carry (%)	P/L v p.a. vč. carry (%)
short USDEUR	09.01.07	30.09.07	USD 9M libor EUR 9M libor	1,3000	1,3969	7,45	6,73	9,7

## USA

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

### V září došlo k částečné stabilizaci situace na peněžních trzích

Vyhrocená situace na hlavních světových peněžních trzích pokračovala i v září, ale nedocházelo k jejímu zhoršování. Podle všeho naopak dochází k postupnému, i když pomalému, zklidňování. Nejvíce vzruchu přinesl run na britskou banku Northern Star, který byl nejviditelnějším příznakem pokračování krize. Fed reagoval výraznějším než očekávaným snížením sazeb. Krize momentálně pokračuje víceméně ve skrytu, mezi viditelné projevy patří zejména ztráty ohlašované finančními institucemi. Dá se předpokládat, že plná normalizace situace je stále ještě měsíce daleko.



### Hrozí recese?

Podle našeho názoru ne. Problémy s likviditou na peněžním trhu sice dále přidusí růst ekonomiky (spolu se skomírající výstavbou bytů), ale zatím se zdá, že se udrží růst spotřebitelské poptávky (především díky silnému trhu práce a solidnímu růstu příjmů domácností, růst by však měl být jen mírný) a navíc se USA daří zvyšovat export, což by sekundárně mohlo podpořit investice. Naplnění našeho

hlavního scénáře dává prostor jen pro omezené a pomalé snížení sazeb. Rizikem pro náš scénář je pokles spotřebitelské poptávky (pokud by na domácnosti přeci jenom dolehly problémy trhu s nemovitostmi – především v případě výraznějšího poklesu cen nemovitostí, což však nepokládáme za pravděpodobné). Pokles spotřebitelské poptávky by se měl druhotně negativně projevit na trhu práce, což by spotřebitele dále naladilo na ještě negativnější notu. Fed by v tomto případě snižoval sazby rychle a výrazně. Inflace by v dohledné budoucnosti neměla představovat problém: negativní vliv slabého dolaru a drahých komodit by měl více než kompenzovat slabý trh s nemovitostmi a mírnější růst spotřebitelské poptávky. Inflace by tedy nijak neměla omezovat rozhodování Fedu o sazbách.

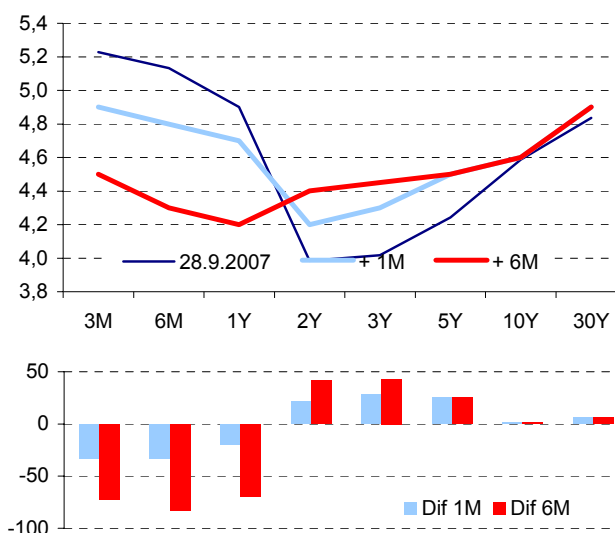
### Další podstatný pokles výnosů dluhopisů je nepravděpodobný

Protože nečekáme recesi, nečekáme ani další podstatnější pokles výnosové křivky. Výraznější pohyby čekáme v podstatě jen u sazeb peněžního trhu, které by měly sledovat sazby Fedu. Zbytek křivky by se měl pohybovat podle lokálních impulsů bez jednoznačného trendu. Alternativní scénáře jsou 1) pesimistický – recese, silný pokles sazeb a výrazný pokles výnosové křivky. 2) vyšší inflační očekávání – nižší sazby, slabý dolar a drahé komodity zvýší inflační očekávání a to povede k růstu strmosti výnosové křivky.

### Nečekáme další oslabení dolaru

Prostor pro oslabení dolaru daný fundamentálními faktory se podle našeho názoru vyčerpal. Pokud by dolar dále oslaboval bylo by to z největší pravděpodobností pouze dočasné. K dalšímu oslabení by mohlo dojít z psychologicko-technických důvodů (momentové obchodování, případně panika). Jak perspektiva vývoje ekonomik (nevidíme recesi v USA, vidíme zpomalení v EMU), tak reálná hodnota měn (parita kupní síly) mluví proti dalšímu oslabení a pro přechod k posilování dolaru ve střednědobém horizontu. Časování obratu je nejisté a bude hodně záviset na detailech dalšího vývoje reálných ekonomik. Vůči asijským měnám, především čínskému juanu, by však měl dolar pozvolna oslabovat i nadále. Příčinou je podhodnocení asijských měn.

## US: výnosová křivka



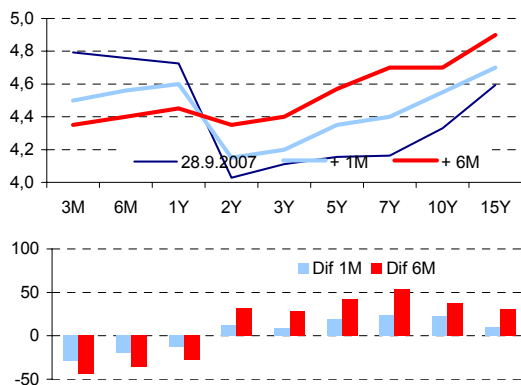
## EMU

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

### ECB je opatrná, ale další růst sazeb je ještě možný

Předpokládáme, že ECB bude vyčkávat na uklidnění situace na peněžním trhu, což by mělo znamenat prozatím neměnné sazby. Pokud se uskuteční náš hlavní scénář, ve kterém předpokládáme relativně omezený vliv krize na peněžním trhu na reálné ekonomiky, mělo by dojít pouze k mírnému zpomalení růstu v EMU (zhruba do okolí potenciálu nebo jen velmi mírně pod něj), což by na inflační tlaky převalice opatrné ECB mělo dát prostor pro ještě jedno zvýšení sazeb. Výraznější pokles růstu by pro sazby znamenal stop na aktuální úrovni. Variantu, ve které by byl globální dopad finančních turbulencí natolik závažný, že by ECB přinutil ke snížení sazeb, pokládáme za nepravděpodobnou.

## EMU: výnosová křivka



### Čekáme stabilitu až mírný růst výnosů

Podle našeho názoru je pokles výnosů v Evropě jen přechodný a s uklidněním situace by se výnosová křivka měla posunout poněkud nahoru jak v měsíčním tak v šestiměsíčním horizontu. Pouze skutečně výrazné problémy americké ekonomiky by měly dostatečnou sílu na to, aby křivku posunuly pod 4,0%. Výraznější růst na dlouhém konci a tedy růst strmosti nečekáme, podle našeho názoru udrží ECB inflaci a inflační očekávání pod kontrolou. Nadále bude mít podstatný dopad na dění v Evropě vývoj ve Spojených státech, který by měl ovlivňovat především krátkodobé pohyby. Dlouhodobě očekáváme sblížení evropských a amerických výnosů.

## Česká republika

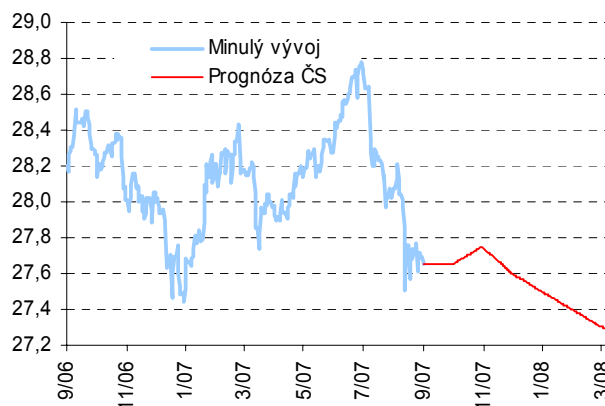
David Navrátil, [dnavratil@csas.cz](mailto:dnavratil@csas.cz); tel: 224 995 439

### CZK – silná vůči EUR, rekordní vůči dolaru

Makroekonomická data za září příliš nového do celkového obrazu české ekonomiky nepřinesla – spotřeba pořád silná, inflace sice mírně nahoru, nicméně stále jenom díky administrativním a nákladovým faktorům (v září například meziměsíční růst téměř celý na vrub tabáku). Většinu vývoje „obstarávaly“ události v zahraničí, zejména v souvislosti s již v srpnu propuknuvší krizí.

Globální krize ani v září neodezdněla, Fed šel na svém zasedání v půlce září se sazbami dolů o celých 50 bodů, ECB naopak slevila ze svého odhodlání poslat sazby ještě výše a zvolila vyčkávací taktiku. S tím, jak se zejména kvůli obavám o pevnost americké ekonomiky dostal dolar pod tlak (které přizivilo i pár významných pozorovatelů, kteří varují před recesí), zlomila koruna rekord vůči dolaru, když se dostala až k 19,30 za USD. Po posílení z minulého měsíce nebyla nálada příliš nakloněna carry obchodům, CZK i vůči EUR setrvala na silnějších úrovních (kolem 27,50). Náš dlouhodobý názor je nadále stejný: očekáváme posilování koruny, na konci příštího roku čekáme 26,50 EUR/CZK.

## EUR/CZK



Do konce roku čekáme kurz v zásadě bez pohybu, impuls k oslabení by mohl přijít v případě, že dojde k obnovení carry (oslabení jenu vůči NZD může být prvním náznakem, CZK taky mírně oslabila vůči NZD či AUD), nicméně ani v tomto scénáři nečekáme dramatický skluz. Korunové sazby jsou o 75 bodů výše, než tomu bylo počátkem roku, ČNB navíc nevypadá, že by se zvyšování sazeb chtěla vzdát (sice si momentálně dává pauzu, vid. níže), tudíž se k hikování může vrátit poměrně rychle (v závislosti od kurzu).

### ČNB aneb co dokáže měsíc

Ještě před měsícem to (alespoň podle slov viceguvernera p. Niedermayera) vypadalo, že se ČNB jen tak nezalekne současných turbulencí. Konec-konců, v srpnu dodala svému odhodlání váhu, když pokračovala ve zvyšování sazeb (na 3,25% i když jenom velice těsně - 4:3). Po měsíci je už ale všechno jinak – koruna je mnohem silnější, než co předpokládala v říjnové prognóze Bankovní rada (27.50-27.60 vs. 28.20), což je silným protiinflačním faktorem.

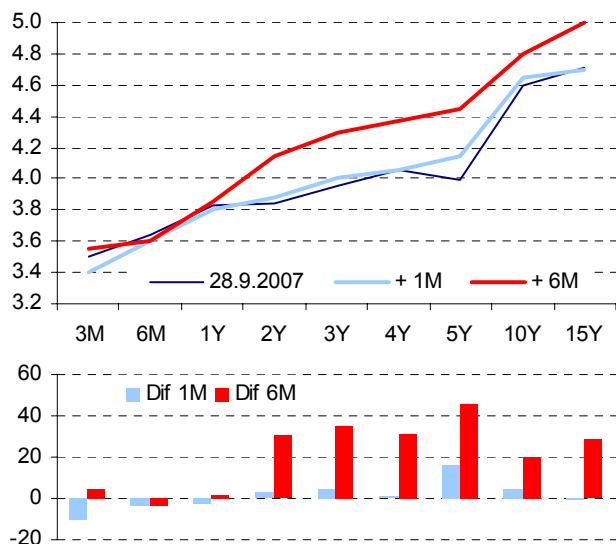
ČNB na posledním zasedání sazby neměnila – rizika pro měnově-politickou inflaci viděla (optikou své červencové prognózy) jako protiinflační. A to zejména z titulu kurzu CZK, ale nově i z předpokládaného pomalejšího růstu EURIBORu (což je přímý důsledek současného vývoje na trzích). Mezi rizika pro headline inflaci řadila ČNB reformu veřejných financí (tato reforma se stane součástí prognózy až v říjnu), vyšší růst regulovaných cen a vyšší růst cen potravin. Tak jako tak, to, že

je na místě opatrnější přístup, připouští i guvernér Tůma – trajektorie sazeb v nové prognóze může být podle něj “o něco nižší”. Od prominentního ještěřba je to jistě posun. Klíčovým tedy pro další vývoj sazeb bude říjnová prognóza, zejména to, jak velké sekundární dopady může vyšší headline inflace mít a jak se naopak do spotřeby promítne omezená spotřeba domácností.

Naše očekávání je, že sazby porostou o dalších 25 bodů počátkem roku 2008, rizikem směrem k pozdějšímu a/nebo pozvolnějšímu růstu sazeb je pak zejména kurz koruny a vývoj v zahraničí. Zejména zpomalení v Evropské unii by samozřejmě ovlivnilo i výhled ČR (pokles exportů). Na krátkém konci můžeme tedy očekávat spíše stagnaci, zejména v návaznosti na to, jak dovolí silná koruna a výhled v zahraničí opětovné nastartování zvyšování sazeb (což už tento rok nevidíme).

Spread 10 CZ/EU se v září zúžil, nicméně jenom díky růstu výnosů v zahraničí (první vlna paniky tak nejspíš na bondech lehce opadla). České výnosy zůstaly v podstatě bez výraznějšího pohybu, impulz ze strany domácích dat není výrazný. Poslední aukce 10-letého bondu se udála při průměrném výnosu přes 4.5 % (průměrný výnos poslední aukce byl o cca 30 bodů výš než průměr průměrného výnosu za předchozí 3 aukce stejného dluhopisu od dubna, což je primárně dané rozdílem v kreditních podmínkách), polovinu prodaného objemu koupilo do svého portfolia Ministerstvo financí. Dlouhý konec zůstane pod vlivem čisté emise (v 4Q jsou na programu dvě emise dlouhých bondů v celkovém objemu 25 mld. CZK), globálních událostí (nálada vůči regionu) a možná i emise eurobondů, kterou vláda momentálně zvažuje.

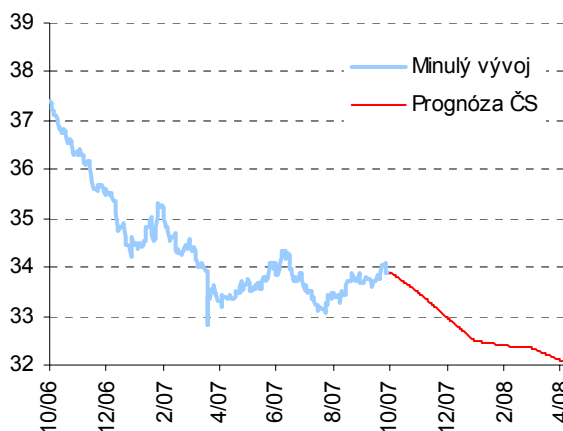
**CZ: výnosová křivka**



## Slovensko

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

### EUR/SKK



### Pro korunu bude klíčový verdikt Eurostatu o revizi fiskálního deficitu

Navzdory relativněmu klidu na světových finančních trzích a stabilizaci regionálních měn se slovenská koruna v posledním období dostala pod tlak na oslabování. Jelikož u parametrů ekonomiky nedošlo k výraznějším změnám, které by takovýhle vývoj omluvily, s velkou pravděpodobností souvisí s nahodáním důvěry v úspěšné přijetí eura v plánovaném termínu, což mohlo některé spekulativní hráče motivovat k pivírání korunových pozic. Pramenem pochybnosti o euru se stala zpráva, že Slovensko bude nuceno revidovat vykazovaná čísla o deficitu veřejných financí. Důvodem je podle neoficiálních informací nesprávné zahrnutí veřejnoprávních médií, dálniční společnosti a některých jiných položek. Oficiálně vykázaný fiskální deficit Slovenska za loňský rok (3,39% HDP) by se tak mohl nafouknout až o 0,7 procentního bodu. Revize by se dotkla i letošního schodku, její rozsah nebyl zveřejněn, má se však pohybovat kolem 0,2-0,3% HDP. Slovensko musí za účelem kvalifikování se na přijetí eura v roce 2009 stlačit letošní rozpočtový deficit pod 3%. Podle posledních odhadů vlády by měl být deficit nižší než se původně plánovalo a pohybovat se kolem 2,7% HDP. Z toho plyne, že kdyby byla revize jenom takového rozsahu jak se spekuluje, pravděpodobnost úspěšného přijetí eura zůstane nadále vysoká. Premiér Fico navíc vydal ujišťující prohlášení, že euro je důležité a v případě hrozby nesplnění Maastrichtu je vláda připravená krátiť výdaje. Pro vývoj koruny je v horizontu nejbližšího měsíce klíčové právě vyřešení této otázky (Eurostat vydá oficiální čísla 22. října, stanovisko Statistického úřadu je možné i dřív). Výraznou negativní reakci trhu čekáme v případě, že by úprava deficitu za tento rok značně převýšila 0,3% HDP (5-6 mld. Sk). V opačném případě (který považujeme za pravděpodobnější) se může trhu ulevit (odstraněna jedna z posledních překážek pro euro) a je možné viditelné posílení koruny. Pokud bude revize letošního deficitu příliš velká nebo pokud trh nezareaguje na správu o relativně nízké úpravě tak optimisticky jak předpokládáme, budeme nuceni revidovat naše předpovědi pro vývoj kurzu a také konverzní kurz, které vycházely z odhadu rovnovážného fundamentálního posilování koruny, směrem k slabším úrovním (32,5 SKK/EUR v prosinci 2007, konsensus trhu je 32,8 SKK/EUR).

### Sazby zůstanou do konce roku stabilní

Vzhledem na očekávání brzké přijetí eura na Slovensku je výhled pro klíčové sazby úzce spjatý s výhledem sazeb v Eurozóně. Erste bank očekává ještě jedno zvýšení evropských

sazeb na 4,25%, čímž by došlo k harmonizaci slovenských sazeb s evropskými. I pokud by se směr vývoje v Evropě změnil a k utažení měnové politiky nedošlo, snížení slovenských sazeb v dohledné době nepovažujeme za pravděpodobné (došlo by k němu až někdy v 2Q 2008). Rétorika centrální banky totiž zůstává obezřetná, vzhledem na existenci inflačních rizik (potraviny, služby). V občasnosti může navíc vzbuzovat obavy i slabší koruna. Sazby peněžního trhu tak vzhledem k očekávané stabilitě klíčových sazeb budou reflektovat zejména vývoj kurzu.

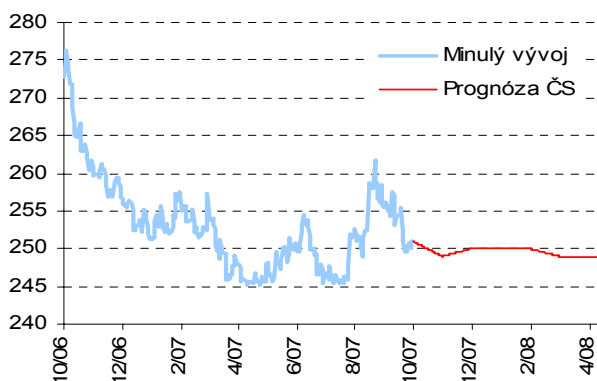
## Maďarsko

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

### Forint by měl fluktuovat v pásmu kolem 250 HUF/EUR

Výraznější než očekávané snížení sazeb ze strany amerického FEDu vneslo na středoevropské trhy uklidnění a oživení ochoty podstupovat riziko. Forint také profitoval a z oblasti při 258 HUF/EUR se posunul až k silné technické bariéře 250 HUF/EUR, kterou se mu už nepodařilo překonat. I nadále bude situace na globálních trzích primárním vodítkem pro maďarské aktiva. V případě obnovení nervozity by forint ztrácel, pořád mu příslouchá statut nejzranitelnější měny v regionu. Pokud by se nervozita na hlavních trzích už víc nejitřila, sezónní analýza naznačuje, že čtvrtý kvartál bývá pro forint docela příznivý. Proto se můžeme dočkat i krátkého výletu k hranici 245 HUF/EUR. V horizontu šesti měsíců by měl kurz fluktuovat převážně v pásmu 245-255 HUF/EUR. Navzdory výhledu pro zlepšení ekonomické situace neočekáváme výraznější posílení a na konci roku by se měl pohybovat kolem stávající úrovně. Deficit běžného účtu je pořád relativně vysoký (letos dosáhne 4,4-5,0% HDP) a navíc v případě Maďarska není pokrytý přímými zahraničními investicemi a musí se tudíž spoléhat na financování přes portfoliové investice (ve druhém kvartálu by dokonce příliv PZI záporný kvůli jednorázovému dopadu privatizace letiště v Budapešti). Podstatnější posílení a přelomení bariéry 245 by v sledovaném horizontu mohlo podle našeho názoru nastat jenom kdyby opět ožily spekulace na změnu kurzovního režimu a ukázaly se být podložené. To však nepovažujeme vzhledem na slabý ekonomický růst za velmi pravděpodobné (vláda nebude chtít riskovat oslabení konkurenceschopnosti exportérů).

EUR/HUF



### Po zářijovém cutu by měl letos následovat minimálně jeden další

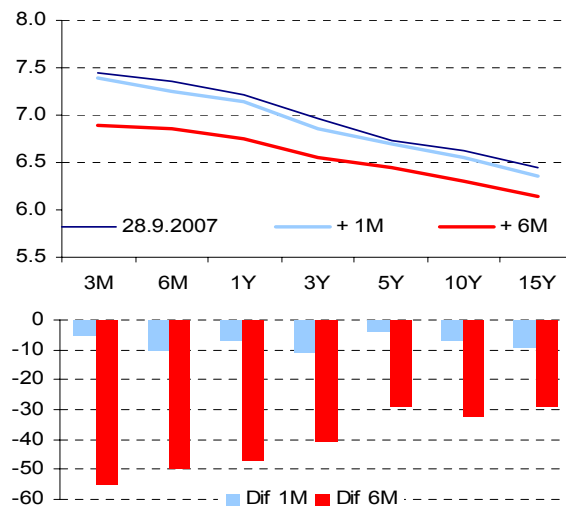
V září maďarská centrální banka nepřekvapila a v souladu s převažujícím očekáváním trhu se rozhodla podruhé za letošní rok snížit klíčové sazby o 25 bodů. Referenční sazba se tak dostala na úroveň 7,5%. Rozhodnutí bylo přitom už minulý měsíc těsné, když hlasování dopadlo nerozhodně 5:5 a o konečném verdiktu rozhodl hlas guvernéra. Důvodem pro někteří členové bankovní rady za cut v srpnu ještě ruku

nezvedli, byla zejména přetrvávající zvýšená volatilita a nejistota na globálních trzích. V této situaci nechtěli forint ukusovat z výhody vysokého úrokového diferenciálu. Od konce srpna se však situace stabilizovala a forint se podařilo mírně posílit, také riziková přirážka na dluhopisech se viditelně snížila. To umožnilo obrátit pozornost na domácí fundamenty, kde se sice stávající inflace pořád pohybuje na nepřijatelné úrovni, což je ale důsledkem rozpočtových ozdravných opatření. Naopak, v horizontu na který se měnová politika dívá (rok 2009) prognózuje centrální banka průměrnou inflaci na 2,4% a to je pod jejím střednědobým cílem 3,0%. Náš základní scénář počítá s referenční sazbou na konci roku na úrovni 7,00%, což je v srovnání se současností o 50 bodů níž. Riziko je na straně méně výrazného uvolnění měnové politiky, zejména v případě (i) že by se opětovně vynořili turbulence na hlavních trzích a snížila ochota podstupovat riziko, (ii) cena ropy pokračovala v růstu a (iii) šok do cen potravin byl mnohem výraznější než předpokládá centrální banka. Z hlediska načasování nejbližšího pohybu považujeme za mírně pravděpodobnější scénář, že centrální banka by si mohla dát v říjnu pauzu a další cut předvést až v listopadu. Jednak v prohlášení po zasedání signalizovala opatrný přístup a jednak to je měsíc, kdy bude mít k dispozici aktualizaci inflační prognózy.

### Křivka má potenciál posunout se mírně níž

K poklesům výnosů by mělo přispět vícero faktorů. Na jedné straně to bude výrazný pokles inflace. V důsledku efektů srovnávací báze už v září inflace poklesne o dva procentní body na 6,3% (v loňském roce se v tomhle období do inflace promítnul efekt rozpočtových opatření). Postupná disinflace ponechá centrální banku v režimu uvolňování měnové politiky, což bude účinkovat zejména na krátkém konci křivky. Spoléháme se také na postupné snižování rizikové přirážky vůči Eurozóně. To bude jednak důsledkem uklidňování situace na globálních finančních trzích (za poslední měsíc se přirážka zúžila o 15-30 bodů) a jednak i upevňující se víry v pozitivní vyhlídky maďarské ekonomiky. Letos dosáhne deficit veřejných financí podle premiéra 6,4% HDP (ve srovnání s 9,2% v roce 2006) a příští rok poklesne na 4,0-4,3%. Navíc premiér ohlásil na příští rok pokračování v úsilí o konsolidaci hospodářství. Do konce ledna chce představit návrh daňových změn, které mají vést k zjednodušení systému a nižší celkové daňové zátěži. Gyurcsany navíc plánuje transformovat zdravotní pojišťovny, otevřít diskusi o penzijním systému a přehodnotit systém sociálních dávek. Také do konce roku 2008 chce nastolit plán, který umožní přijetí eura někdy v období 2011-2013. Uskutečnění těchto plánů by přispělo k snížení vnímané rizikovitosti investic do maďarských aktiv.

HU: výnosová křivka



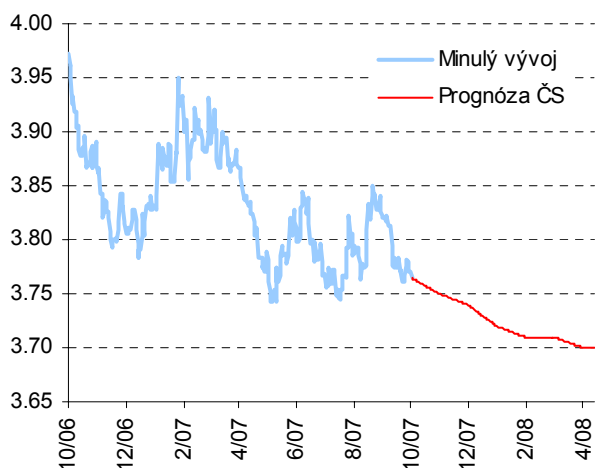
## Polsko

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

### Klíčovým mezníkem budou v říjnu parlamentní volby

Zásadní událostí v Polsku, která ovlivní směr dalšího hospodářského a politického vývoje budou předčasné parlamentní volby. Budou se konat v druhé polovině září (21.9.). Průzkumy veřejného mínění poskytují jenom mlhavé indicie o tom, jaká vláda vzejde z voleb. Dvě malé populistické strany bývalé vládní koalice Sebeobrana a Liga polských pravicových stran (bývalá Liga polských rodin), které se nejdříve před volbami spojily a pak zase rozpojily, se v průzkumech pohybují těsně pod hranicí, která je potřebná na vstup do parlamentu (5%). Podobně je na tom Strana rolníků. Je tudíž relativně možné, že v novém parlamentu se počet stran zredukuje na tři nejsilnější: Právo a spravedlnost (PiS, Kaczyński), Občanská platforma (OP) a levicová SLD (bývalí komunisté). Tím se politická scéna značně pročistí. Která strana volby vyhraje, je však ve hvězdách, na čele průzkumů se střídá PiS s OP. Domníváme se, že koaliční potenciál je větší u OP než u PiS, jelikož PiS díky své základní misi a vizi jednoznačně odmítá spojení s komunisty. Přítomnost Občanské platformy ve vládě by trhy přijaly pozitivně (podporuje rovnou daň, reformy, privatizaci a přijetí eura), bude však hodně záležet i na potenciálním koaličním partnerovi a na programu, který se jí při něm podaří prosadit. Pokud by volby vyhrála PiS, nelze vyloučit prodloužené období nejistoty a politických vyjednávání. Proto při našich předpovědích uvažujeme s neutrálním resp. jenom mírně pozitivním výsledkem voleb (pokračování dosavadní hospodářské politiky bez ambicióznějšího ekonomického programu, absence motivace k snižování rozpočtového deficitu). Pokud by volby překvapily a nová vláda přišla s reformním programem, zlotý by se ke konci roku dostal na silnější úroveň, než náš stávající předpoklad 3,72 PLN/EUR. Také by existoval prostor pro snížení rizikové přírážky na delším a středním konci křivky, kde by výnosy mohly i poklesnout (místo současné předpovědi jemného růstu resp. stagnace).

### EUR/PLN

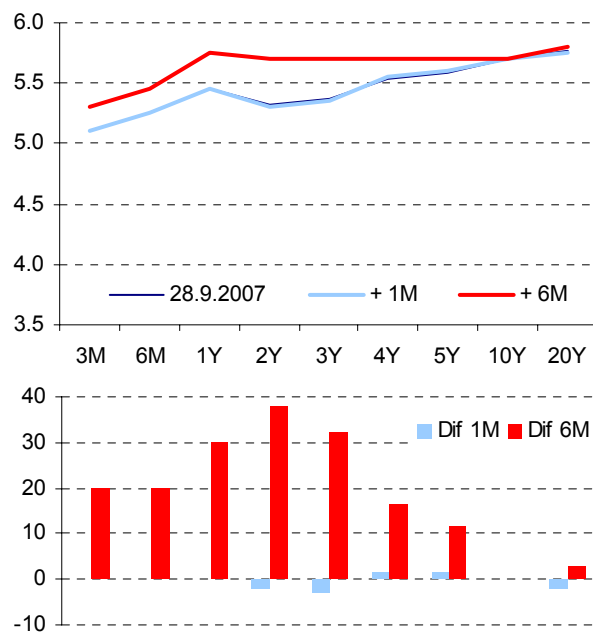


### Utahování měnové politiky ještě nekončí, zmírní se však tempo hiků

Komentář po zářijovém zasedání centrální banky pořád naznačuje, že směr dalšího vývoje klíčových sazeb je nahoru (obsahuje osudovou větičku, že ačkoliv se pravděpodobnost překročení inflačního cíle po letošním utahování měnové politiky snížila, pořád je vyšší než pravděpodobnost podlezení cíle). Rétorika členů bankovní rady však na rozdíl od

doprovodního prohlášení poněkud změkla a naznačuje větší pauzu mezi jednotlivými hiky než dosavadní tempo dvou měsíců. Proto jsme odhad dalšího zvýšení sazeb posunuli z října na listopad. Domníváme se, že silná domácí poptávka (která bude ještě víc podpořená nedávno schválenými opatřeními vlády) a těsný trh práce si v prostředí kladné produkční mezery vyžádají zvýšení sazeb i příští rok celkově o 50 bodů na 5,50%. Křivka se proto posune mírně nahoru, více však na krátkém konci, v důsledku čeho nabude plošší tvar. Nepříznivé signály pro dluhopisy vysílá i rozpočet. Vláda schválila pro příští rok deficit 28,6 mld. PLN, přičemž letošní schodek bude pod 23 mld. PLN. To ovšem implikuje vyšší nabídku dluhopisů. Vše však může změnit nová vláda.

### PL: výnosová křivka



## Česká republika – dlouhodobá makroprognóza

### Česká republika - roční prognóza

		2004	2005	2006	2007f	2008f
Reálný HDP	(meziroční růst v %)	4,6	6,5	6,4	5,4	4,1
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	5,2
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	4,9
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

### USA, Eurozóna a Střední Evropa - roční prognóza

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

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

\*HICP inflace, roční průměr

## Sazby centrálních bank

### Sazby centrálních bank

	Klíčová sazba (%)	Nejbližší zasedání	Prognóza ČS (bp)	Očekávání trhu (bp)	Poslední změna (bp)	Nejbližší očekávaná změna (bp)
Česká republika	3,25	25.10.2007	0	0	+25 / VIII-07	+25 / 1Q-08
USA	4,75	31.10.2007	-25bp	-25bp	-50 / IX-7	-25 / X-31
Eurozóna	4,00	7.11.2007	0	0	+25 / VI-7	+25 / I.Q-07
Slovensko	4,25	30.10.2007	0	0	-25 / IV-7	-
Maďarsko	7,50	29.10.2007	0	-25bp	-25 / IX-7	-25 / XI-07
Polsko	4,75	31.10.2007	0	-	+25 / VIII-7	+25 / XI-07

## Kalendář makro dat

	období	datum	čas zveřejnění	Prognóza ČS/ERStE*	minulá hodnota
<b>Česká republika</b>					
Nezaměstnanost	9/2007	8.10.	9:00	<b>6,3%</b>	6,4%
CPI (meziročně)	9/2007	8.10.	9:00	<b>2,9%</b>	2,4%
Průmyslová výroba (meziročně)	8/2007	12.10.	9:00	<b>9,0%</b>	11,5%
PPI (meziročně)	9/2007	12.10.	9:00	<b>3,7%</b>	3,7%
Běžný účet	8/2007	15.10.	10:00	<b>-7,9 mld Kč</b>	<b>-8,8 mld Kč</b>
Maloobchodní prodeje (meziročně)	8/2007	18.10.	9:00		8,9%
<b>USA</b>					
Obchodní bilance	8/2007	11.10.	14:30	<b>-58,8mld.USD</b>	- 59,2 mld. USD
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	9/2007	12.10.	14:30	<b>0,1%</b>	0,3%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	9/2007	16.10.	15:15		0,2%
Využití průmyslových kapacit	9/2007	16.10.	15:15		82,2%
PPI (meziměsíčně)	9/2007	12.10.	14:30	<b>0,4%</b>	-1,4%
CPI (meziměsíčně)	9/2007	17.10.	14:30		-0,1%
Předstihové indikátory	9/2007	18.10.	16:00		-0,6%
Philadelphia Fed	10/2007	18.10.	18.00		10,9
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	9/2007	25.10.	14:30		-4,9%
Prodeje nových domů	9/2007	25.10.	16:00		795k
Prodeje existujících domů	9/2007	24.10.	16:00		5,50 mil.
Osobní příjmy	9/2007	31.10.	14:30		0,3%
Osobní výdaje	9/2007	31.10.	14:30		0,6%
Spotřebitelská důvěra	10/2007	30.10.	16:00		99,8
<b>EU</b>					
CPI (meziměsíčně)	9/2007	16.10.	11:00		0,1%
ZEW	10/2007	16.10.	11:00		-18,1
GE: IFO	10/2007	25.10.	10:00		104,2
EMU: M3 (meziročně)	9/2007	26.10.	10:00		11,60%
<b>Slovensko</b>					
CPI (meziročně)	9/2007	11.10.	9:00	<b>2,8%</b>	2,3%
Jádrová inflace (meziročně)	9/2007	11.10.	9:00	<b>3,1%</b>	2,4%
Obchodní bilance	8/2007	12.10.	9:00	<b>-2,4 mld. SKK</b>	-1,8mld. SKK
PPI (meziročně)	9/2007	26.10.	9:00		0,5%
<b>Maďarsko</b>					
CPI (meziročně)	9/2007	11.10.	9:00	<b>6,3%</b>	8,3%
PPI (meziročně)	9/2007	30.10.	9:00	<b>-1,9%</b>	-2,3%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	8/2007	25.10.	9:00	<b>-3,9%</b>	-4,2%
<b>Polsko</b>					
CPI (meziročně)	9/2007	15.10.	14:00		1,5%
Průmyslová výroba (meziročně)	9/2007	18.10.	14:00		9,0%
Běžný účet (mil. EUR)	9/2007				<b>-1300 mil. EUR</b>

(\*) 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 Hermanová (Fehérová)	+420/224 995 232	<a href="mailto:MHermanova@csas.cz">MHermanova@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:jzidon@csas.cz">jzidon@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</b> – ředitel odboru	<b>Libor Vošický</b>	+420/224 995 592	<a href="mailto:lvoicky@csas.cz">lvoicky@csas.cz</a>
<b>Odbor Obchody na kapitálových trzích</b> – ředitel odboru	<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</b> – ředitel odboru	<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</b> – ředitel odboru	Jana Daňková	+420/224 995 128	<a href="mailto:jandankova@csas.cz">jandankova@csas.cz</a>
<b>Odbor Obchodování a distribuce aktiv</b> – ředitel odboru	<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	Jakub Židoň	+420/224 995 340	<a href="mailto:jzidon@csas.cz">jzidon@csas.cz</a>
akcie – sektor ropa, plyn	Guenter Hohberger	+43 501 00 173 54	<a href="mailto:guenter.hohberger@erstebank.at">guenter.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 telekomunikace	Vera Sutedja, CFA	+43 501 00 119 05	<a href="mailto:vera.sutedja@erstebank.com">vera.sutedja@erstebank.com</a>
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+420 224 995 940	<a href="mailto:urbankovav@ersteinet.cz">urbankovav@ersteinet.cz</a>
akcie – sektor IT	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	<a href="mailto:daniel.lion@erstebank.at">daniel.lion@erstebank.at</a>
akcie – sektor strojírenství	Gerald Walek, CFA	+43 501 00 163 60	<a href="mailto:gerald.walek@erstebank.at">gerald.walek@erstebank.at</a>
akcie – sektor pojišťovnictví	Christoph Schultes	+43 501 00 163 14	<a href="mailto:christoph.schultes@erstebank.at">christoph.schultes@erstebank.at</a>
<b>Brokerjet</b>	On-line obchodování s CP	+420 222 004 444	<a href="http://www.brokerjet.cz">www.brokerjet.cz</a>