

Měsíční strategie – dluhopisy a měny

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

listopad 2007

Instrument	Úroveň z 30.10.2007	Prognóza 1 měsíc	Prognóza 6 měsíců	
ČESKÁ REPUBLIKA				
CZK/EUR	26.9	↘	27.0	↘ 27.3
3M Pribor	3.57	↗	3.60	↗ 3.63
2Y	3.83	→	3.85	↑ 4.18
10Y	4.49	↗	4.53	↑ 4.85
Koruna je pod svou férovou hodnotou, čekáme proto korekci v horizontu několika měsíců, nikoliv však zvrát v dlouhodobé trendu = na konci 08 26,3 EUR/CZK. ČNB opět čeká díky silnějšímu kurzu méně práce: potvrzujeme prognózu dvojího zvýšení v příštím roce na 3,75%. Růst výnosů bude souviset s bundy, spready CZ/EU budou naopak dále stlačovány.				
USA				
USD/EUR	1.44	→	1.44	↑ 1.35
3M Libor	4.91	↓	4.70	↓ 4.30
2Y	3.81	↑	4.30	↑ 4.45
10Y	4.38	↑	4.60	↗ 4.70
Napětí a nejistota zvyšuje nad obvyklou míru význam psychologických faktorů. Výnosová křivka by se měla zhruba držet na aktuální úrovni, pravděpodobná je však zvýšená volatilita. Čekáme zastavení oslabování dolaru, protože ten je k euru podle nás už výrazně podhodnocený. Vzhledem k převaze psychologických faktorů nad fundamentálními však trend oslabování dolaru může pokračovat.				
EUROZÓNA				
3M Euribor	4.61	↓	4.40	↓ 4.35
2Y	3.95	↗	4.10	↑ 4.38
10Y	4.19	↗	4.30	↑ 4.70
ECB by bude pokračovat ve vyčkávání, situace je méně jasná kvůli zjevné nejednotnosti uvnitř rady. K překvapení může dojít směrem nahoru = ECB relativně brzy zvýší sazby kvůli inflačním rizikům. Výnosová křivka bude mírně růst v reakci na USA a na informace z ECB.				
SLOVENSKO				
SKK/EUR	33,42	↗	33,00	↗ 32,30
3M Bribor	4,31	→	4,30	→ 4,33
Revize fiskálního deficitu společně spolu s jeho novým odhadem MF na rok 2007 přinesly úlevu. Eurostat zveřejnil revizi za rok 2006, k roku 2007 se nevyjádřil, revize letošního MF ale tvoří rezervu na případné zvýšení deficitu. Pozitivní nálada vůči regionu i zmenšené obavy o osud EUR na SK budou nahrávat SKK.				
MAĎARSKO				
HUF/EUR	251,2	→	250,5	→ 253,0
3M Bubor	7,39	→	7,37	↓ 6,98
3Y	6,92	↓	6,65	↘ 6,50
10Y	6,58	↘	6,40	↘ 6,26
U forintu nečekáme žádný výrazněji trendový pohyb. Centrální banka tento rok sníží sazby už jen jednou (listopad), rizikem jsou vyšší ceny ropy, potravin a případné oslabení forintu (nejvíce zranitelný při globální nejistotě). Dlouhodobě vidíme na dlouhém konci pokles HU/EU spreadů díky postupně se zlepšujícího se makra a pozvolné utahování spreadu.				
POLSKO				
PLN/EUR	3,64	↗	3,62	↗ 3,56
3M Wibor	5,19	↑	5,25	↑ 5,40
2Y	5,48	↗	5,55	→ 5,43
10Y	5,50	↘	5,40	↘ 5,37
Výsledky voleb v Polsku hodnotíme pozitivně: jak z důvodu pro-reformního programu vítězné strany, tak z očekávané vyšší politické stability. Zlotý zůstává dlouhodobě měnou k posílení, krátkodobě vidíme spíše oslabení. Pro-reformní program vlády, nižší výpůjční potřeby a relativně vyšší politická stabilita by měly postupně dále tlačit na pokles výnosů.				

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 – Jak jsme psali minulý měsíc, v říjnu skutečně koruna otočila trend a začala posilovat

#32 – Blíží se konec této pozice, vyčkáváme, zda současná nervozita na trzích ještě nepřidá několik bps a pak ji uzavřeme.

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 (%)	cílová hodnota	cílový P/L v flat (%)
30	short EUR/SKK	04.04.07	29.03.08	12M MM EUR/SKK	3,74	33,20	2,25	0,54	0,89	-	3,83
32	long US IRS 10let	08.06.07	8.12.2007	USD 10Y IRS	5,78	5,03	0,81	75,5bp.		4,80	98,5 bp.

Sledujeme

- **Short CZK/USD** – fundamentálně vidíme oslabení koruny vůči dolaru v horizontu měsíců, s otevřením pozice čekáme na vhodnou technickou příležitost (zmírnění momenta).
- **Short CZK/PLN** – obrat na CZK bude hodně spjat s USD.
- **Short EUGB, long HUGB nebo PLGB** – pokles pro výnosy bundů již vidíme jako omezený, v horizontu 6M čekáme růst výnosů. V regionu vidíme největší prostor pro pokles rizikové přírážky u HU a PLGB.

USA

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

Přelom října a listopadu přinesl opětovné zvýšení nervozity na peněžním trhu

Ztráty způsobené přečehováním strukturovaných aktiv (především těch vázaných na subprime hypotéky), které oznámily přední investiční banky, připomněly finančním trhům, že situace zůstává vážná. Nervozita na trhu se projevila jak zvýšením objemů likvidity dodávané na trh centrálními bankami, tak zvýšením spreadů (například rozdíl mezi výnosy státních dluhopisů a swapů se vrátil nad 70bp). Problémy ovšem zatím zůstávají omezené na finanční trh, indikátory z reálné ekonomiky jsou nadále spíše pozitivní. Trh práce je silný, spotřebitelská poptávka stabilní a slábnoucí dolar podporuje export, což bude stimulovat investice. Jediným významným problémem zůstává sektor nemovitostí na bydlení. Slabost sektoru nemovitostí a související problémy finančního sektoru se přenesou do zbytku ekonomiky, nicméně nepřinesou dramatické zpomalení nebo recesi. Proto také snížil Fed úrokové sazby na 4,5% s cílem rizika snížit. Na druhou stranu Fed nemůže podceňovat inflační rizika, inflační očekávání z TIPSů rostou. Proto čekáme, že bude uvolňovat měnovou politiku jen pozvolna. Další pokles sazeb čekáme až v příštím roce až ke 4%.

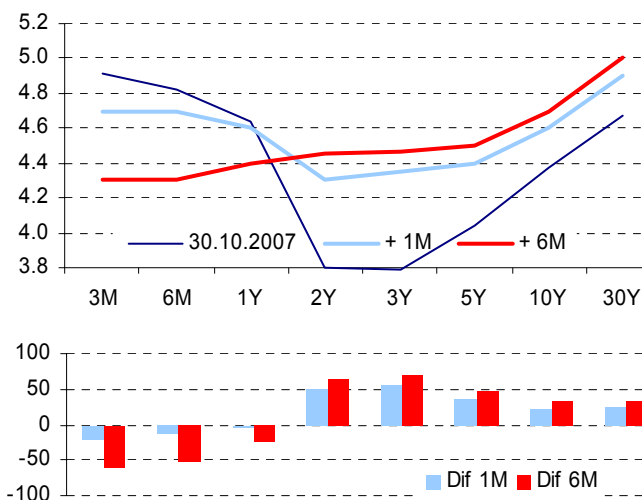
Přinese čtvrté čtvrtletí podstatné zpomalení růstu?

Ke zpomalení ekonomiky z vysoké úrovně ve 3Q 3,9% dojde, ovšem ne k dramatickému. Rozhodující bude především vývoj spotřebitelské poptávky, kde vidíme důvod pro pokles, avšak ne výrazný. Krize subprime hypoték zasahuje bezprostředně pouze omezený počet lidí, kteří navíc nepatří mezi ty s vysokou kupní silou. Pokles cen nemovitostí spíše omezí prostor pro akceleraci poptávky, než že by tlačil na její pokles: důvodem pro relativně malý dopad krize na trhu s nemovitostmi, je silný trh práce, setrvalý přírůstek pracovních míst a také solidní růst příjmů. Přírůstek počtu pracovních míst sice zpomalil, ale to se dá pokládat za střednědobé pozitivum, protože velmi nízká míra nezaměstnanosti vyvolávala obavy z kumulace inflačních tlaků. Poněkud méně těsný trh práce tedy sníží inflační rizika a uvolní poněkud prostor pro manévry Fedu.

Během následujícího půl roku krize přímo na subprime hypotékách dosáhne vrcholu: dojde k refixaci u subprime

hypoték s krátkou fixací, což je nejproblematičtější část celého hypotečního problému. Ve druhém pololetí příštího roku už se situace začne postupně zlepšovat i subprime. Plné vyřešení problémů však i pak zabere poměrně dost času, takže sektor nemovitostí zůstane slabinou americké ekonomiky minimálně ještě příští a pravděpodobně i přes příští rok.

US: výnosová křivka



Prostor pro pokles výnosů omezen

Z našeho hlavního scénáře vyplývá mírný růst výnosové křivky. Měkký Fed dále uvolňující měnovou politiku by vedl k růstu strmosti křivky (čím měkčí Fed tím výraznější efekt). Tvrdý Fed by mohl vést až k inverzi křivky, pokud by se kombinoval se slabou ekonomikou. Dalším významným faktorem bude zdraví finančních institucí. Stupňování problémů v subprime sektoru by vedlo k tlaku na nižší výnosy. Především se však můžeme dočkat poměrně slušné volatility, takže s "mírný růst" znamená mírný růst v průměru, nikoliv nehybnost.

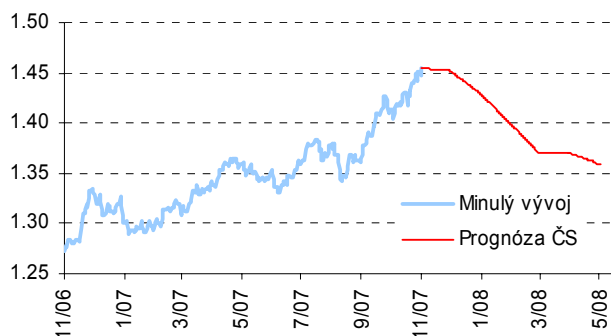
Dolar by měl být blízko dna

Z našeho hlavního scénáře vyplývá, že současné oslabování dolaru je přehnané. V kurzu je už započítáno příliš moc negativních zpráv, aktuální data byla v souhrnu lepší než se čekalo, přesto dolar ustřeloval na slabší a slabší úrovně.

Navíc, za částí současného oslabení stojí exportéři (do US), kteří se v panice hedgují téměř za jakoukoliv cenu = silný hedging bude v dalších měsících působit pozitivně na dolar.

Dále, čínská vláda patrně umožní poněkud rychlejší posilování juanu k dolaru, což povede k obecné tendenci asijských měn silnit vůči dolaru. Půjde o dlouhodobý trend, který seje část tlaku na posilování eura vůči dolaru.

EUR/USD



Rizika jsou ovšem vychýlená směrem ke slabšímu dolaru v případě většího než námi očekávaného přenosu hypokrizy do reálné ekonomiky (zadření úvěrového kanálu a efekt bohatství). Problémy může způsobit geopolitická situace. Napětí mezi Tureckem a Irákem a nestabilní vnitropolitická situace v Pákistánu jsou momentálně nejzřetelnějšími možným zdroji turbulencí a zvýšené volatility.

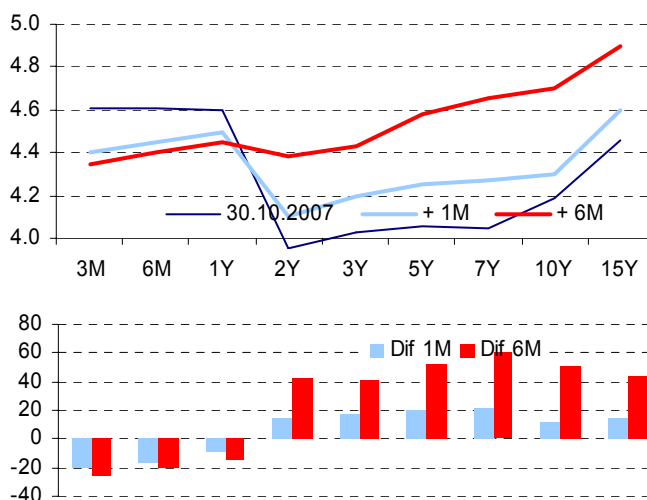
EMU

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

ECB čeká na vyjasnění situace

Vystoupení prezidenta ECB J-C. Tricheta po říjnovém zasedání bankovní rady ECB vyjasnilo situaci: ECB především čeká, jak se vyvine situace, je odhodlána udržet mezibankovní peněžní trh v chodu, ale vnímá vysoká inflační rizika, což činí růst sazeb ve střednědobém výhledu pravděpodobným. Vystoupení dalších činitelů ECB v průběhu října ukázalo, že je bankovní rada zřetelně rozdělená.

EMU: výnosová křivka



Jestřábí křídlo (nejextrémnější a nejhlasičtější představitel je A. Weber z Bundesbanky) považuje inflační hrozbu za akutní a podle všeho je odhodláno prosazovat další utažení měnové politiky (přestože euro sílí). Další část bankovní rady sice inflační hrozbu také vnímá, ale nepovažuje ji za akutní a preferuje spíše vyčkávací taktiku. Preferovali by tedy

nehybnost sazeb v dohledné budoucnosti. O možnosti snížení sazeb uvažují někteří analytici, ale z relevantních činitelů nikdo takovou možnost ani vzdáleně nenaznačil. Podle našeho názoru je čistě hypotetická a vyžadovala by podstatné problémy evropských ekonomik a přijatelnou inflaci. Inflation ovšem v souladu s předpovědí ECB roste.

Výnosová křivka zůstane v měsíčním horizontu stabilní

Nejistota na peněžních trzích a vliv vývoje na US trhu budou držet výnosy nízké. Kromě faktorů zmíněných u US by měl evropský trh reagovat na názory členů bankovní rady ECB. Význam bude mít i dění ve Británii. V půlročním horizontu čekáme mírný růst výnosů, měla by se zklidnit situace na peněžním trhu a ECB by měla ještě mírně zvýšit sazby.

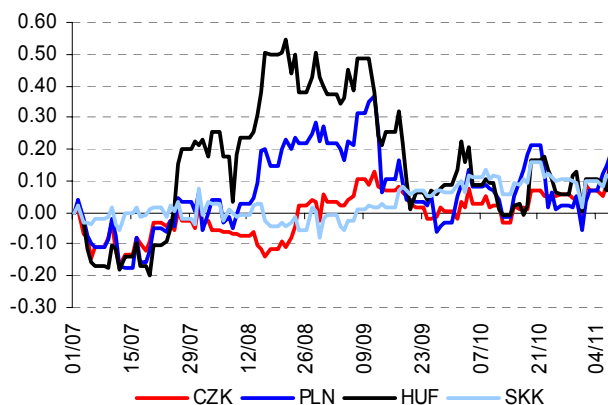
Region v globálu

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

FI – opět k fundamentům

CEE riziková přírůžka (aproximovaná spreadem 10Y CEE/EU), která vyskočila nahoru s vypuknutím hypokrizy v srpnu a v září (nejvíce u PLGB a HUGB), se v průběhu října vracela zpět na původní předkrizové hodnoty. Investoři tak v regionu opět začínají sledovat více domácí fundamenty, což nahrává našemu pozitivnímu výhledu na PLGB (pozitivní výsledek voleb) a HUGB (úspěšné reformní úsilí).

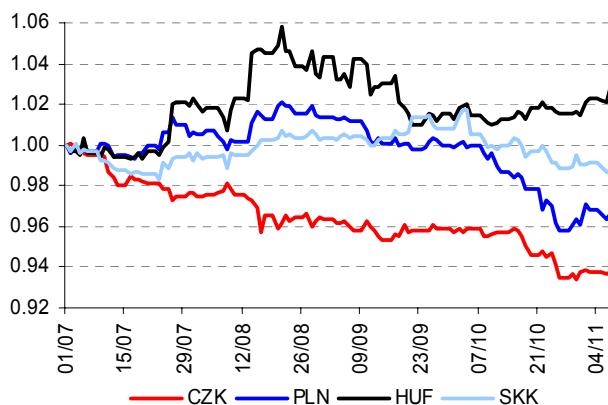
CEE/EU 10Y spread (změna od 1.7., v pb)



FX – od bezpečného přístavu zpět i k ostatním regioFX

Vývoj na FX můžeme rozdělit do dvou období. První, vypuknutí krize, které vedlo k rozvazování carry trades, čímž trpěli PLN a HUF, ale profitovala CZK. Nicméně již v říjnu měny v regionu nabraly stejný směr k silnějším úrovním, s výjimkou HUF (který je vždy nejvíce postižen krizí a v říjnu pozitivních domácích zpráv bylo poskrovnu).

FX v CEE (1.7. =100, nad 1 = oslabení)



Česká republika

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

Křišťálové koule v akci

Aktualizovali jsme naši prognózu, křišťálové koule utřeli také v ČNB a na MF. Takže začneme naší prognózou. V příštím roce čekáme zpomalení růstu ekonomiky na 4-4,5%, především díky negativnímu efektu reforem. Inflace vyskočí na začátku roku nad 5%. Důvodem budou nákladové faktory. Za prvé zvýšení DPH, ekologická daň, biopaliva a růstu cen elektřiny, plynu... prostě tyto položky přispějí k inflaci 3,1pb (letos 1,9pb). Dále, ceny potravin urychlují již v tomto roce a čekáme i reakci cen benzínu na rekordní ceny ropy. Poslední částí inflace je poptávková část. Ta bude mírně urychlovat díky napjatému trhu práce, ale zůstane v příštím roce pod cílem ČNB.

Srovnání prognóz

	ČS	ČNB	MF	konsensus
GDP 08	4.2	5.0	5.0	5.0
Inflace 12/08	5.0	5.1	3.5	3.4
EUR/CZK 12/08	26.3	-	27.0	27.0
3M PRIBOR 12/08	3.9	-	3.5	3.8

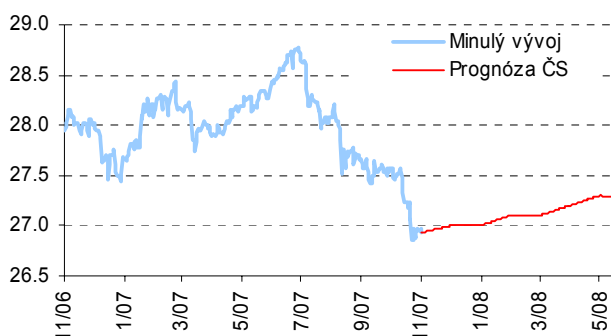
* konsensus = Reuters poll z 8.8. a jde o repo

Kurz pod 27...

Začneme reminiscencí. V první polovině roku koruna spíše oslabovala. My jsme na základě fundamentů viděli, že férová úroveň je spíše kolem 27,2-27,4. Důvodem byly carry trades, které se rychle rozvázaly po vypuknutí hypokrizy => posílení koruny k 27,2. To co se dělo dále, už měl v režii dolar. Panické chování investorů poslalo dolar na rekordní úroveň a koruna, která se těší pověsti bezpečného přístavu, se vydala pod 27. K posílení pomohli i čeští exportéři, kteří mají ke konci roku tendenci hedgovat se na další rok, nicméně tento tlak je s korunou pod 27 již z velké části vyčerpán.

S tím jak čekáme korekci na dolaru, čekáme i korekci na koruně. Ačkoliv zůstáváme i nadále pozitivní na korunu (na konci 08 čekáme 26,3 díky celkovému pozitivnímu toku na platební bilanci), v průběhu 1H08 čekáme, že kurz má potenciál korigovat až k 27,3. To podporuje jak fundamentální, tak sezónní analýza (příprava na dividendovou sezónu a obvyklá korekce na přelomu 1-2Q).

EUR/CZK



.... Jestřábi se zazimovali

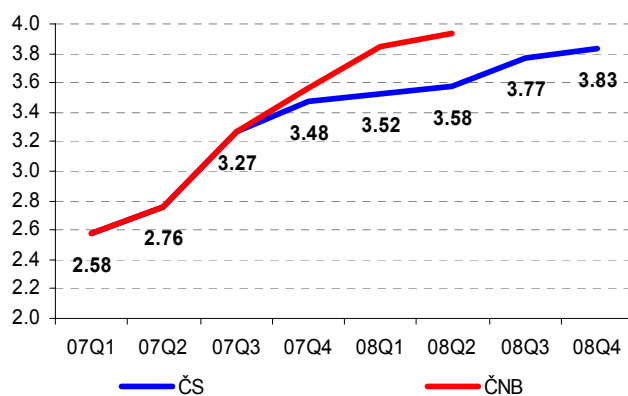
ČNB zvýšila sice svou inflační prognózu, ale tím možné jestřábi zprávy končí. Revize směre nahoru totiž plyne ze zohlednění reforem = administrativní opatření, na které banka nereaguje. Naopak poptávková inflace byla „poměrně výrazně“ korigována směrem dolů. Jednak se ČNB netrefila ve 3Q07 a jednak předpokládá silnější kurz než v červencové prognóze. A nemuseli jsme čekat dlouho a kurz se stal protiinflačním rizikem prognózy již při jejím zveřejnění (podle našeho odhadu prognóza ČNB předpokládá 27,4 ve 4Q08). Navíc ani

argument ala ECB už nefunguje, protože i zde ČNB revidovala předpoklad výrazně směrem dolů.

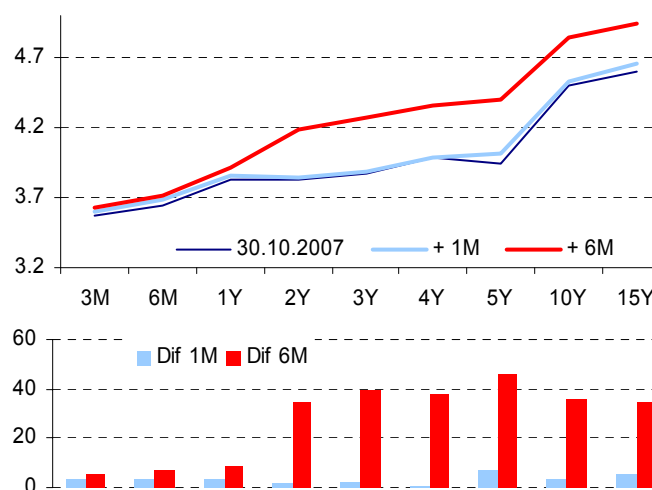
Takže s prognózou zůstává „konzistentní růst nominálních úrokových sazeb“, nicméně na nižších úrovních. Na základně znalosti modelu ČNB, prognózy inflace a vývoje mezery výstupu můžeme odhadnout, jaké konkrétní úrovně sazeb to jsou. Obrázek níže ukazuje, že model ČNB pravděpodobně indikuje další růst sazeb v letošním roce o 25bp a sazby na 3,75% již v 1H08.

My čekáme pozvolnější růst sazeb. Důvodem je jednak silnější kurz, který čekáme, ve srovnání s předpokladem ČNB a jednak naše konzervativnost – minulá zkušenost ukazuje, že kurz končí většinou na silnějších úrovních a sazby na nižších, než jak bylo očekáváno a modely ukazovaly... Takže konkrétně: v letošním roce nečekáme hike, ačkoliv rizika jsou vychýleny směrem nahoru (skok v inflaci by mohl zviklat některé členy Sedmičky) a na konci příštího roku 3,75%. V roce 2009 čekáme další sérii hiků k 4,5% s tím, jak se přiblíží snížení inflačního cíle ze 3% na 2% (2010) a Sedmička čím dál více bude asymetricky reagovat na proinflační rizika ve světle rizika nesplnění inflačního maasteria.

Prognóza 3M PRIBOR: ČS vs. ČNB



CZ: výnosová křivka



Výnosy směrem nahoru, ale zúžení spreadů

Na dlouhém konci čekáme růst výnosů. Důvodem bude růst výnosů bundů a pokles spreadů.... v případě domácích faktorů se bude bit pokles emise (díky reformám) a nižší domácí poptávka (pokles poměru depozit k úvěrům u domácích finančních institucí).

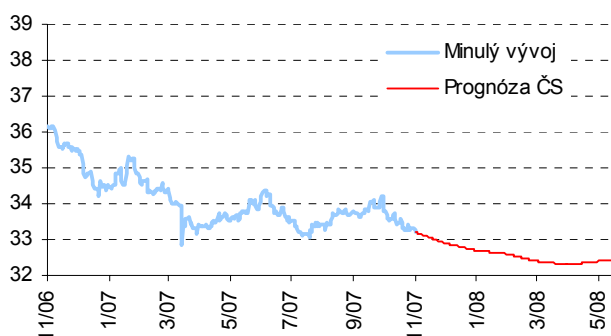
Slovensko

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

Revize Eurostatu a nová prognóza deficitu z MF koruně nahrávají

Makroekonomická data ze Slovenska žádnou změnu nepřinesly. NBS čeká, co se sazbami provede ECB. Očekávaný růst sazby ECB by měl zlikvidovat úrokový diferenciál mezi Slovenskem a ECB, poté se budou pohyby v nastavení měnové politiky řídit tím, co udělá ECB. NBS také představila novou prognózu, kde se harmonizovaná inflace na konci roků 2008 a 2009 odhaduje na 2.3% a 2.8%, roční průměry pak na 2.3 a 2.7%. Tyto změny reflektují vyšší ceny ropy, potravin a tabáku, tudíž nákladové a administrativní faktory. Poptávková inflace zůstává stále mírná. Splnění inflačního kritéria v důsledku revize očekávání ale není ohroženo, průměrná 12M inflace v rozhodném období by měla být bezpečně pod inflačním kritériem (1.7-1.8% vs. kritérium 2.5-2.9%).

EUR/SKK



Koruna za poslední měsíc mírně posílila. Pomohly jí částečně pozitivní nálada vůči regionu a také verdikt Eurostatu, ač nekompletní. Eurostat zveřejnil revizi deficitu veřejných financí pro rok 2006, která byla menší, než se čekalo, protože se do ní zahrnují jenom dluhy televize a rozhlasu – deficit za rok 2006 tak místo 3.4 % byl 3.7% HDP. Co se týče roku 2007, Eurostat se zatím nevyjádřil, nicméně Ministerstvo financí zveřejnilo revizi odhadu deficitu na rok 2007. Lepší než plánovaný ekonomický růst plní státní pokladnu rychleji (za prvních 10 měsíců tohoto roku byl samotný státní rozpočet přebytkový zhruba 7 mld., i když množství výdajů se koncentruje právě na konec roku (tudíž toto číslo nemá tolik vypovídací schopnosti) – odhad ministerstva financí je, že i kdyby musela Slovenská republika do deficitu zahrnout dluhy Národní dálniční společnosti (což se může v stát), bude letošní deficit na úrovni 2.7% HDP, tedy pod hranici Maastrichtu. Přijetí EUR by tak nemělo být ohroženo.

Kurzu koruny bude kúplné pohodě bránit jednoznačné vyřešení situace kolem Eurostatu, i když si myslíme, že poslední události dávají mnohem větší pravděpodobnost scénáři, ve kterém SR Euro přijme v řádném termínu. Pozitivní nálada vůči emerging markets společně se silnými fundamenty a nižší pravděpodobností problémů s revizí deficitu by měly korunu posilovat.

Maďarsko

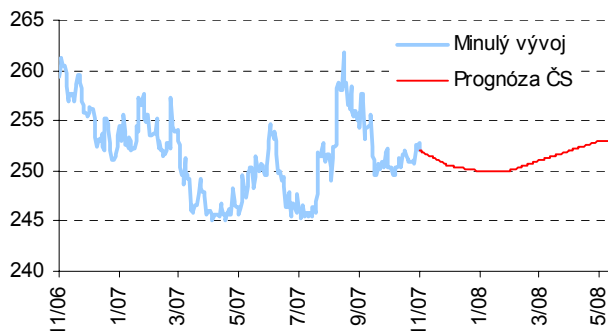
Martin Lobotka, tel 224 995 192, MLobotka@csas.cz

Forint by měl fluktuovat v pásmu kolem 250 HUF/EUR

V Maďarsku bylo nejzajímavější událostí v říjnu zasedání centrální banky, do poslední chvíle nebylo jasné, jak se centrální banka rozhodne a očekávání analytiků byla rozdělená. Centrální banka nakonec ponechala sazby bez změny na 7.50%, i když podle vyjádření guvernéra bylo

hlasování „velice těsné“. Pro zachování sazeb bez změny mluvil zejména současný cenový vývoj na trzích s ropou a s potravinami a potenciální dopady do právě započatých mzdových vyjednávání. Pro snížení sazeb zase mluvil v současném období spíše anemický růst, spjatý s desinflací.

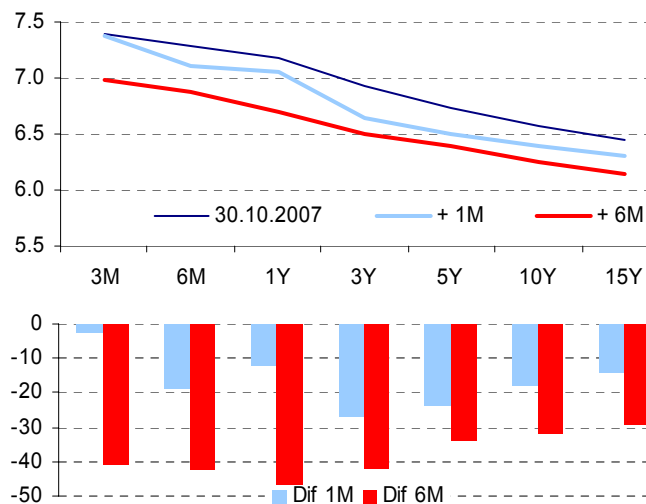
EUR/HUF



potravinový hraje proti rychlému snižování sazeb

Domníváme se, že nejbližší zasedání ale už změnu sazeb přinese. Zlomovým v situaci, kdy jsou dobré důvody (nejméně krátkodobě) jak pro neměnné sazby, tak pro jejich pokles, bude nová inflační prognóza. Ta by měla ukázat, že i s vyšší inflací bude tato v roce 2009 stále ještě na střednědobém cíli centrální banky a že tudíž prostor pro snížení sazeb existuje. Další snižování sazeb vidíme až na příští rok, postupně až k 6% na konci roku. Rizikem pro tento scénář je samozřejmě měna, i když z jiného důvodu než je tomu například v České republice. HUF zůstává kvůli relativně slabším fundamentům zranitelný, v případě vynoření se jakéhokoliv negativního sentimentu vůči regionu by ztrácel. Důležitý bude i vývoj ropy, i když posílení HUF vůči dolaru tento efekt do jisté míry tlumí.

HU: výnosová křivka



Křivka směřuje níž

Výnosová křivka v Maďarsku směřuje dolů, relativní uklidnění situace na světových trzích (oproti srpnu) se projevilo v mírné korekci spreadu na maďarských dluhopisech – hodnoty z poloviny roku (cca 200 bodů) jsme ale ještě nedosáhli. V křivce (na jejím krátkém konci) je již započten cut do konce roku, tudíž z tohoto titulu už další prostor v krátkém horizontu na pokles v horizontu nejbližšího měsíce nevidíme. Delší konec reflektuje očekávanou dynamiku snižování sazeb, z fundamentálních faktorů vidíme, podobně jako v Polsku (i když ne z titulu voleb), prostor na postupný pokles rizikové prémie (výhled na lepší makro, výhled na snižování deficitu a

pod.) a tudíž výnosů. V horizontu následujícího půlroku tedy čekáme pokles úrovně křivky zhruba o 30 bodů na dlouhém konci.

Polsko

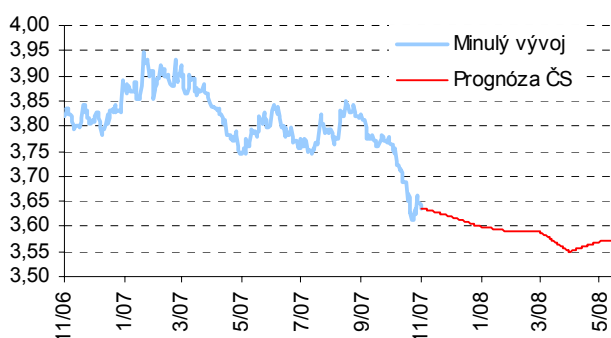
Martin Lobotka, tel 224 995 192, MLobotka@csas.cz

Polsko konečně pozitivně - parlamentní volby přinesly vítězství opozice

Parlamentní volby skončily poměrně vysokým vítězstvím Občanské platformy (209 křesel), za ní následovala dosud vládnoucí strana Právo a spravedlnost (166 křesel), v úzadí pak levicová LiD (53 křesel) a Strana rolníků (31 křesel). I když zatím není definitivně známo složení budoucí vládní koalice, jako nejpravděpodobnější se jeví koalice mezi OP předsedy Donalda Tuska a centristickou Stranou rolníků. Kromě toho, že vyhrály pro-reformně orientované strany, dostalo se Polsku i příležitosti dosáhnout kýžené politické stability (populistické strany kolem Giertycha a Leppera se do parlamentu nedostaly). Skutečnost, že doposud vládnoucí strana PiS získala méně než 2/5 křesel (a tudíž nebude mít dostatek hlasů k blokadě zákonů po případném vetu prezidenta) společně se slibem levicové LiD být „konstruktivní opozicí“ znamená, že sice bude zřejmě nevyhnutné dělat kompromisy v hospodářské oblasti, nicméně na zásadních věcech by dojit ke shodě mohlo. Konkrétně, co se týče výhledové hospodářské politiky, OP sice plánuje liberální reformy (např. rovnou daň), nicméně realita politické scény ji patrně tento program donutí umírnit – to, na čem bude panovat shoda, je přijetí Eura (zveřejnění konkrétního data, k němuž se Polsko bude snažit přijet společnou měnu) či fiskální reforma (ukotvení výdajů namísto ukotvení deficitů a snaha směřovat k vyrovnanému rozpočtu).

Dopad voleb na polské aktiva z titulu voleb byl pozitivní – zlotý posílil a dostal se i pod 3.65 EUR/PLN, došlo k mírnému poklesu spreadu. Za posílením měny byly nejenom výsledky voleb ale i pozitivní nálada vůči regionu, spjatá s averzí investorů k americkému dolaru. Krátkodobě je možné, že zlotý oslabí (technické indikátory), ve středním horizontu ale vidíme stále tendenci k posilování.

EUR/PLN



Křivka v dvojitěm vlivu – měnová politika vs. konvergenční hra

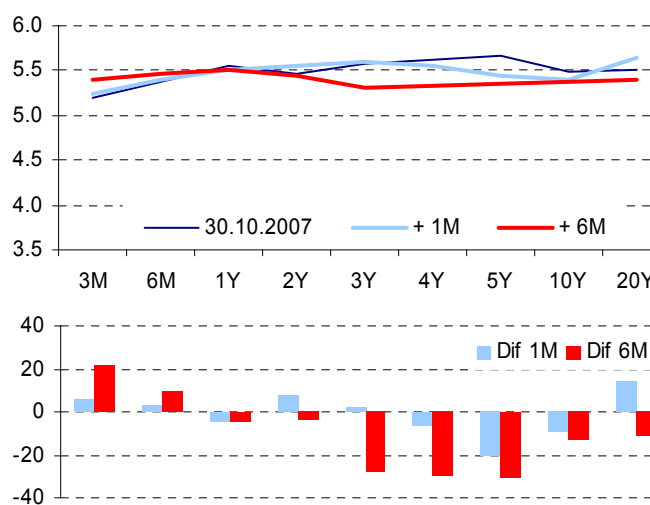
Tvař výnosové křivky budou určovat dvě tendence – krátký konec zůstane pod vlivem očekávaného utahování měnové politiky, na dlouhém je v případě proevropského vyznění programu vlády možné očekávat pokles přírážky a postupné obnovení konvergenčních tendencí.

Poslední zasedání sice ponechalo sazby bez změny, nicméně postupně dochází k zostřování jestřábí rétoriky, což, jak se domníváme, vyústí v listopadu měsíc v dalších 25 bodů směrem nahoru v klíčové sazbě. Očekávané makroekonomické podmínky pro zvýšení sazeb existují - nová prognóza vidí inflaci ve středním a delším horizontu nad horní

hranici tolerančního pásma, 3.5%, očekávaný růst stále nad potenciálem, zhoršující se vztah mezi produktivitou a mzdami, růst cen potravin a ropy (to se bude podle guvernéra polské CB „pečlivě sledovat“). Přesto si někteří členové Rady chtějí nejspíš počkat na agregátní mzdová data a na jednotkové mzdové náklady tento měsíc, což podle nás přesvědčí Radu o potřebě sazby zvednout.

Dlouhý konec bude pod vlivem dopadů voleb - vyšší fiskální disciplína, spjatá s poklesem rizikové přírážky polských bondů, očekávané obnovení privatizace, spjaté v teorii s nižšími výpůjčními potřebami vlády, a politická stabilita by měly do budoucna přinést snížení spreadu.

PL: výnosová křivka



Česká republika – dlouhodobá makroprognóza

		2004	2005	2006	2007f	2008f
Reálný HDP	(meziroční růst v %)	4.6	6.5	6.4	5.9	4.2
Spotřeba domácností	(meziroční růst v %)	2.9	2.4	4.4	7.0	3.3
Investice	(meziroční růst v %)	4.0	2.2	7.6	4.0	5.6
Nominální mdy	(meziroční růst v %)	6.7	5.3	6.4	7.2	7.8
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)	2.4	4.0	6.5	8.5	3.5
Průmyslová výroba	(meziroční růst v %)	9.6	6.6	11.2	9.2	8.1
CPI	(mez. růst v % na konci roku)	2.8	1.9	2.5	2.7	5.2
Nezaměstnanost	(%)	9.4	8.9	8.1	6.7	6.3
Obchodní bilance	(% z HDP)	-0.9	1.3	1.3	2.1	1.9
Přímé zahraniční investice	(mld. USD)	3.9	11.6	4.7	7.3	14.0
Běžný účet	(% z HDP)	-5.2	-1.5	-3.0	-3.4	-4.0
Státní rozpočet	(% z HDP)	-3.3	-1.9	-3.0	-2.3	-2.6
Veřejné rozpočty	(% z HDP)	-3.8	-2.2	-3.3	-2.5	-2.9
Repo sazba	(konec roku)	2.22	1.96	2.17	2.84	3.59
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	4.7
CZK / USD	(průměr)	25.7	24.0	22.6	20.4	20.1
CZK / USD	(konec roku)	23.4	24.5	20.9	18.9	20.3
CZK / EUR	(průměr)	31.9	29.8	28.4	27.7	26.9
CZK / EUR	(konec roku)	31.0	29.0	27.5	27.0	26.3

USA, EMU a Střední Evropa – dlouhodobá makroprognóza

HDP (%)	2006	2007f	2008f	2009f
USA	2.9	2.1	2.5	-
Eurozóna	2.8	2.7	2.7	-
Slovensko	8.3	8.9	7.2	5.3
Maďarsko	3.9	2.2	3.0	3.9
Polsko	6.2	6.5	5.5	6.0
Běžný účet (% HDP)	2006	2007f	2008f	2009f
USA	-6.0	-5.5	-5.0	-
Eurozóna	0.0	0.2	0.2	-
Slovensko	-7,3	-3.4	-2.4	-1.9
Maďarsko	-6.5	-5.0	-4.4	-3.9
Polsko	-3.2	-4.1	-4.5	-4.9

Zdroj: Česká spořitelna, Erste Bank, Slovenská sporiteľňa

CPI (% , konec roku)	2006	2007f	2008f	2009f
USA	3.2	2.8	2.5	-
Eurozóna*	2.2	2.0	2.2	-
Slovensko	4.2	3.0	3.5	3.5
Maďarsko	6.5	6.2	3.6	2.3
Polsko	1.4	2.7	2.9	2.7
Rozpočet (% HDP)	2006	2007f	2008f	2009f
USA	-1.9	-1.7	-1.3	-
Eurozóna	-1.6	-1.0	-0.8	-
Slovensko	-3.4	-2.9	-2.4	-2.6
Maďarsko	-9.2	-6.0	-4.2	-4.1
Polsko	-3.9	-3.2	-3.4	-3.1

*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	25.10.07	0	0	+25 / VIII-07	+25 / 1Q-08
USA	4.75	31.10.07	-25bp	-25bp	-50 / IX-7	-25 / X-31
Eurozóna	4.00	7.11.07	0	0	+25 / VI-7	+25 / 1.Q-07
Slovensko	4.25	30.10.07	0	0	-25 / IV-7	-
Maďarsko	7.50	29.10.07	0	-25bp	-25 / IX-7	-25 / XI-07
Polsko	4.75	31.10.07	0	-	+25 / VIII-7	+25 / XI-07

Kalendář makro dat

	období	datum	čas zveřejnění	Prognóza ČS/ERStE*	minulá hodnota
Česká republika					
PPI (meziročně)	10/2007	14.11.	10:00	1.9%	2.4%
Běžný účet	9/2007	14.11.	11:00	-6,5 mld Kč	-14,34 mld Kč
Maloobchodní prodeje (meziročně)	9/2007	15.11.	10:00	6.0%	6.8%
USA					
Obchodní bilance	9/2007	9.11.	15:30	-58,5mld.USD	- 57,6 mld. USD
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	10/2007	14.11.	15:30	0.2%	0.6%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	10/2007	16.11.	16:15	0.1%	0.1%
Využití průmyslových kapacit	10/2007	16.11.	16:15	82.1%	82.1%
PPI (meziměsíčně)	10/2007	14.11.	15:30	0.2%	1.1%
CPI (meziměsíčně)	10/2007	15.11.	15:30	0.3%	0.3%
Předstihové indikátory	10/2007	21.11.	17:00		0.3%
Philadelphia Fed	11/2007	15.11.	19.00	6.4	6.8
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	10/2007	28.11.	15:30		-1.7%
Prodeje nových domů	10/2007	29.11.	17:00		770k
Prodeje existujících domů	10/2007	28.11.	17:00		5,04 mil.
Osobní příjmy	10/2007	30.11.	15:30		0.4%
Osobní výdaje	10/2007	30.11.	15:30		0.3%
Spotřebitelská důvěra	11/2007	27.11.	17:00		95.6
EU					
CPI (meziměsíčně)	10/2007	16.11.	12:00	0.1%	0.0%
ZEW	11/2007	14.11.	12:00	-11,0	-12,5
GE: IFO	11/2007	30.11.	12:00	1.4	1,42
EMU: M3 (meziročně)	10/2007	28.11.	11:00	8.7%	8.50%
Slovensko					
CPI (meziročně)	10/2007	12.11.	10:00	3.0%	2.8%
Jádrová inflace (meziročně)	10/2007	12.11.	10:00	3.3%	3.0%
Obchodní bilance	9/2007	9.11.	10:00	-1,7 mld. SKK	-7,6mld. SKK
PPI (meziročně)	10/2007	28.11.	10:00	1.7%	1.6%
Maďarsko					
CPI (meziročně)	10/2007	13.11.	10:00	6.5%	6.4%
PPI (meziročně)	10/2007	30.11.	10:00	-1.4%	-2.7%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	9/2007	23.11.	10:00	-2.5%	-3.6%
Polsko					
CPI (meziročně)	10/2007	14.11.	15:00	2.7%	2.3%
Průmyslová výroba (meziročně)	10/2007	20.11.	15:00	9.1%	5.2%
PPI (meziročně)	9/2007	13.11.	15:00	2,4	2,0

(*) 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	jzidon@csas.cz
Úsek Finanční trhy – prodej a obchodování Ředitel úseku	Petr Witowski	+420/224 995 800	pwitowski@csas.cz
	Robert Novotný	+420/224 995 148	rnovotny@csas.cz
Odbor Obchody treasury – ředitel odboru	Libor Vošický	+420/224 995 592	lvoicky@csas.cz
Odbor Obchody na kapitálových trzích – ředitel odboru	Pavel Krivonožka	+420/224 995 565	pkrivonozka@csas.cz
Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty – ředitel odboru	Daniel Drahotský	+420/224 995 178	ddrahotsky@csas.cz
Odbor Proprietary trading	Dušan Vaškovic	+420/224 995 417	dvaskovic@csas.cz
Úsek Investiční bankovnictví Ředitel úseku	Jan Brabec	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
	Jiří Hrbáček	+420/224 995 836	jhrbacek@csas.cz
Odbor Primární emise	Alice Racková	+420/224 995 197	arackova@csas.cz
Odbor Finanční instituce – ředitel odboru	Jana Daňková	+420/224 995 128	jandankova@csas.cz
Odbor Obchodování a distribuce aktiv – ředitel odboru	Jan Brabec	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
Erste Bank Vídeň – Global Macro & CEE Equity	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	Jakub Židoň	+420/224 995 340	jzidon@csas.cz
akcie – sektor ropa, plyn	Guenter Hohberger	+43 501 00 173 54	guenter.hohberger@erstebank.at
akcie – sektor bankovnictví	Gernot Jany	+43 501 00 119 03	gernot.jany@erstebank.at
akcie – sektor telekomunikace	Vera Sutedja, CFA	+43 501 00 119 05	vera.sutedja@erstebank.com
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+420 224 995 940	urbankovav@ersteinet.cz
akcie – sektor IT	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	daniel.lion@erstebank.at
akcie – sektor strojírenství	Gerald Walek, CFA	+43 501 00 163 60	gerald.walek@erstebank.at
akcie – sektor pojišťovnictví	Christoph Schultes	+43 501 00 163 14	christoph.schultes@erstebank.at
Brokerjet	On-line obchodování s CP	+420 222 004 444	www.brokerjet.cz