

Měsíční strategie – dluhopisy a měny

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

prosinec 2007

Instrument	Úroveň z 30.10.2007	Prognóza 1 měsíc	Prognóza 6 měsíců	
ČESKÁ REPUBLIKA				
CZK/EUR	26,2	→	26,2	↓ 27,3
3M Pribor	3,93	↘	3,90	↘ 3,87
2Y	4,03	↑	4,17	↗ 4,40
10Y	4,38	↑	4,53	↑ 4,86
Hedge fondy, nízká likvidita, očekávání hiků ČNB díky inflaci... to vše může korunu ještě dále vychýlit k silnějším úrovním. Ale v 1H08 čekáme postupný návrat nad 27 EUR/CZK. Od ČNB čekáme další hike v dubnu s uklidněním koruny. Brutální akcelerace inflace může vést trh k započítání více hiků do křivky, než kolik jich nakonec centrální banka dodá. Nízká čistá emise dluhopisů bude snižovat spready na dlouhém konci výnosové křivky.				
USA				
USD/EUR	1,45	↗	1,44	↑ 1,40
3M Libor	5,13	↓	4,90	↓ 4,40
2Y	3,90	→	3,85	↗ 4,20
10Y	4,59	↘	4,50	→ 4,70
Nervozita na trhu pokračuje, což drží výnosy státních dluhopisů nízko a zvyšuje sazby na mezibankovním trhu. Předpokládáme, že v prosinci se situace nezmění. První pololetí příštího roku by mělo přinést postupné uklidňování a s ním spojený růst výnosové křivky. Podobně u dolaru by zklidnění situace mělo přinést obrát trendu a návrat na fundamentálně realističtější úrovně. Rizikem je recese, ovšem makroekonomické údaje na ní neukazují.				
EUROZÓNA				
3M Euribor	4,81	↓	4,60	↓ 4,15
2Y	4,44	→	4,40	↗ 4,55
10Y	4,61	→	4,60	↑ 5,00
ECB je v těžké pozici. Z jedné strany jí tlačí inflace, z druhé hrozba globálního zpomalení. Výsledkem by mělo být vyčkávání a tedy stabilní sazby. Výnosová křivka by se v prosinci měla držet zhruba stabilní, v půlročním horizontu očekáváme postupný růst.				
SLOVENSKO				
SKK/EUR	33,22	↗	33,00	↗ 32,30
3M Bribor	4,33	↘	4,30	→ 4,33
Hybatelem událostí v předchozím měsíci krize kolem pozemků pod Tatrami, ta ale byla zažehnána a koalice tudíž pokračuje dál. Inflace vzrostla podobně jako v jiných krajinách díky potravinám a energiím, nicméně inflační kritérium k přijetí EUR není ohroženo – reálné mzdy jsou stále bezpečně pod produktivitou práce, i když růst spotřeby bude odkládat cut ze strany NBS až do poslední chvíle. Koruna bude driftovat směrem k 32.50.				
MAĎARSKO				
HUF/EUR	253,0	↗	250,5	→ 253,0
3M Bubor	7,49	↓	7,27	↓ 6,98
3Y	7,20	→	7,18	↓ 6,50
10Y	6,70	↑	7,00	↘ 6,26
Vidíme riziko pomalejšího poklesu sazeb - centrální banka si chce počkat až jak se vyvine situace venku a mzdy. Růst hospodářství i příští rok slabý (v Q3 to bylo jenom 1.2%), což teoreticky může působit proti růstu mezd. Nicméně rychlá úvěrová aktivita bank a požadavky odborů (vyšší headline v současnosti) mohou spotřebu přizívit. Křivka celá dolů, na krátkém konci s poklesem sazeb, na dlouhém se s postupným zlepšením maďarského hospodářství, i když to může trvat déle, než se původně čekalo.				
POLSKO				
PLN/EUR	3,61	→	3,62	↗ 3,56
3M Wibor	5,56	↓	5,35	↗ 5,66
2Y	6,10	↓	5,74	↓ 5,43
10Y	5,72	↘	5,55	↓ 5,37
Silný hospodářský růst ve Q3 (6.4%), vyšší headline a rychlý růst spotřeby a mezd si vyžaduje další hike, rizikem zůstává růst sazeb o 25bodů již v prosinci. Vyšší sazby a očekávaná protržní orientace vlády (např. rozběh privatizace) by měly v horizontu půl roku posílit zlotý a způsobit 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 volatilitě (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 – slovenská koruna pokračuje v posilování, předpokládáme, že má před sebou další prostor stejným směrem

#33 – doporučení otevřené v průběhu listopadu zatím splňuje očekávání, předpokládáme, že především začátkem příštího roku by mělo dojít k dalšímu zúžení rozdílu mezi výnosem státního dluhopisu a swapovou sazbou.

#34 – předpokládáme poměrně brzký obrát trendu vývoje kurzu eura k dolaru a jen mírně pozdější u kurzu koruny k euru. Zatím nám zisky z posílení dolaru vymazávají ztráty z posílení koruny, ale očekáváme, že se vše v dobré obrátí.

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	4.4.2007	29.03.08	12M MM	3,74	33,18	2,54	0,58	0,85
33	Euribor/Bribid	22.11.2007	22.5.2008	EUR/SKK	101,00	83,3	0,89	17,8	
33	spread 5Y swap/T-bond (US)	29.11.2007	29.5.2008	USD 5Y IRS/5Y bond	17,93	17,95	0,16	0,17	9,28
34	long USD/CZK			USD 6M libor/CZK 6M přibor					

Sledujeme

➤ **Short EUGB (možná je i varianta s USGB), long HUGB nebo PLGB** – pokles u výnosů bundů (respektive treasuries) již vidíme jako omezený, v horizontu 6M čekáme růst výnosů. V regionu vidíme největší prostor pro pokles rizikové přírážky u HU a PLGB.

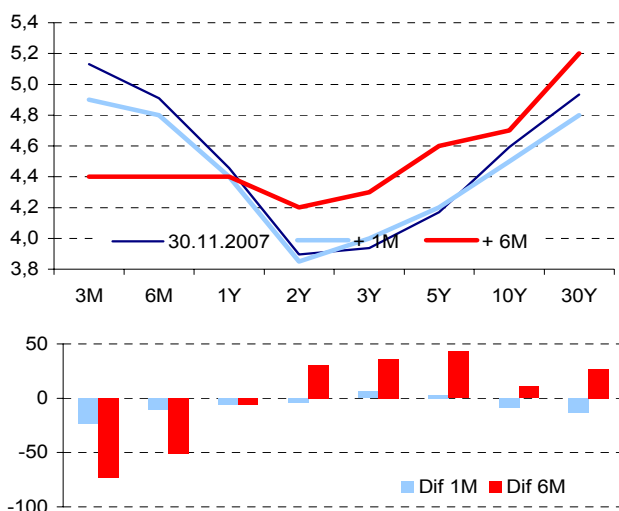
USA

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

Nervozita na peněžním trhu trvá, roste pesimismus ohledně vyhlídek ekonomiky

Trvající nejistota ohledně celkového dopadu krize na subprime hypotékách na finanční sektor a reálnou ekonomiku vedla v průběhu listopadu k růstu nervozity. Nejzřetelněji se to projevilo v opětovném zvýšení sazeb mezibankovního trhu a zvýšení rozdílu mezi výnosy státních dluhopisů a swapovými sazbami. Data z reálné ekonomiky zatím stále neukazují na výraznější problémy. Indikátory stavu výrobního sektoru potvrzují zpomalující, ale trvající, expanzi. Ve čtvrtém čtvrtletí by měla ekonomice pomáhat stabilní poptávka spotřebitelů a rychle silící export. Naopak negativně bude působit sektor nemovitostí a navazující obory. Otázkou je vývoj investic: trvajících spotřebitelská poptávka a silící export by měly investice podporovat, obavy ze zpomalení příští rok a zhoršená dostupnost úvěrů naopak zpomalovat. Dá se očekávat určité oslabení investiční aktivity, podle našeho názoru však ne dramatické.

US výnosová křivka



Fed patrně dále uvolní měnovou politiku, očekávání trhu jsou však přehnaná

Výroky představitelů Fedu v průběhu listopadu byly spíše opatrné a nekorespondovaly s nastavením trhu, který čekal dramatické uvolňování měnové politiky. Až v závěru měsíce se ve vystoupeních Kohna, Bernankeho a Yellen rétorika podstatně zmírnila. Snížení sazeb na zasedání 11.12. nyní vypadá pravděpodobně, otázkou je, zda nedojde k dlouho nevídanému rozštěpení FOMC na holubičí a jestřábí část. Podle našeho názoru je však velmi nepravděpodobné, že by Fed snižoval sazby v rozsahu očekávaném trhem (podle futures na Fedu funds až na 3% v srpnu 2008). K tomu by mohlo dojít pouze v případě recese, kterou pokládáme za málo pravděpodobnou. Podle našeho názoru by v příštím roce mohly sazby klesnout ke 4% (v případě výraznějšího zpomalení ekonomiky a stabilní inflace je samozřejmě možný poněkud větší pokles).

Prostor pro pokles výnosů státních dluhopisů zůstává omezený

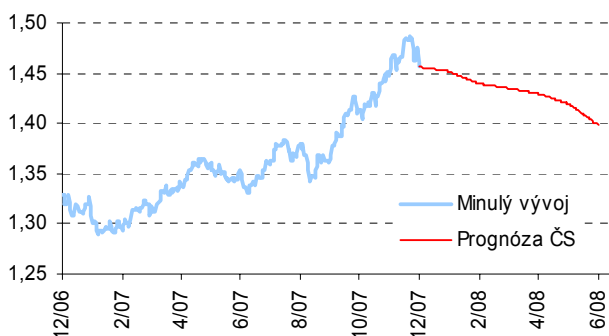
Situace se proti minulému měsíci prakticky nezměnila. Nadále dominuje nedůvěra mezi finančními institucemi a obavy ze zpomalení/recese v příštím roce tlačí výnosy dluhopisů níže. Do konce roku by se na tom nemělo nic změnit, bezpečí státních dluhopisů bude při sezónně nižší likviditě na trzích v prosinci lákavé. Výnosy by se tedy měly pohybovat zhruba na současných úrovních, pokud by rostlo napětí mohou ještě poněkud klesnout. V šestiměsíčním horizontu už by napětí a nervozita měly polevovat a výnosové křivky by se měly posunout zřetelně nahoru. Rizikem je, že se realizují obavy z recese, což by udrželo výnosy nízkou.

Dolar už možná otáčí

Přepočítali jsme předpověď pro vývoj kurzu dolaru k euru: v podstatě jde jen o přizpůsobení odhadovaných úrovní stávající situaci (tedy většímu než původně očekávanému oslabení dolaru), základní scénář, tj. obrát trendu zůstává v platnosti. Nyní počítáme s dřívějším obrátem trendu (místo několikaměsíčního platu na úrovni 1,40 návrat k této úrovni). Základní filosofie předpovědi se nemění: vycházíme principiálně z rozdílného vývoje cyklu v USA a EMU + zlepšování rovnováhy bilance běžného účtu u USA, tyto vlivy by měly být podpořeny posilováním asijských měn vůči dolaru (vázaným na posilování čínského juanu), které by mělo

odbremit euro od největšího tlaku. Podobně jako v dalších částech finančního trhu obchodování v uplynulých týdnech dominovaly spíše emoce než racionální úvahy. Odepisovat dolar (a tedy americkou ekonomiku) je podle našeho názoru hodně předčasné. Rozhodně tedy nepočítáme s aktuálně populárními představami o dalším výrazném oslabení dolaru.

EUR/USD



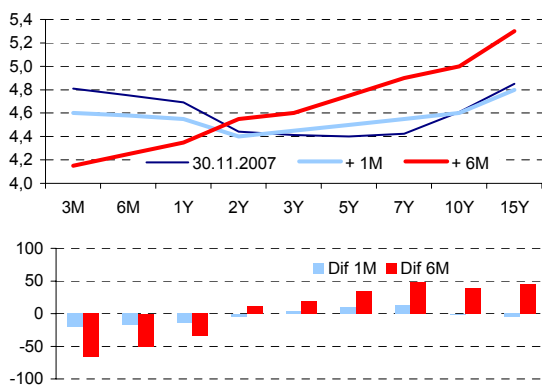
EMU

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

ECB má svázané ruce

Inflace je nepříjemně vysoko, rychlost růstu peněžní zásoby se zvyšuje, ECB přesto neutahuje měnovou politiku. Trvající silná nervozita na mezibankovním a riziko zpomalení ekonomiky udržují ECB ve vyčkávacím módu. Část trhu začíná spekulovat na snížení sazeb, to je ovšem velmi málo pravděpodobné. Nejdříve by musela opravdu výrazně zpomalit ekonomika a tedy klesnout poptávkové tlaky. ECB se koncentruje především na rizika přelití růstu cen potravin a energií do jádrové inflace a bude tedy čekat zda se inflační „hrb“, kterým momentálně procházíme, spořádaně odporoučí až pominou jeho důvody (bazické efekty u ropy a skokový růst cen potravin).

EMU: výnosová křivka



Uvažovat lze spíše o možnosti zvýšení sazeb, pokud by se ukázalo, že dochází ke zvyšování inflačních očekávání, především pokud by rostly tlaky na mzdy. Náznaky se objevují, ECB tedy bude určitě velmi opatrná. Podle našeho názoru už sazby zůstanou stabilní, počítáme tedy s udržením rovnováhy mezi inflačními riziky a riziky pro růst.

Výnosová křivka zůstane v měsíčním horizontu stabilní

Výnosová křivka by se měla vyvíjet podobně jako v USA. V prosinci by tedy kvůli nervozitě měla zůstat zhruba na současných úrovních, v prvním pololetí příštího roku už by se měla začít zvedat. Zajímavé je, že se po delší době dostala evropská výnosová křivka nad svou americkou kolegyni. Podle našeho názoru by se obě křivky měly držet poblíž sebe,

předpokladem je, že v USA nedojde k recesi, která by poslala americkou křivku ještě níže než je nyní.

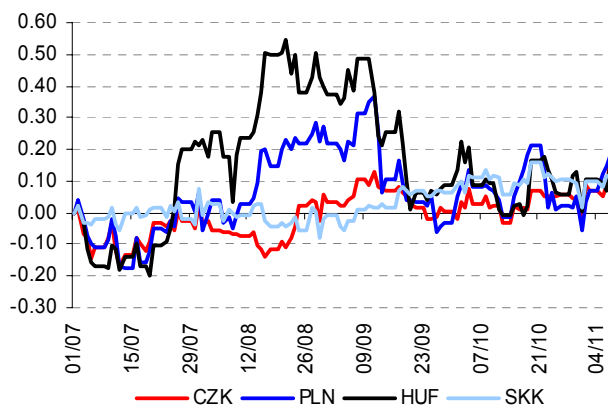
Region v globálu

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

FI – opět k fundamentům

CEE riziková přírážka (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).

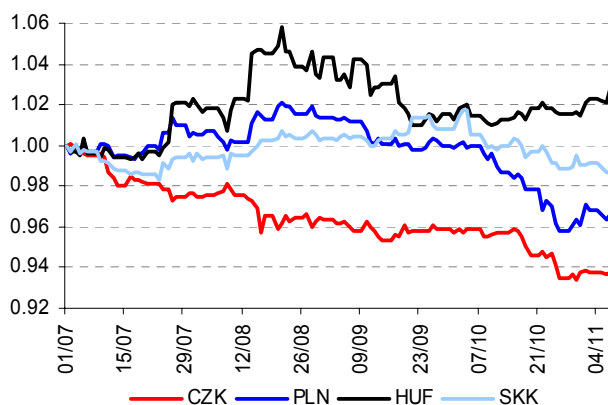
CEE/EU 10Y spread (změna od 1.7., v pb)



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 trpěly 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 poskovnu).

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



Česká republika

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

Koruna v nebi

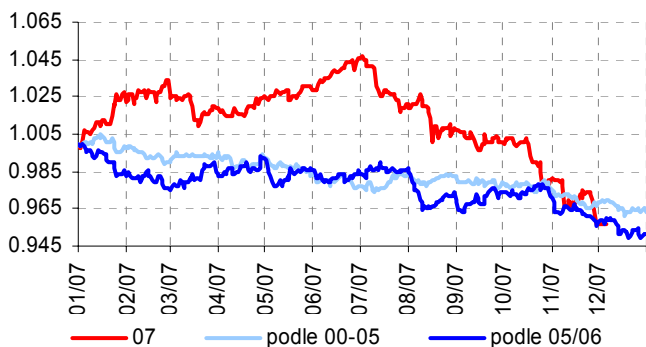
Koruna se posunula opět blíže k 26. Důvody? Obvyklá sezónní snaha hedge fondů nahnat zisky před koncem roku, viz obrázek níže. Nahrává jim nízká předvánoční likvidita a vyplašený trh, který započítává další a další cuty Fedu. A v neposlední řadě hike ČNB.

Co dále? Větší volatilita může dostat korunu na ještě silnější úrovně. Pokud by se koruna vyvíjela jako v posledních dvou

letech, tak by se dostala těsně pod 26 EUR/CZK. Zdá se to moc, ale jen z pohledu první půlky tohoto roku, kdy koruna šplhala na neobvykle slabé úrovni.

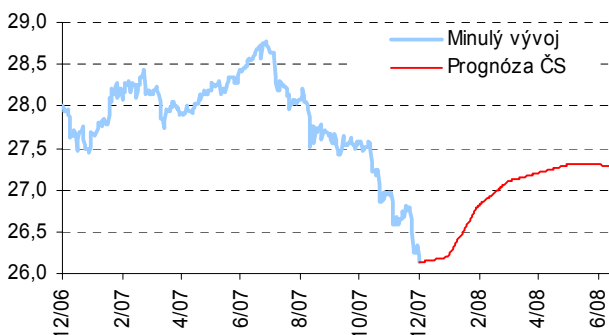
Nicméně s uklidněním napjatých nervů ohledně vývoje v USA by se koruna měla postupně vracet k úrovním více v lajně s fundamenty. V 1H proto čekáme návrat nad 27. Sezónní analýza toto podporuje.

EUR/CZK: sezónnost



Aktuální hodnoty vidíme zajímavé pro hedging importérů pro 6M horizont a pro pozice short CZK.

EUR/CZK



ČNB zvýšila sazby, ale jen tak mimochodem

Bankovní rada zvýšila sazby na 3,5%. Ale pokud jste čekali jasnou jestřábí rétoriku, tak jste museli být zklamáni. Guvernér Tůma totiž na tiskovce řekl, že další směřování sazeb může být oběma směry = nahoru, ale i dolů. Podle mého názoru se Sedmička zalekla akcelerující inflace, která si to rázuje k 6%. Sedmička musí vidět, že to je o ropě, potravinách, daních a regálových cenách. Ale nechce se nechat obvinít, že nic nedělá, navíc mohla sehrát roli taktika ukázat „my jsme připraveni zasáhnout“ v období probíhajících mzdových vyjednávání.

Ale slabá rétorika je výsledkem koruny. Podle našich odhadů stojí prognóza ČNB na předpokladu 27,4 EUR/CZK, ale koruna se dostala o více než korunu silnější úrovní. Tůma na tiskovce řekl, že si umí představit, že další posílení koruny by mohlo na bankovní radě vyvolat diskusi o cutech. A to byla koruna na 26,3. Nyní (6.12) se dostala až pod 26,10.

Cuty nečekáme, ale ani nejsme v táboře rychlo-hikerů. Další zvýšení čekáme v dubnu na 3,75%, kdy by se koruna již měla definitivně uklidnit a vrátit nad 27. Další růst sazeb čekáme až v roce 2009, ale z hlediska časování je možné, že další hike přijde ještě ve 4Q08.

Inflační hydra

Inflační hydra se probudila. Takto to aspoň musí vypadat, při pohledu na poslední vývoj inflace. Čísla začínající čtyřkou tady dlouho nebyla. A bude hůř. Již za listopad očekáváme

zrychlení ke 4,5% a na začátku příštího roku se inflace nadnese k 6%!

Růst inflace je o nabídkových faktorech, poptávková inflace je stlačena pod 2%. A poptávkovou inflaci bude dále stlačována silným kurzem. Proto nečekáme razantní reakci centrální banky. Ale trh, až uvidí na monitorech čísla začínající 4, pak 5 a dokonce až 6 by mohl reagovat. Dva způsoby: další vychýlení kurzu ještě k silnějším úrovním. Nebo zanesení razantnějšího zvyšování sazeb do křivky, které ale nebude realizováno.

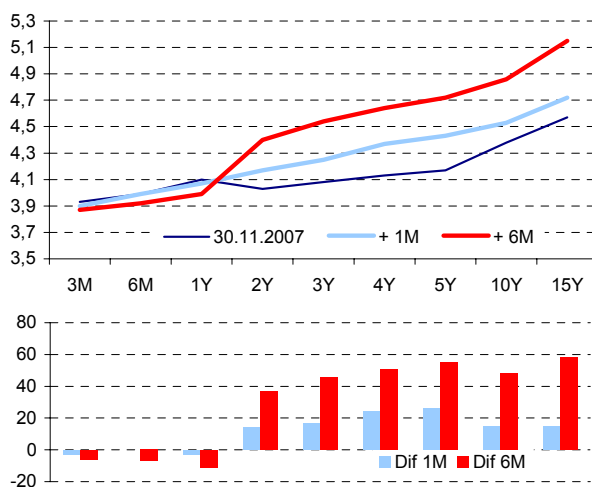
Vánoční nadílka pro bondaře

Ministerstvo zveřejnilo emisní kandelábr, který je konzistentní se schváleným deficitem 71 mld. CZK. Stát bude potřebovat 180 mld. 15 mld. smázne půjčka od EIB. MinFin bude pokračovat ve snižování objemu pokladničních poukázek (0-20 mld.). V příštím roce čekáme emisi Eurobondů ve výši 1-1,5 mld. EUR. A na domácím trhu čekáme umístění cca 130 mld. CZK. Což při odmaturování 90 jard znamená zvýšení čisté emise o 37 mld. (letos o cca 10 mld.)

Na straně poptávky domácích finančních institucí očekáváme růst poměru úvěrů k vkladům: neboli růst úvěrů bude vyšší než porostou pasiva domácích finančních institucí.

Takže, suma sumárum, tlak na pokles spreadu (nižší čistá emise) bude částečně kompenzován nižší domácí poptávkou.

CZ: výnosová křivka



Slovensko

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

Fico vs. Mečiar místo Eurostatu

Zatímco v říjnu hrála na Slovensku podstatnou úlohu situace kolem možné revize Eurostatu a tudíž schopnosti Slovenska přijmout EUR, v listopadu se pozornost obrátila na krizi politickou. Roztržka ohledně korupcí zavánějících převodů lukrativní restituované půdy pod Tatrami firmám blízkým HZDS (což je jedna ze 3 stran tvořících vládní koalici na Slovensku) místy vypadala na rozpad vlády a buďto na předčasné volby, nebo na vládu dvou zbývajících stran (Smer a SNS) s tichou podporou některých odpadlických členů HZDS. Nakonec došlo k vzájemné pragmatické dohodě jednotlivých stran a situace se upokojila – slovenská koruna si krize příliš nevšimla a kopírovala region. Na přijetí EUR existuje mezi slovenskou politickou reprezentací shoda, tudíž problémy tohoto charakteru výhled neohrožují.

Inflace nahoru, kritérium OK

V podstatě jedinou potenciální hrozbou pro přijetí EUR je nestabilní výhled inflace – ta sice je stále nízká, nicméně obavou EK je, že tento vývoj je pro slovenskou ekonomiku neudržitelný. Headline inflace poskočila v říjnu podobně jako v sousedních zemích (3.3% ze zářijových 2.8%), HICP, což je důležitější pro plnění kritérií, byl 2.4% (z 1.7 % měsíc předtím). Poptávkové tlaky zůstaly stále relativně slabé - růst mezd (o něco přes 4% v Q3) je stále podstatně nižší než reálné tempo růstu slovenské ekonomiky. Ten byl v Q3 9.4% a byl tažen jak čistým exportem (auta, elektronika, stroje) tak spotřebou. Ta vzrostla o 8.3% (oproti 7.8% z Q2), což je více než co by odpovídalo reálnému růstu mezd (expanze úvěrů) – to bude pro NBS důvodem s vyčkáváním ohledně cutu (pokud, jak se domníváme, ECB již hike nedodá) až do doby, kdy už bude inflační kritérium „v suchu“.

Celkově ale zůstává inflace stále pod cílem, jehož plnění vyžaduje Maastrichtská smlouva. 12M HICP je zhruba 0.5 p.b. níže, než je limit pro plnění a očekáváme, že to tak zůstane i na jar příštího roku, kdy se budou kritéria a připravenost Slovenska na přijetí EUR hodnotit.

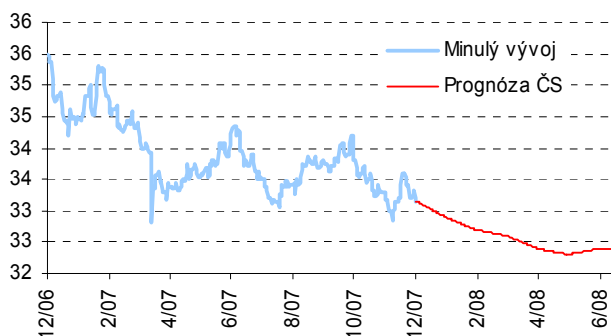
Koruna slavila výročí – v ERM-2 už je přesně dva roky a Slovensko tak formálně splňuje tuto podmínku vstupu do EMU. Vývoj v nejbližších měsících by se měl nést ve znamení posílení EUR až ke hranici 32.50 CZK/EUR.

v Maďarsku relativně vysoká, nad 4% (v Maďarsku jsou v jádru zahrnuté zpracované potraviny i tabák s alkoholem).

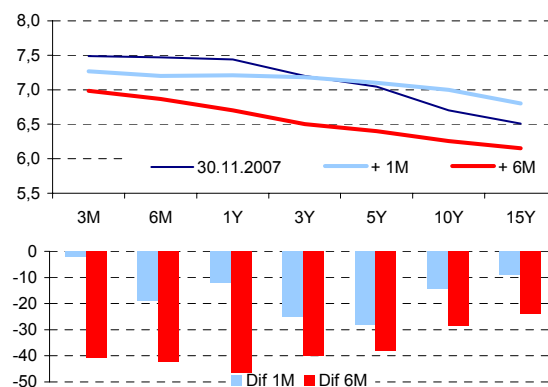
Oproti tomu stálo ještě slabší HDP, než co se čekalo. Růst ve Q3 byl jenom 1% ve srovnání s už i tak slabým Q2 růstem o 1.2%, což bylo zřejmě dáno dalším poklesem domácí poptávky (zatím není k dispozici přesná struktura HDP).

Celkově to ale samozřejmě znamená pro Maďarskou centrální banku jediné – dilema. Na jedné straně nižší růst, na straně druhé vyšší inflace a v maďarských podmínkách i citlivost forintů (export je jedno z mála světlých míst maďarské ekonomiky, nižší sazby by mohly zmazat výhodu z titulu diferenciálu, množství úvěrů je v EUR). Hlasování na posledním zasedání ponechalo sazby bez změny, čeho jsme si povšimli byla změna rétoriky. Zatímco donedávna se zdálo, že cut je jenom otázkou času, nyní se část Rady domnívá, že efekt vyšších cen potravin a energií může být trvalejší než se donedávna zdálo a že se „vyšší úrovně inflace po několik měsíců mohou objevit ve vyšších očekáváních“. Inflační očekávání vůbec sehrávají v argumentaci banky klíčovou roli – to je dáno zčásti historicky (hospodářská politika Maďarska je dlouhodobě stop-and-go, a fiskální restrikce v Maďarsku historicky většinou znamená vyšší ceny, což lidé ví) a zčásti i volbou kursového režimu, kde reálnou konvergenci nezabezpečuje posilování kurzu.

EUR/SKK



HU: výnosová křivka

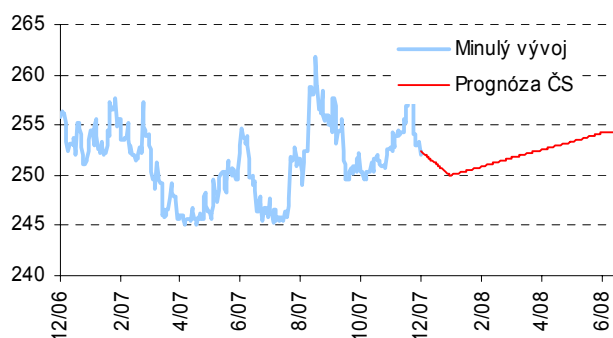


Maďarsko

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

Maďarsko – strašák stagflace ?

EUR/HUF



Měsíc plný nemilých překvapení v Maďarsku - CPI zrychlilo víc, než se čekalo, i když samozřejmě zejména kvůli exogenním důvodům, podobně jak v jiných zemích CEE. Headline rostl v říjnu o 6.7 %, nejvyšší nárůsty jsou v oddílech energie, jídlo (+11% y/y), naopak ceny zboží dlouhodobé spotřeby mírně klesly. Nicméně, i jádrová inflace zůstává

Obavy centrálních bankéřů dále přizpůsobila právě probíhající mzdová vyjednávání, když je požadavkem odborů růst nominálních platů až o 9-10%, což je nad součtem očekávané inflace a růstu produktivity. K obavám o vyšší inflaci i po odeznění šoku se může přidat i rychlý růst úvěrů – v říjnu 2007 byl agregátní stav úvěrů (zejména spotřebitelských a hypoték) o cca 21 procent vyšší než před rokem. Zajímavou skutečností je i to, že polovina stavu (a většina nových úvěrů) je v EUR anebo v CHF. Stabilita forintů je tedy i vnitropoliticky klíčová. Celkově tedy byla rétorika mírně více jestřábí, než doposud – s dalším cutem se podle guvernéra počká až na to, když „se inflační očekávání a mezinárodní trhy hnou vhodným směrem“.

Rada taktéž zveřejnila svou představu o růstu ekonomiky – žádné dramatické zlepšení se do roku 2008 nečeká, hospodářsky růst by podle bankéřů měl dosáhnout 2.4%, průměrná inflace pak 5%. Skutečné zpomalení inflace se pak očekává až v roce 2009. Tento výhled bude vést k opatrnější měnové politice - náš základní scénář zůstává 100 bazických bodů do základní sazby směrem dolů. nicméně

Podtrženo, sečteno - našim očekáváním jsou tedy 3-4 cuty na příští rok, rizikem zůstává menší rozsah snižování.

Na krátkém konci výnosové křivky bychom měli vidět postupný pokles s tím, jak se budou sazby v Maďarsku snižovat, i když vidíme riziko, že ten pokles nebude až tak rychlý, jak si jej představujeme my. Dlouhý konec má prostor

k poklesu jenom v delším horizontu, a to zejména díky poklesu rizikové prémie po uklidnění situace na světových trzích.

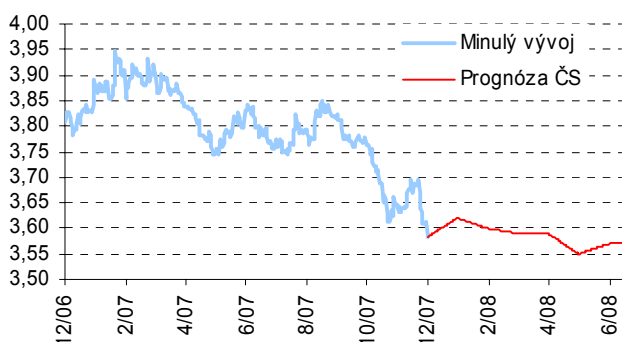
Polsko

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

Nová vláda a polský rychlík...

Nejdříve politický update – byla jmenována nová vláda. Z jmen, které mohou mít do budoucna vliv na ekonomickou politiku vzpomeňme ministra financí Jaceka Rostowskeho, ekonoma a zastávce rychlého přijetí EUR, a ministra státního pokladu Alexandra Grada, který má v nové vládě na starosti privatizaci, a který slibuje její urychlení („privatizační příjmy ve výši 2.3 mld. plánované na rok 2008 jsou absolutním minimem“).

EUR/PLN



Z ekonomických zpráv v předchozím měsíci byly nejpodstatnější tři, vzájemně provázané – inflace, mzdová data a rozhodnutí o sazbách.

Inflace sleduje trend v regionu – růst díky cenám potravin a energií. Nicméně, situace v Polsku je dle mého názoru nejvážnější z krajín CEE, alespoň co se týče obav o přetavení této inflace do vyšších očekávání – zatímco Maďarsko je hospodářsky u země a tudíž desinflační, Slovensko hodlá přijmout EUR a reálné mzdy (růst o něco přes 4%) jsou ještě stále pod reálným růstem HDP (přes 9%) a tudíž zatím bez výraznějšího pro-inflačního stimulu. Česká republika je v obdobné situaci jako Polsko, nicméně zpomalení spotřeby příští rok, silná koruna v malé české ekonomice a umírněné požadavky odborů zatím nejsou až tak znepokojivé jako růst reálných agregátních mezd o 13% a maloobchodních tržeb o 20%.

...brzdí MPC a bude tomu i nadále

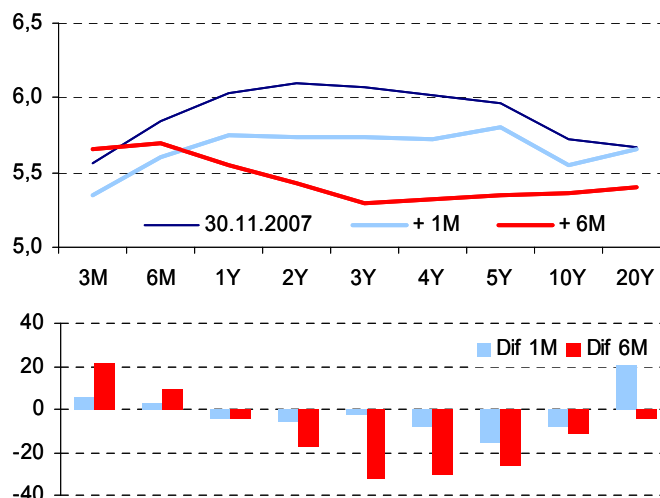
Těmto obavám odpovídalo i rozhodnutí MPC, když sazby na listopadovém zasedání vzrostly o dalších 25 bodů – klíčová sazba je tak na 5%. Silnější růst HDP ve 3. čtvrtletí (6.4%) také dále podpořil hikovací odhodlání polské banky – hnací silou růstu byly vyšší investice a vysoká spotřeba.

Tvař výnosové křivky stále pod dvojím vlivem – krátký konec zůstane pod vlivem očekávaného utahování měnové politiky. Na dlouhém konci došlo těsně po volbách k propadu výnosů, což patrně vyvolalo vybírání zisků a korekci k předvolebním úrovním. V horizontu měsíce nevidíme, a to i díky nižší aktivitě před koncem roku, žádné potenciální hybatele pro výraznější pohyb na bondech. Na příštích 6 měsících pak vidíme prostor k poklesu křivky poté co se pozitivně projeví proevropská a tržní orientace nové vlády.

Co se nastavení základních měnověpolitických nástrojů týče, našim základním scénářem jsou ještě dva hiky v příštím roce (leden a duben, celkově by tedy vrchol cyklu měl být kolem 5.50%), i když silnější hospodářský růst za třetí

kvartál a mírně rozkolísaný zloty zvyšují pravděpodobnost hiku již nyní v prosinci.

PL: výnosová křivka



Co se týče zlatého, očekáváme mírné posílení, a to díky kreditu vlády, zdravé ekonomice a také v souvislosti s očekávaným růstem sazeb (minimálně dva hiky příští rok, riziko směrem nahoru).

Česká republika – dlouhodobá makroprognóza

		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

HDP (%)	2006	2007f	2008f	2009f
USA	2,9	2,2	2,2	2,6
Eurozóna	2,8	2,6	2,1	2,3
Slovensko	8,5	8,9	7,2	5,3
Maďarsko	3,9	1,7	2,5	3,5
Polsko	6,2	6,5	5,5	5,8
Běžný účet (% HDP)	2006	2007f	2008f	2009f
USA	-6,0	-5,5	-5,0	-
Eurozóna	0,0	0,2	0,2	-
Slovensko	-7,2	-3,3	-3,1	-2,8
Maďarsko	-6,5	-5,1	-4,5	-4,1
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	1,9	2,2
Eurozóna*	2,2	2,1	2,6	2,3
Slovensko	4,2	3,3	3,5	3,5
Maďarsko	6,5	6,9	3,9	2,3
Polsko	1,4	3,4	3,0	2,7
Rozpočet (% HDP)	2006	2007f	2008f	2009f
USA	-1,9	-1,7	-1,3	-
Eurozóna	-1,6	-1,0	-0,8	-
Slovensko	-3,3	-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	3,50	19.12.2007	0	0	+25 / XI-07	+25 / 1Q-08
USA	4,50	11.12.2007	0	0	-25 / X-7	-25 / XII-07
Eurozóna	4,00	10.1.2008	0	0	+25 / VI-7	-
Slovensko	4,25	18.12.2007	0	0	-25 / IV-7	-
Maďarsko	7,50	17.12.2007	0	0	-25 / IX-7	-25 / III-08
Polsko	5,00	19.12.2007	0	0	+25 / XI-7	+25 / IV-08

Kalendář makro dat

	období	datum	čas zveřejnění	Prognóza ČS/ERStE*	minulá hodnota
Česká republika					
Nezaměstnanost	11/2007	10.12.	9:00	5,7%	5,8%
CPI (meziročně)	11/2007	10.12.	9:00	4,5%	4,0%
Průmyslová výroba (meziročně)	10/2007	11.12.	9:00	6,3%	1,2%
PPI (meziročně)	11/2007	14.12.	9:00	5,0%	4,4%
Běžný účet	10/2007	12.12.	10:00	-16,20 mld Kč	-5,82 mld Kč
Maloobchodní prodeje (meziročně)	10/2007	17.12.	9:00	6,0%	4,3%
USA					
Obchodní bilance	10/2007	12.12.	14:30	-57,2mld.USD	- 56,5 mld. USD
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	11/2007	13.12.	14:30	0,5%	0,2%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	11/2007	14.12.	15:15	0,1%	-0,5%
Využití průmyslových kapacit	11/2007	14.12.	15:15	81,7%	81,7%
PPI (meziměsíčně)	11/2007	13.12.	14:30	1,5%	0,1%
CPI (meziměsíčně)	11/2007	14.12.	14:30	0,6%	0,3%
Předstihové indikátory	11/2007	20.12.	16:00		-0,5%
Philadelphia Fed	12/2007	20.12.	18.00		8,2
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	11/2007	27.12.	14:30		-0,4%
Prodeje nových domů	11/2007	28.12.	16:00		728k
Prodeje existujících domů	11/2007	31.12.	16:00		-1,2%
Osobní příjmy	11/2007	21.12.	14:30		0,2%
Osobní výdaje	11/2007	21.12.	14:30		0,2%
Spotřebitelská důvěra	12/2007	27.12.	16:00		87,3
EU					
CPI (meziměsíčně)	11/2007	14.12.	11:00		0,5%
ZEW	12/2007	11.12.	11:00		-30,0
GE: IFO	12/2007	19.12.	12:00		104,2
EMU: M3 (meziročně)					
Slovensko					
CPI (meziročně)	11/2007	27.12.	9:00	2,9%	0,3%
Jádrová inflace (meziročně)	11/2007	11.12.	9:00	3,6%	3,6%
Obchodní bilance	10/2007	12.12.	9:00	-0,6mld.SKK	4,7mld. SKK
PPI (meziročně)	11/2007	27.12.	9:00	1,7%	1,8%
Maďarsko					
CPI (meziročně)	11/2007	11.12.	9:00	6,9%	6,7%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	10/2007	21.12.	9:00	-3,4%	-4,6%
Polsko					
CPI (meziročně)	11/2007	14.12.	14:00		1,2%
Průmyslová výroba (meziročně)	11/2007	19.12.	14:00		14,6%
PPI (meziročně)	10/2007	19.12.	14:00		3,4%

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

KONTAKTY

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

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