

Měsíční strategie – dluhopisy a měny

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

leden 2008

Instrument	Úroveň z 28.12.2007	Prognóza 1 měsíc	Prognóza 6 měsíců	
ČESKÁ REPUBLIKA				
CZK/EUR	26.6	↑ 26.2	↘ 26.9	Prosincová inflace si žádá hike v únoru. Do konce roku pak v závislosti od vývoje v USA a EMU ještě 1 hike (nižší cíl od 2010, vyšší headline, očekávání) nebo stabilita (recese v USA). Česká koruna na novém rekordu, v kratším horizontu koruna nejspíš oslabí (momentálně se nachází mimo fundamentálně odůvodnitelnou úroveň), v druhé polovině roku ale čekáme spíše posilování. Bondy v delším období spíše nahoru (fundamenty, EMU), v opačném směru působí nižší čistá emise tento rok.
3M Pribor	4.08	↓ 3.85	↓ 3.88	
2Y	4.23	↘ 4.15	↘ 4.11	
10Y	4.53	↘ 4.45	→ 4.60	
USA				
USD/EUR	1.45	↘ 1.47	↑ 1.38	Obavy z recese budou v nejbližších měsících držet výnosy nízko a dolar zůstane slabý. Naším hlavním scénářem je zhoršení makra v 1H08 a oživení ve 2H08. Dno sazeb Fedu čekáme na 3,75%. V tom případě by ještě před pololetím mělo dojít ke zvyšování strmosti výnosové křivky (především kvůli růstu dlouhého konce) a obratu k posilování dolaru. Oslabení dolaru nečekáme ani pokud dojde k recesi – dolar by měl v tomto případě sloužit jako bezpečný přístav.
3M Libor	4.73	↓ 4.50	↓ 4.00	
2Y	3.87	↓ 3.50	→ 3.90	
10Y	4.73	→ 4.80	↗ 4.90	
EUROZÓNA				
3M Euribor	4.69	↓ 4.53	↓ 4.15	ECB bude sledovat především inflaci a méně růst na rozdíl od Fedu. Čekáme proto po většinu roku beze změny a malé zvýšení sazeb na konci roku (kvůli potlačení možných sekundárních inflačních tlaků). Výnosová křivka by se měla vyvíjet podobně jako v USA, tj. po období stability by měl začít růst dlouhý konec s tím, jak dojde k oživení ve světě.
2Y	4.54	→ 4.52	→ 4.55	
10Y	4.72	→ 4.76	↗ 5.00	
SLOVENSKO				
SKK/EUR	33.64	↑ 33.20	↗ 32.50	SK zůstane i letos nejrychleji rostoucí ekonomikou v regionu. Fundamentům však bude dominovat jeden specifický faktor – plán přijetí eura v roce 2009. Šance na úspěšné završení snah o vstup do Eurozóny vidíme jako velice slušné (kolem 80%). SKK se s blížícím termínem verdiktu ohledně eura začne oddělovat od regionu a může se dostat pod poslední vlnu spekulativního tlaku na posílení. Jako nejpravděpodobnější vidíme konverzní kurz v intervalu 32,5-33,0 SKK/EUR. Klíčové sazby by se měly harmonizovat s Eurozónou kolem poloviny roku.
3M Bribor	4.30	↗ 4.33	↘ 4.08	
MAĎARSKO				
HUF/EUR	254.1	↗ 253.0	→ 255.0	Ekonomika se začne letos pomalu vzpamatovávat z dočasných negativních dopadů opatření pro ozdravení rozpočtu. Růst však pořád slabý, HUF zůstane nadále vysoce citlivý na výkyvy v rizikové averzi (nejvíc v regionu). Předpokladem pro znovuoživení cyklu uvolňování měnové politiky je minimálně stabilita HUF a důkazy o tom, že nedochází k zvyšování inflačních očekávání. Sazby se dolů kopcem opět rozběhnou nejspíš až ve druhém kvartálu, za celý rok cuty o 75 bodů. Celkově očekáváme mírný pokles maďarské křivky, většina pohybu se však uskuteční ve druhé polovině roku.
3M Bubor	7.50	→ 7.50	↓ 7.25	
3Y	7.31	→ 7.30	↘ 7.05	
10Y	6.87	→ 6.85	→ 6.80	
POLSKO				
PLN/EUR	3.60	↗ 3.58	→ 3.60	I díky pokračující silné domácí poptávce si ekonomika udrží slušný růst. Tento vývoj si vybere daň v podobě dalšího rozšiřování schodku na běžném účtu. Proto předpokládáme mírnější zhodnocení PLN než minulý rok (konec roku 3,50 PLN/EUR). Jeho posilování bude podporovat i utahování měnové politiky ze strany centrální banky (za celý rok +75 bodů). Přehodnocení mírně přestřelených očekávání trhu ohledně sazeb spolu s uklidněním situace na hlavních trzích přispějí k snížení rizikové přírážky na dluhopisech. Rozběhnutí privatizace sníží nabídku dluhopisů, i když je otázkou nakolik vláda omezí domácí a nakolik spíše zahraniční emise.
3M Wibor	5.70	↘ 5.65	↑ 5.95	
2Y	6.20	↗ 6.30	→ 6.10	
10Y	5.80	→ 5.80	→ 5.77	

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 – Přibližování okamžiku přijetí eura oddělí SKK od regionu a vidíme možnost spekulativních tlaků na slovenskou kolegyni.

#33 – hra na zúžení rozdílu mezi výnosem státního dluhopisu a swapovou sazbou splňuje očekávání, ziskově jsme na polovině očekávaného profitu.

#34 – obrát trendu očekáváme na konci čtvrtletí, doporučujeme pozici postupně kumulovat.

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 Euribor/Bribid	4.4.2007	29.3.2008	12M MM EUR/SKK	3,74 33,47	3,74 33,32	2,91 0,46	0,11	0,14	-	3,83
33	spread 5Y swap/T-bond (US)	22.11.2007	22.5.2008	USD 5Y IRS/5Y bond	101,00	73,6	27,4			55 bp	
34	long USD/CZK	29.11.2007	29.5.2008	USD 6M libor/CZK 6M pribor	17,93	17,63	-1,62	-1,57	-12,63	19,50	9,24

Co vidíme jako zajímavé pro 2008

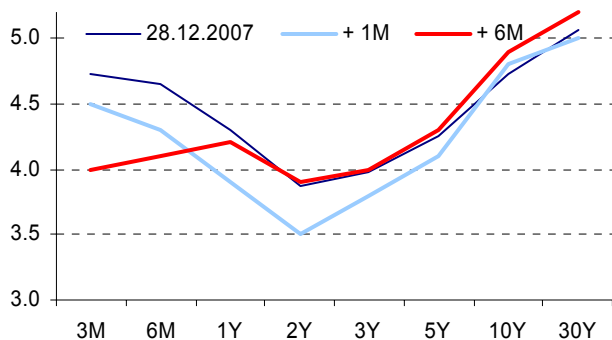
- **Long USD/CZK:** již otevřená pozice
- **Short EUR/USD:** uvolnění Čínského juanu, zlepšení dat v USA a zpoždění zpomalení v Evropě dostane EUR pod tlak
- **Long SKK /EUR:** již otevřená pozice
- **Long SKK/CZK:** Koruna bude korigovat své nadhodnocení v 1H a u SKK čekáme oddělení od regionu a možnost spekulativních tlaků.
- **Long PLN/EUR:** po dividendové sezóně a uklidnění situace na majors (2H08) čekáme další posílení zlatého.
- **Long CZGB/ short bundy:** čekáme, že nižší emise dluhopisů na domácím trhu bude stlačovat CZ/EU GB spreadu dolů.
- **Long PLGB / short bundy:** dobré makro dává největší prostor pro pokles rizikové přirážky
- **Růst sklonu US křivky:** dno sazeb na 3,75% a se změna očekávání ohledně US makra (přelom 1H/2H)

USA

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

Pesimismus dále roste, trh čeká recesi

USA: výnosová křivka (swapy)



Podle makroekonomických údajů zveřejněných na začátku letošního roku roste riziko „tvrdého přistání“, tedy recese. Na tomto vývoji se významně podílí efekt „samosplnitelného proroctví“: společnosti čekají nižší poptávku, tomu přizpůsobují úroveň zásob a také svojí investiční a personální politiku a tím snižují poptávku. Poptávka domácností zatím nebyla příliš zasažena, ale dá se očekávat, že s mírným zpožděním také zareaguje poklesem, což dále zhorší situaci. Rozhodující bude, nakolik se zpomalení projeví na trhu práce. Solidní růst příjmů a růst počtu zaměstnanců významně přispíval k udržení růstu americké ekonomiky v minulých letech. Slabší trh práce může definitivně přivodit recesi. Pozitivem je postupně zklidňování situace na finančním trhu, které se nejvýrazněji projevuje postupným poklesem sazeb na mezibankovním trhu. V tomto procesu hrají důležitou roli centrální banky, které

mimořádnými operacemi dodávajícími dostatek likvidity zajišťují fungování peněžního trhu. K dalšímu vyjasnění situace ve finančním sektoru přispěje zveřejňování výsledků bank za čtvrté čtvrtletí minulého roku, které by mohlo dočasně zhoršit situaci a vyvolat další turbulence pokud by se ukázalo, že ztráty bankovního sektoru byly horší než se čekalo. Dá se předpokládat, že situace zůstane napjatá ještě řadu měsíců, protože v prvním pololetí letošního roku projde procesem resetu hypotečních sazeb významný objem subprime hypoték. Slabý dolar a solidní růst ve světě by měly podporovat americký export, což by mělo částečně mírnit dopady krize na trhu subprime hypoték na americkou ekonomiku. Přes horší vyhlídky zatím zůstává naším hlavním scénářem zpomalení americké ekonomiky v prvním pololetí bez přechodu do recese a ve druhém pololetí její zotavení.

Očekáváme další pokles úrokových sazeb na 3,75% do března

Jak projevy jednotlivých představitelů Fedu tak poznámky z posledního zasedání FOMC nasvědčující rostoucí holubičí náladě. Poslední prohlášení po zasedání FOMC sice ještě konstatovalo, že existují rizika jak pro růst tak pro inflaci, zdá se však, že začíná převažovat názor, že k poklesu růstu dojde (liší se očekávaný rozsah zpomalení) a inflace poklesne v důsledku zpomalení. To otevírá prostor pro snížení sazeb. Otázkou je jak rychle a jak hluboko se sazbami Fed půjde. Trh počítá s rychlým a hlubokým poklesem (převažuje očekávání snížení sazeb o 50bp na zasedání FOMC 30. ledna, do září se čeká pokles na 2,75-3,0%). Uvnitř Fedu však podle všeho situace není tak jednoznačná. Podle našeho názoru by ke snížení sazeb o 50bp v lednu mohlo dojít, pokud by se objevila další data jednoznačně potvrzující hrozbu recese. Pokud budou data naznačovat jen výrazné zpomalení, sníží Fed sazby o 25bp. V březnu čekáme sazby na 3,75%, což momentálně vidím jako dno cyklu uvolňování měnové politiky. Pokud by šla americká ekonomika do recese je realistický pokles sazeb ke 3%. Ve druhém pololetí bude záležet na

kombinaci růstu a inflace: Podle hlavního scénáře by mělo dojít k oživení ekonomiky a mírnému poklesu inflace, což by mohlo koncem roku vést k mírnému zvýšení sazeb na 4,0%.

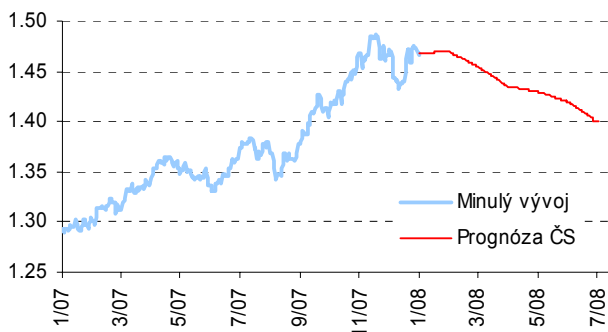
V měsíčním horizontu čekáme zhruba stabilní výnosy

Předpokladem je, že se uskuteční náš hlavní scénář, tj. zpomalení bez recese. Křivka by měla poněkud zvýšit strmost kvůli lehkému poklesu krátkého konce křivky a mírnému růstu dlouhého konce. Mělo by také dojít k dalšímu snížení rozdílu mezi sazbami swapů a výnosy státních dluhopisů. V průběhu roku potom čekáme růst strmosti křivky, kdy krátký konec bude sledovat vývoj sazeb a dlouhý bude anticipovat oživení ve druhém pololetí. Krátký konec by tedy měl ještě mírně klesnout, poté stagnovat a koncem roku začít růst. Dlouhý konec by měl postupně růst v průběhu roku.

Dolar v dohledné budoucnosti zůstane pod tlakem, nečekáme ale výraznější oslabení

Naše předpověď ohledně vývoje kurzu dolaru se nemění. Podle našeho názoru je už v současnosti v kurzu dolaru započten hodně pesimistický výhled pro americkou ekonomiku. Navíc očekáváme, že letos vůči dolaru budou zřetelně posilovat asijské měny, což by mělo uvolnit tlak na oslabení dolaru vůči euru. Pokud dojde k recesi v USA a následnému globálnímu zpomalení, bude hrát dolar úlohu bezpečného přístavu. Proto naším scénářem zůstává nejprve kolísání kolem aktuálních úrovní a od druhého čtvrtletí postupný přechod k posilování.

EUR/USD



EMU

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

ECB bude dál vyčkávat

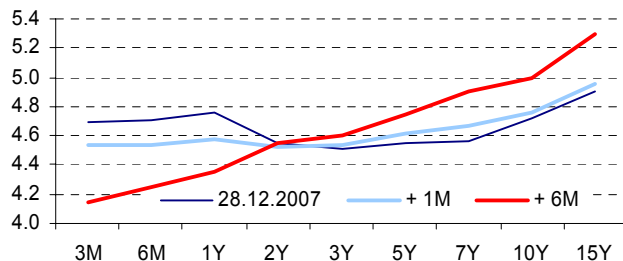
Inflace se drží nepříjemně vysoko, ale příznaky zpomalování ekonomiky v EU jsou stále silnější. J-C. Trichet drží jestřábí tón, trh mu však příliš nevěří, takže čeká spíše snížení sazeb v průběhu roku. Náš názor na sazby se odvíjí od našeho makroekonomického scénáře: v Evropě čekáme zpomalení růstu ekonomiky v závěsu za USA (zpoždění 1-2Q). Situace by tedy neměla být natolik vážná, aby přinutila ECB předpokládat, že poptávka klesne dostatečně aby ospravedlnila snížení sazeb. ECB navíc bude strašit inflace. Po většinu roku proto čekáme stabilní sazby. Ke konci roku, když už podle našeho názoru bude jasné, že je americká ekonomika opět na vzestupu, pak ECB měnovou politiku mírně utáhne, aby zkrotila inflační očekávání.

Výnosová křivka nejprve stabilní, později čekáme růst

Nejistota ohledně vývoje světové a evropské ekonomiky by měla držet výnosovou křivku nízkou. Až se přežene nejhorší, měly by se výnosy začít posunovat směrem vzhůru. Impuls k obratu i růstu výnosů by měl přijít z amerického trhu (2H08). Rizikem je výrazné globální ochlazení, které by především prodloužilo dobu po kterou výnosy zůstanou nízké. Pokud by

byla silně zasažena i Evropa (což pokládáme za nepravděpodobné), výnosy by dále klesly.

EMU: výnosová křivka (swapy)



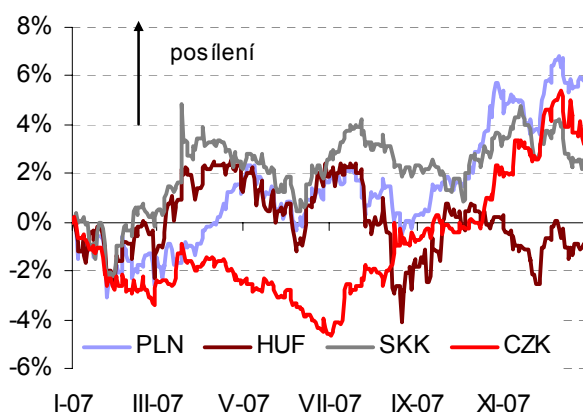
Region v globálu

Mária Hermanová, MHermanova@csas.cz; tel: 224 995 232

Měny při rekapitulaci loňského roku spokojené, dluhopisy už méně

Dominantním tématem uplynulého roku na světových finančních trzích byly problémy kolem sektoru nekvalitních hypoték v USA a následný vznik likvidní krize. Vyšší nejistota a tudíž volatilita prosakovala také do regionu střední Evropy. V Polsku bylo horko i díky neustálým šarvátkám mezi vládnoucími politickými stranami, které po několika dramatických obrazech nakonec předci jenom skončili předčasnými parlamentními volbami a výměnou vládní garnitury. Maďarsko zažilo několik erupcí nepokojů kvůli opatřením vlády vedoucím k řešení rozpočtových problémů a na Slovensku se hodně mluvilo zejména o vyhlídkách pro úspěšné zavedení eura. Regionální měny nakonec zažily úspěšný rok, když se jim všem podařilo posílit s výjimkou maďarského forintu, který na výkyvy v rizikové averzi reagoval vzhledem k stávajícím největším vnějším nerovnováhám nejvýrazněji. Největší zisky ve výši téměř šest procent si díky silnému růstu ekonomiky a pozitivnímu výsledku voleb připsal zlotý.

FX v CEE (1.1. =100)



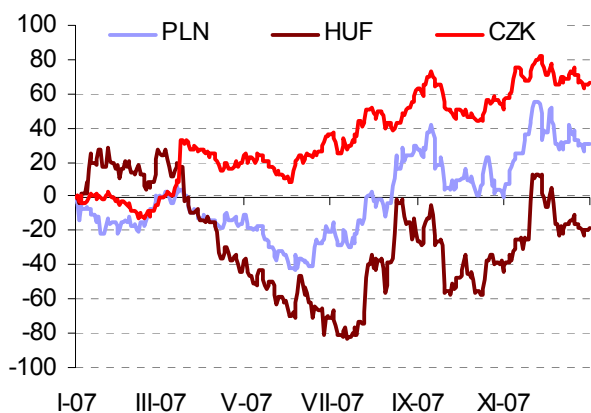
U dluhopisů nebyla situace natolik růžová, po pozitivní první polovině roku totiž došlo ve všech zemích k zvýšení požadované rizikové přírážky vůči Eurozóně. Tenhle vývoj reflektoval zejména vyšší nervozitu v důsledku dění na světových trzích, obavy z rostoucí inflace a přehodnocování očekávání směrem k vyšším klíčovým sazbám.

Hitem zůstanou americké hypiny, globální likvidita.

V letošním roce budou trhy našeho regionu opět rezonovat zejména tři globální témata: ochlazení globálního růstu

v důsledku krize na americkém hypotečním trhu, zahrnutí likvidity a inflační tlaky plynoucí z globálních faktorů. I když pravděpodobnost výraznějšího propadu ekonomické aktivity v USA v poslední době stoupla, naším základním scénářem, ze kterého vycházíme, je nadále hladké přistání americké ekonomiky, tj vyhnout se recesi. Dění však může být zejména v prvním pololetí pořád turbulentní, dokud se nevyjasní výhled globální ekonomiky a dokud bude pokračovat refixování problematických amerických hypoték a vykazování ztrát velkých finančních ústavů. Pro trhy našeho regionu to znamená pokračující riziko větších výkyvů. Navíc jednotlivé země regionu se nachází v rozdílných fázích vývoje. Když vycházíme z výše uvedených předpokladů o globální ekonomice, měl by ekonomický růst v Maďarsku letos urychlit a klíčové sazby poklesnout. Naopak, k mírnému ochlazení aktivity a růstu klíčových sazeb dojde v České republice a v Polsku. Úplně mimo stojí Slovensko, které čeká hodnocení připravenosti pro přijetí eura a v případě pozitivního verdiktu oddělení se od regionu a navázání klíčových sazeb na Eurozónu. U všech zemí regionu vidíme v roce 2008 z různých důvodů (pro podrobnosti viz. části věnované jednotlivým zemím) prostor pro pokles rizikové přírážky na dluhopisech (vůči Eurozóně) a očekáváme, že se vytvoří příležitost pro budování dlouhých pozic v těchto dluhopisech. Měny by měly vůči euru opět posílit. Největší prostor vidíme u měn se silnou ekonomikou a „příběhem navíc“ - slovenské koruny a polského zlotého. Česká koruna se nám naopak zdá být momentálně přepálená a v prvním pololetí předpokládáme její oslabení na fundamentálně opodstatněné úrovni a nastoupení na trajektorii posilování až ve druhém pololetí.

CEE/EU 10Y spread (změna od 1.1., v bazických bodech)



Významným rizikem zůstává recese v USA a tlak na zvyšování cen komodit

Nejvýraznějším rizikovým faktorem pro výše nastíněný výhled regionu je zejména propad americké ekonomiky do recese a následné ochlazení v Eurozóně, jako i pokračování problémů s globální likviditou. V tomhle případě bude důležité zejména jak dlouho by recese v Americe trvala. Dá se očekávat, že by také u regionálních ekonomik došlo k pomalejšímu růstu než předpokládáme v základním scénáři. Do největších problémů by se dostalo Maďarsko, které je ve stávající fázi ekonomického vývoje na exportech závislé. Navíc financování běžného účtu je u něho do velké míry závislé na půjčkách v zahraničních měnách a tento kanál by při těsnější globální likviditě mohl vyschnout. Naopak, ve zbylých ekonomikách regionu k expanzi ekonomiky do velké míry přispěla a přispěje domácí poptávka, a proto si nemyslíme, že by bylo zpomalení HDP obzvláště dramatické. Recese ze oceánem by tudíž ve všeobecnosti znamenala slabší měny než rýsuje v základním scénáři s největším dopadem v Maďarsku. Na státní dluhopisy by působily protichůdné vlivy – nárůst

požadované rizikové prémie ze strany zahraničních hráčů. Na druhé straně menší prostor pro utahování měnové politiky a zvýšená atraktivita státních dluhopisů pro domácí hráče v srovnání s jinými (rizikovějšími) třídami aktiv. Suma sumárum, výnosy by byly jenom mírně vyšší než našem v základním scénáři. Obzvláště nepříjemná by ovšem byla kombinace recese v USA a pokračování tlaků na inflaci plynoucích z cen komodit. V tomhle případě by mohlo dojít k viditelnějšímu nárůstu výnosů nad náš základní scénář.

Česká republika

Martin Lobotka, mlobotka@csas.cz; tel: 224 995 192

ČNB v klidu, ČNB v akci

ČNB v prosinci vydržela v klidu, i když dva jestřábi se našli, kteří pomýšleli na dalších 25 bodů. Ano, uznávám, že v prosinci se obvykle sazby nezvedají, nicméně v souvislosti s dosavadním vývojem se domníváme, že existuje dost důvodů proč se jednoho zvednutí sazeb v nejbližším období nejspíš dočkáme. Po prvé, headline inflace je na české poměry velmi vysoká, zatímco v listopadu byla 1.1 procentního bodu, v prosinci dokonce 1.5 bodu nad říjnovou prognózou ČNB, což je silně pro-inflační faktorem. Takto vysoká inflace v ČR nebyla 6 let, nese to tudíž sebou riziko sekundárních efektů pro příští rok (vyjádření šéfa ČMKOS o tom, že kdyby věděli, že inflace bude takto vysoko, žádali by minimálně o 2 procentní body víc, o tom vypovídá). Po druhé, česká ekonomika si vede stále velice dobře, i přes zpomalení tento rok poroste tempem mírně nad potenciál.

Nejbližší hike tedy čekáme v únoru, další vývoj po zbytek letošního roku bude hodně záviset od toho, jak se vyvine celkové ekonomické prostředí (zejména tedy situace za oceánem a potažmo v Evropské unii). Pokud dojde k dramatickému zpomalení v USA a posléze v Evropské unii, je možné, že růst v ČR taky do nějaké míry zpomalí, což by vedlo (minimálně) ke zpomalení růstu sazeb v ČR. Na druhé straně, námi očekávané oslabení koruny v prvním pololetí a přibližování se počátku roku 2010 (ten bude v polovině roku 2008 na horizontu měnové politiky) s nižším cílem (2% vs. stávající 3%) budou spíše napomáhat ještě dalšímu růstu sazeb. Vzhledem ke skutečnosti, že naším hlavním scénářem není recese ve Spojených státech, razíme spíše myšlenku, že sazby ještě jednou v ČR v rámci jejich normalizace vyrostou. Pokud se k tomu přidá i obava z odborů (vyšší inflace tady bude po podstatnou část tohoto roku, tudíž odbory při mzdových požadavcích na příští rok mohou být více zpěhladící než bude ČNB chtít), bude to dalším důvodem pro růst sazeb. Na konci tohoto roku čekáme 3,75-4% a na konci příštího roku 4,5%.

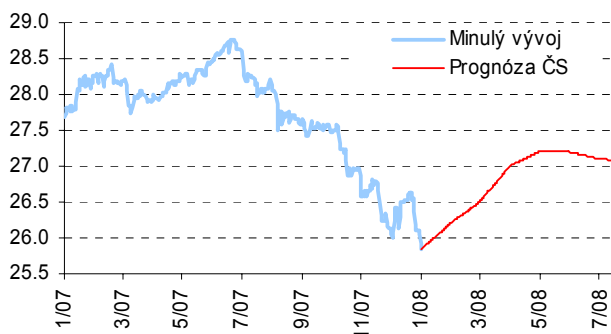
Mimo to, ČNB tento rok přistupuje ke 3 změnám, o kterých jsme již informovali – počet zasedání, na nichž se o sazbách rozhoduje, bude 8 místo 12, bude se zveřejňovat jak který ze členů hlasoval, a také se bude zveřejňovat trajektorie sazeb konzistentní s prognózou. Všechny změny vítáme, jednotlivá hlasování členů Rady budou dodávat víc informací o tom, kdo jak hlasuje, trajektorie konzistentní s prognózou.

Koruna opět na rekordu, v dále vidíme oslabení

Koruna se držela od počátku roku na úrovních kolem 26,10 za EUR, po posledních číslech o inflaci sklouzla na nový rekord 25.8. Koruna se pod vlivem událostí z posledního 6 týdnů roku 2007 dostala na úroveň, které podle nás neodpovídají fundamentům. Očekáváme tudíž v průběhu první poloviny roku návrat k hodnotě kolem 27 CZK za EUR. Vývoj ve druhé polovině čekáme obnovení trendu posilování, pro konec roku vidíme 26,3 EUR/CZK. Rizika: recese ve Spojených státech by mohla krátkodobě pomoci měnám jako je CZK, ve delším horizontu by ale zpomalení ve Evropské unii vedlo k posílení dolaru. Pokud se ale situace za oceánem nevyhroťí do recese,

pak čekáme, že by ve druhé polovině roku mělo dojít k posílení koruny (obchodní bilance by mohla profitovat na straně dovozů z nižší domácí poptávky, pokud nedojde ke zpomalení v EU neměly by být exporty ohroženy).

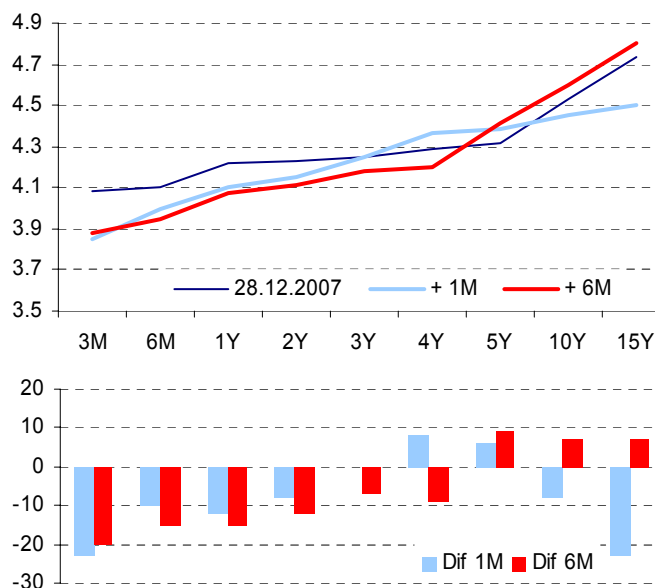
EUR/CZK



A co s bondy ?

Rozpočet za minulý rok skončil v překvapivě nízkém deficitu 66.4 mld.CZK, zejména kvůli vyšším příjmům (daňové o 16 mld. nad rozpočet, zejména díky inkasu daně z příjmu právnických osob). Pro tento rok je naplánován podobně ambiciózní rozpočet s deficitem jen mírně vyšším (70 mld. CZK).

CZ: výnosová křivka (swapy)



Nejprve ale k fundamentálnějším faktorům – model (na swapy), zohledňující vyšší inflaci, slabší korunu v první polovině roku (a tudíž rostoucí sazby) a vyšší sazby v Eurozóně, ukazuje na relativně vyšší sazby i z českých swapů. Nicméně, současně úrovně jsou událostmi z konce roku a nervozitou na trzích vysoké, tudíž v měsíčním horizontu čekáme *proti současnosti* spíše pokles, zejména na krátkém konci. V delším horizontu pak krátký konec ještě mírně nahoru kvůli očekávání dalšího hiku. Co se týče bondů, dodatečným faktorem ke zvážení je pak samozřejmě samotná situace mezi poptávkou a nabídkou bondů. Hrubé výpůjční potřeby vlády budou v tomto roce kolem 180 mld. CZK, z toho ale 95 mld. odmaturová ze starého dluhu, čistá emise tak bude nějakých 85 mld., z čehož chce 0-90 mld. může MinFin profinancovat emisí na zahraničních trzích. Očekáváme, že pokud skutečně k emisi eurobondů dojde (v roce 2007 se mluvílo o možnosti 1-

1.5 mld. EUR, v poslední době ale žádné další zprávy v tomto směru nejsou), čistá domácí emise by byla cca 45 mld. CZK. Na straně poptávky domácích finančních institucí očekáváme růst poměru úvěrů k vkladům: neboli růst úvěrů bude vyšší než porostou pasiva domácích finančních institucí, což znamená nižší domácí poptávku dluhopisů.

Slovensko

Mária Hermanová, MHermanova@csas.cz; tel: 224 995 232

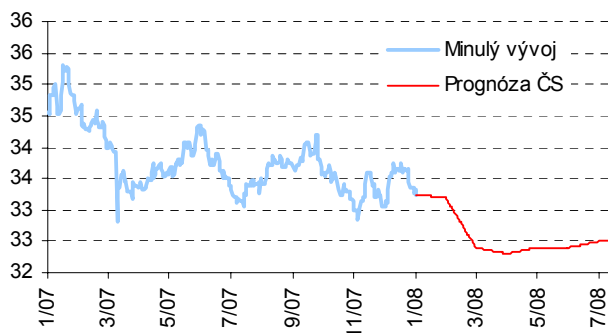
Pro tygra bude i rok krysy úspěšný

Slovensko zůstane i letos nejrychleji rostoucí ekonomikou v regionu. Sice podřadí na nižší rychlostní stupeň, pořád však půjde o velice solidní růst (7,2% meziročně). Když k značnému diferenciatu produktivity vůči Eurozóně přičteme relativně nízkou inflaci, další snížení rozpočtového schodku a deficitu na běžném účtu, dostaneme obrázek fundamentálně silné ekonomiky a dobrý důvod proč očekávat posílení koruny vůči euru. V případě Slovenska však bude fundamentum dominovat jeden specifický faktor – plán už v roce 2009 nahradit korunu společnou evropskou měnou. Šance na úspěšné završení snah o vstup do Eurozóny vidíme jako velice slušné (procentně kolem 80%). Slovensko už delší dobu plní kritérium ohledně veřejného dluhu, dlouhých sazeb a v loňském roce dokončilo dvouletý pobyt v ERM II. Mnohem lepší než plánovaný hotovostní schodek státního rozpočtu v roce 2007 dává naději, že deficit celého okruhu veřejných financí skončí pod hranicí 2,5% HDP. I v případě potřeby započítat dálnice (kolem 0,2% HDP) by tak mělo být rozpočtové maastrichtské kritérium bez problémů splněno.

Inflační kritérium se plní už od srpna a v čase hodnocení bude inflační průměr podle prognóz našich slovenských kolegů nejméně půl procentního bodu pod referenční hranicí. Nejsilnějším potenciálním otázkem, který v poslední době zaznívá, je tak udržitelnost inflačního vývoje. Kritérium udržitelnosti však není konkrétně definováno a domníváme se, že když se bude aktuální inflace nacházet tak hluboko pod potřebnou hranicí jak se předpokládá, bude pro evropské instituce velice obtížné hrát kartou neudržitelného vývoje. Vyslalo by tím špatný signál pro další adepty na přijetí eura.

Koruna se s blížícím termínem verdiktu ohledně vstupu Slovenska do Eurozóny (který se očekává někdy v polovině roku) začne oddělovat od regionu a může se dostat pod poslední vlnu spekulativního tlaku na posílení. To jestli budou mít zahraniční investoři na tuto hru chuť však bude do velké míry záviset na globálním vývoji. Jako nejpravděpodobnější vidíme další zhodnocení koruny vůči euru a vyhlášení konečného konverzního kurzu v intervalu 32,5-33,0 SKK/EUR (spíš při spodní hranici). Největším rizikem je zpochybnění předpokladu, že příští rok dojde k přijetí eura.

EUR/SKK



Slovenské sazby už jenom derivátem Eurozóny

Referenční sazba se na Slovensku aktuálně nachází čtvrtinu procenta nad evropskou. S blížícím se vstupem Slovenska do

Eurozóny lze čekat jejich harmonizaci. I když prohlášení po prosincovém zasedání centrální banky hodnotí aktuální nastavení sazeb jako přiměřené, zároveň obsahuje jestřábí větičku, že v prostředí globálních tlaků na ceny komodit se zvyšuje riziko vzniku sekundárních efektů, které bude muset měnová politika zmírňovat. Centrální banka mohla být mezi jiným znepokojena urychlující dynamikou v sektoru služeb. Proto si myslíme, že se snižováním klíčové sazby nebude pospíchat a přistoupí k němu až někdy ve druhém kvartálu, těsně před vyhlášením konverzního kurzu.

Maďarsko

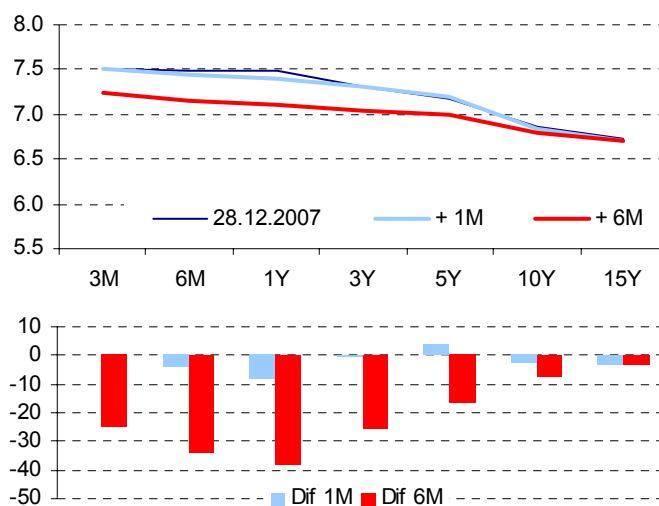
Mária Hermanová, MHermanova@csas.cz; tel: 224 995 232

Forint nadále vysoce citlivý na globální vývoj, možná vyšší volatilita

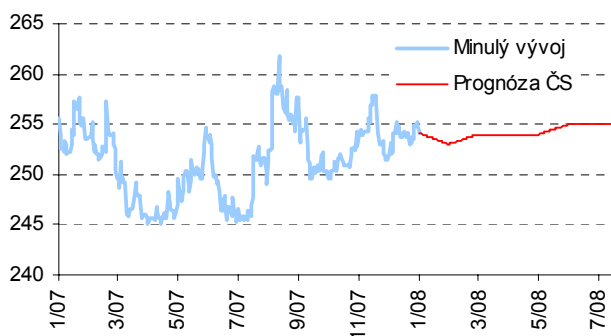
Maďarsko zůstalo i v loňském roce regionálním otlučkánkem a vzhledem na slabou kondici ekonomiky (ve srovnání s ostatním zeměmi regionu) tak tomu zůstane i letos. Jinými slovy, v případě problémů na světových finančních trzích a zvýšené averze k riziku jsou maďarská aktiva první na ráně. Ale aby jsme nebyli takoví pesimisti, je nutno zdůraznit, že ekonomika se začne letos pomalu vzpamatovávat z dočasných negativních dopadů opatření pro ozdravení rozpočtu. Domácí poptávka se z červených čísel dostane do (velice) mírného růstu a tempo expanze HDP tak mírně urychlí. Inflace sice zůstane v prvním pololetí vysoká, ve druhé polovině roku však poklesne k úrovni 4,1%. I kvůli absenci jednorázových negativních faktorů poklesne rozpočtový deficit do blízkosti hranice 4% HDP, což je výrazné vylepšení když vezmeme v potaz horibilních 9,2% z roku 2006. Konsolidaci bude vidět i na běžném účtu. Forint by tak mohl zaznamenat lehounké zisky a ukončit rok u hranice 250 HUF/EUR. Jak jsem však již řekla v části Region v globálu, významným rizikem je recese v USA a vyschnutí likvidity, které by obnovilo tlak na oslabení forintu. Navíc se Maďarsko dostane do druhé poloviny politického cyklu (další parlamentní volby jsou na programu v roce 2010), což může přinést oslabení politické vůle pokračovat v reformách. Zatím se však toto riziko nejvíce být signifikantní.

oslabení forintu by jí nepadlo vhod. Letos by však měla inflace v důsledku bazických efektů a anemické domácí poptávky poklesnout a v roce 2009 se dostat pod střednědobý cíl centrální banky 3%. Proto v roce 2008 předpovídáme snížení klíčové sazby o 75 bodů na 6,75%. Předpokladem pro znovuoživení cyklu uvolňování měnové politiky je však stabilizace světových trhů, minimálně stabilita forintu a důkazy o tom, že nedochází k zvyšování inflačních očekávání. V tomto ohledu bude klíčový zejména vývoj mezd na začátku roku. Odbory sice ustoupily a domluvený růst mezd v soukromém sektoru o 5,0-7,5% je akceptovatelný, skutečný vývoj však historicky převyšuje čísla ze mzdových vyjednávání. Z toho důvodu si centrální banka bude chtít počkat na reální čísla. První pokles klíčových sazeb tak očekáváme až ve druhém kvartálu a zbytek až ve druhé polovině roku. Trh je v současnosti opatrný a započítává pro letošní rok méně výrazné cuty než předpokládáme my. Proto po spuštění snižování sazeb by měl krátký konec křivky poklesnout. Kromě nižších sazeb bude výnosy dluhopisů směrem dolů tlačit i vylepšování ekonomického obrazu Maďarska. Opačným směrem bude působit růst křivky v Eurozóně a legislativní změna umožňující maďarským penzijním fondům diverzifikaci ve směru rizikovějších aktiv. Celkově očekáváme mírný pokles maďarské křivky, většina pohybu se však uskuteční ve druhé polovině roku. Rizika jsou zejména globálního charakteru (popsaná v sekci Region v globálu).

HU: výnosová křivka (swapy)



EUR/HUF



Sazby se dolů kopcem opět rozběhnou nejspíš až ve druhém kvartálu

Centrální banka v posledním kvartálu loňského roku přerušila uvolňování měnové politiky a zaujala vyčkávací postoj. Měla na to dva hlavní důvody. Na jedné straně začala inflace pod tíhou zdražování ropy a potravin výrazněji růst, což v čase mzdových vyjednávání vyvolalo obavy o to, že inflační očekávání uletí a dojde ke vzniku sekundárních dopadů do inflace. Na druhé straně se rozvíjela nervozita na globálních finančních trzích a zvýšila požadovaná riziková prémie pro maďarská aktiva. Vzhledem na vysoký podíl půjček Maďarska v cizí měně je totiž maďarská centrální banka citlivá na změny ve vnímání maďarských aktiv zahraničními investory a výrazné

Polsko

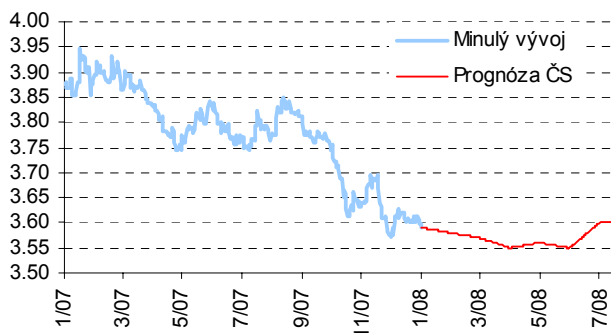
Mária Hermanová, MHermanova@csas.cz; tel: 224 995 232

Pod taktovkou nové vlády zůstane ekonomický obraz atraktivní

Nejzajímavějším momentem uplynulého roku na domácí scéně byly parlamentní volby. Jejich výsledek přinesl na trhy euforii v důsledku očekávání zodpovědnější fiskální politiky, ekonomických reforem, znovuspuštění privatizace a vstřícnějšího postoje k přijetí eura. Zatím ještě uplynul příliš krátký čas na to, aby se dalo udělat hodnocení. V některých oblastech přichází vystřízlivění, v některých oblastech přetrvávají pozitivní očekávání. Vláda skutečně ohlásila minimálně zdvojnásobení objemu privatizace v srovnání s předešlou vládou. Byl ustanovený náměstek pro fiskální reformy a ohlášený záměr snižovat rozpočtový deficit, i když jeho úprava pro letošní rok byla ve srovnání s návrhem předcházející vlády jenom kosmetická a méně ambiciózní, než stávající garnitura původně předpokládala. Ohledně eura začali vládní představitelé lavírovat a odmítli stanovit konkrétní cílové datum. Poláky čekají letos změny schválené předešlou

vládou, které povedou k zvýšení hotovostního deficitu rozpočtu a poskytnou stimuly pro domácí poptávku. Jde především o další snížení sociálních odvodů (2+2 procentní body), zvýšení minimální mzdy, daňové zvýhodnění pro rodiny s dětmi, valorizace mezd ve veřejné sféře (školství). I díky pokračující silné domácí poptávce si ekonomika udrží silný růst (HDP zpomalí jenom mírně). Na druhé straně si tenhle vývoj vybere daň v podobě dalšího rozšiřování schodku na běžném účtu. Proto předpovídáme mírnější zhodnocení zlatého než minulý rok. Jeho posilování bude podporovat i utahování měnové politiky ze strany centrální banky.

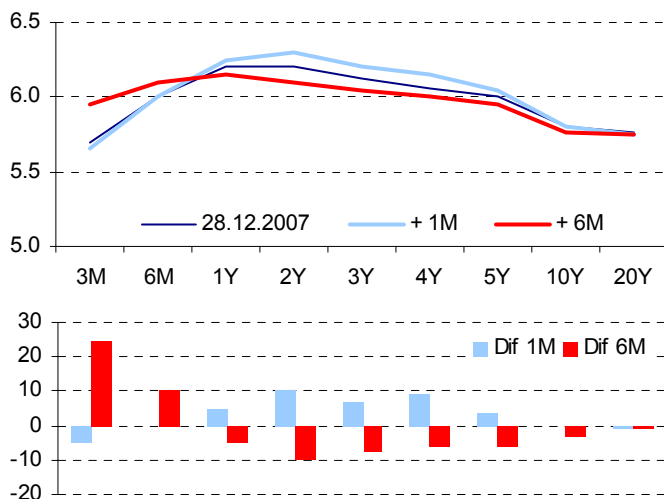
EUR/PLN



Centrální banka bude utahovat a utahovat

I když v závěru roku centrální banka nepřistoupila ke změně sazeb, prohlášení po zasedání a výroky členů bankovní rady nenechali nikoho na pochybách, že letos se bude v utahování měnové politiky pokračovat. Inflace se v závěru roku dostala kvůli externím faktorům (šok do cen potravin, dražší ropa) nad horní okraj tolerančního pásma centrální banky (1,5-3,5%) a v prvním čtvrtletí se od něho ještě víc vzdálí (poroste nad 4%). I když příčina vyšší inflace je mimo dosah měnové politiky, v prostředí sílící domácí poptávky existuje riziko roztočení sekundární inflační spirály. Proto přepokládáme, že centrální banka letos zvýší klíčové sazby celkově o 75 bodů. Trh momentálně počítá s ještě výraznějším utahováním měnové politiky (klíčová sazba nejméně na 6%). Přehodnocení těchto očekávání spolu s uklidněním situace na hlavních trzích přispějí k snížení rizikové příirážky na dluhopisech. Dojde k němu však pravděpodobně až tehdy, když bude trh znát vývoj inflace na začátku roku a nabude přesvědčení, že se cenový vývoj nevymkne spod kontroly (k čemu pomůže i minulé a budoucí utahování měnové politiky). Rozběhnutí privatizace sníží nabídku dluhopisů, i když je otázkou nakolik vláda omezí domácí a nakolik spíše zahraniční emise.

PL: výnosová křivka (swapy)



Česká republika – dlouhodobá makroprognóza

		2004	2005	2006	2007f	2008f
Reálný HDP	(meziroční růst v %)	4.6	6.5	6.4	5.9	4.3
Spotřeba domácností	(meziroční růst v %)	2.9	2.4	4.4	7.1	3.4
Investice	(meziroční růst v %)	4.0	2.2	7.6	4.0	5.7
Nominální mdy	(meziroční růst v %)	6.7	5.3	6.4	7.6	8.4
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)	2.4	4.0	6.4	8.5	3.5
Průmyslová výroba	(meziroční růst v %)	9.6	6.6	10.0	9.2	7.9
CPI	(mez. růst v % na konci roku)	2.8	1.9	2.5	5.5	5.3
Nezaměstnanost*	(%)	9.4	8.9	8.1	6.7	6.3
Obchodní bilance	(% z HDP)	-0.9	1.3	1.4	2.2	2.0
Přímé zahraniční investice	(mld. USD)	3.9	11.6	4.7	7.3	14.5
Běžný účet	(% z HDP)	-5.9	-2.5	-3.0	-3.3	-3.9
Státní rozpočet	(% z HDP)	-3.3	-1.9	-3.0	-1.9	-2.5
Veřejné rozpočty	(% z HDP)	-3.8	-2.2	-3.3	-1.9	-2.6
Repo sazba	(konec roku)	2.50	2.00	2.50	3.50	3.75
Krátkodobé úrokové sazby	(3M, průměr)	2.4	2.0	2.3	3.1	3.8
Dlouhodobé úrokové sazby	(10 let, průměr)	4.9	3.6	3.8	4.3	4.8
CZK / USD	(průměr)	25.7	24.0	22.6	20.3	19.2
CZK / USD	(konec roku)	23.4	24.5	20.9	18.1	19.6
CZK / EUR	(průměr)	31.9	29.8	28.4	27.8	26.7
CZK / EUR	(konec roku)	31.0	29.0	27.5	26.4	26.3

* od roku 2004 podle nové metody výpočtu

USA, EMU a Střední Evropa – dlouhodobá makroprognóza

HDP (%)	2006	2007f	2008f	2009f
USA	2.9	2.1	2.5	-
Eurozóna	2.8	2.7	2.3	-
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	2.5	-
Eurozóna*	2.2	2.1	2.4	-
Slovensko	4.2	3.3	3.5	3.5
Maďarsko	6.5	7.2	4.1	2.4
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	7.2.2008	25	25	+25 / XI-07	+25 / I-+07
USA	4.25	30.1.2008	-25bp	-25bp	-25 / XII-7	-25 / I-+08
Eurozóna	4.00	2.7.2008	0	0	+25 / VI-07	+25 / X-08
Slovensko	4.25	29.1.2008	0	0	-25 / IV-7	-25 / 2Q-08
Maďarsko	7.50	21.1.2008	0	0	-25 / IX-7	-25 / 2Q-08
Polsko	5.00	30.1.2008	+25bp	+25bp	+25 / XI-7	-

Kalendář makro dat

	období	datum	čas zveřejnění	Prognóza ČS/ERStE*	minulá hodnota
Česká republika					
Průmyslová výroba (meziročně)	11/2007	16.1.	9:00	8.6%	8.4%
PPI (meziročně)	12/2007	15.1.	9:00	5.7%	5.4%
Běžný účet	11/2007	18.1.	10:00	-7,80 mld Kč	-13,68 mld Kč
Maloobchodní prodeje (meziročně)	11/2007	22.1.	9:00	8.3%	9.4%
USA					
Obchodní bilance	11/2007	11.1.	14:30	-59,5mld.USD	- 57,8 mld. USD
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	12/2007	15.1.	14:30	0.1%	1.2%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	12/2007	16.1.	15:15	-0.1%	0.3%
Využití průmyslových kapacit	12/2007	16.1.	15:15	81.3%	81.5%
PPI (meziměsíčně)	12/2007	15.1.	14:30	0.2%	3.2%
CPI (meziměsíčně)	12/2007	16.11.	14:30	0.2%	0.8%
Předstihové indikátory	12/2007	18.1.	16:00	-0.1%	-0.4%
Philadelphia Fed	1/2008	17.1.	16:00	-2.2	-5.7
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	12/2007	19.1.	14:30		0.1%
Prodeje nových domů	12/2007	28.1.	16:00		
Prodeje existujících domů	12/2007	24.1.	16:00		
Osobní příjmy	12/2007	31.1.	14:30		0.4%
Osobní výdaje	12/2007	31.1.	14:30		1.1%
Spotřebitelská důvěra	1/2008	29.1.	16:00		88.6
EU					
CPI (meziměsíčně)	12/2007	16.1.	11:00		0.5%
ZEW	1/2008	15.1.	11:00		-35,7
GE: IFO	1/2008	24.1.	10:00		103
EMU: M3 (meziročně)	12/2007	28.1.	10:00		12.30%
Slovensko					
CPI (meziročně)	12/2007	11.1.	9:00	3.4%	3.1%
Jádrová inflace (meziročně)				2.2%	
Obchodní bilance	11/2007	11.1.	9:00		2,5mld. SKK
PPI (meziročně)	12/2007	28.1.	9:00	2.8%	2.0%
Maďarsko					
CPI (meziročně)	12/2007	15.1.	9:00		7.1%
PPI (meziročně)	11/2007	4.1.	9:00		-1.4%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	11/2007	24.1.	9:00		-4.1%
Polsko					
CPI (meziročně)	12/2007	15.1.	14:00	4.0%	3.6%
Průmyslová výroba (meziročně)	12/2007	18.1.	14:00	9.8%	8.3%
PPI (meziročně)	12/2007	18.1.	14:00	3,1	2.6%

(*) 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

Oddělení Debt Capital markets - ředitel

Robert Novotný +420/224 995 148 rnovotny@csas.cz

Tomáš Černý +420/224 995 197 tcerny@csas.cz

Alice Racková +420/224 995 197 arackova@csas.cz

Jolana Jarušková +420/224 995 205 jjaruskova@csas.cz

Libor Vošický +420/224 995 592 lvosicky@csas.cz

Pavel Křivonožka +420/224 995 565 pkrivonozka@csas.cz

Odbor Obchody treasury – ředitel odboru

Odbor Obchody na kapitálových trzích – ředitel

odboru

Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty – ředitel

odboru

Odbor Proprietary trading

Daniel Drahotský +420/224 995 178 ddrahotsky@csas.cz

Robert Novotný +420/224 995 417 rnovotny@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

Jana Daňková +420/224 995 128 jandankova@csas.cz

Jan Brabec +420/224 995 816 jbrabec@csas.cz

Odbor Finanční instituce – ředitel odboru

Odbor Obchodování a distribuce aktiv – ředitel

odboru

Erste Bank Vídeň – CEE Equity

Head of Group Research

Friedrich Mostböck +43 501 00 119 02 friedrich.mostboeck@erstebank.at

Co-Head of CEE Equities

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

akcie – sektor ropa, plyn

Gunter 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 bankovnictví

Vera Sutedja, CFA +43 501 00 119 05 vera.sutedja@erstebank.com

akcie – sektor telekomunikace

Vladimíra Urbánková +420 224 995 940 urbankovav@ersteinet.cz

akcie – sektor farmacie

Daniel Lion +43 501 00 174 20 daniel.lion@erstebank.at

akcie – sektor IT

Gerald Walek, CFA +43 501 00 163 60 gerald.walek@erstebank.at

akcie – sektor strojírenství

Christoph Schultes +43 501 00 163 14 christoph.schultes@erstebank.at

akcie – sektor pojišťovnictví

Veronika Lammer +43 501 00 119 09 veronika.lammer@erstebank.at

Head of Macro/ Fixed Income Research: Global Macro

Rainer Singer +43 501 00 111 85 rainer.singer@erstebank.at

Head of CEE Macro/ Fixed Income Research

Brokerjet

On-line obchodování s CP +420 222 004 444 www.brokerjet.cz