

# Měsíční strategie – dluhopisy a měny

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

únor 2008

Instrument	Úroveň z 31.1.2008	Prognóza 1 měsíc	Prognóza 6 měsíců	
<b>ČESKÁ REPUBLIKA</b>				
<b>CZK/EUR</b>	26.0	↗	25.8 ↘	26.8
<b>3M Pribor</b>	3.92	↘	3.87 ↗	4.00
<b>2Y swap</b>	3.97	→	3.98 ↗	4.28
<b>10Y swap</b>	4.40	↓	4.24 ↗	4.63
Česká koruna na novém rekordu, momentálně 5.5 procenta mimo svůj dlouhodobý trend. Spouštěčem oslabení může hypoteticky být regionální pohyb (RON?) spíše ale obrát na dolaru Naopak, zhoršení situace v USA a agresivní další snížení sazeb může českou měnu pro US investory dále zatraktivnit. Fundamentálně ale čekáme návrat k trendu, oslabení by mělo CZK dostat k 26.7. Swapová křivka směřuje k vyššímu sklonu, na kratším s oslabením CZK riziko jednoho hiku, na delším budou slabší kurz, inflace a sazby v Evropě tlačit na růst.				
<b>USA</b>				
<b>USD/EUR</b>	1,49	↗	1,47 ↑	1,42
<b>3M Libor</b>	3,11	↘	3,00 ↓	2,60
<b>2Y swap</b>	2,80	→	2,80 ↑	3,70
<b>10Y swap</b>	4,21	→	4,30 ↗	4,40
Výnosová křivka by měla nadále zůstat nízko kvůli slabosti ekonomiky a obavám z recese. Čekáme minimálně jedno další snížení sazeb o 50bp na březnovém zasedání FOMC. Náš hlavní scénář je relativně optimistický (hluboké a poměrně krátké zpomalení). Pokud by se realizoval pesimistický scénář těžké a dlouhé recese, klesly by výnosy dále. Dolar by měl nadále zůstat pod tlakem, nečekáme však výraznější oslabení.				
<b>EUROZÓNA</b>				
<b>3M Euribor</b>	4,37	↘	4,30 ↓	4,15
<b>2Y swap</b>	3,96	↗	4,10 ↑	4,33
<b>10Y swap</b>	4,37	→	4,40 ↗	4,68
Trichet sice stále varuje před inflačními tlaky, hrozba zpomalení ve světě však vede trh spíše k úvahám o snížení sazeb. Náš optimistický základní scénář je konzistentní se stabilními sazbami, pesimistický s jejich poklesem. Podobně výnosová křivka: optimistický=základní- stabilní křivka, pesimistický - pokles krátkého konce křivky.				
<b>SLOVENSKO</b>				
<b>SKK/EUR</b>	33.52	↑	33.00 ↗	32.50
<b>3M Bribor</b>	4.30	↗	4.33 ↘	4.08
Obraz slovenské ekonomiky nadále pozitivní, investoři budou sledovat zejména šance na úspěšné přijetí eura příští rok (které hodnotíme jako vysoké). Konverzní kurz očekáváme v pásmu 32,5–33,0 SKK/EUR, přičemž se přikláníme spíše k dolní hranici tohoto pásma. Jako nejpravděpodobnější se nám jeví snížení klíčových sazeb v polovině roku 2008, těsně před ohlášením konverzního kurzu. Nelze však vyloučit ani harmonizaci sazeb až ke konci roku tj. těsně před zavedením eura (viz příklad Malty a Cypru)..				
<b>MAĎARSKO</b>				
<b>HUF/EUR</b>	258.2	→	258.0 →	260.0
<b>3M Bubor</b>	7.50	↑	7.55 ↘	7.40
<b>3Y swap</b>	7.31	↗	7.45 →	7.25
<b>10Y swap</b>	6.92	↗	7.00 →	6.95
Forint bude nadále úzce korelovat s vývojem nervozity na hlavních trzích. Kdyby se realizoval scénář recese americké ekonomiky, může být jeho oslabení výraznější. NBH přitvrdila rétoriku, my pořád vidíme jako pravděpodobnější, že nejbližší pohyb sazeb bude směrem dolů, ale až ve druhém pololetí a také jsme snížili očekávaný rozsah o 25 bodů (konec roku na 7%). Střední a delší splatnosti se budou v horizontu 6M pohybovat kolem stávajících úrovní. Na jedné straně růst evropské křivky a legislativní změny týkající se penzijních fondů. Na druhé straně by mohlo při postupném uklidňování situace na hlavních trzích dojít díky vylepšujícímu se ekonomickému obrazu Maďarska k mírnému utažení rizikové přirážky.				
<b>POLSKO</b>				
<b>PLN/EUR</b>	3.60	↗	3.57 →	3.58
<b>3M Wibor</b>	5.65	→	5.65 ↑	5.95
<b>2Y swap</b>	5.77	↘	5.70 ↗	5.90
<b>10Y swap</b>	5.62	↘	5.55 →	5.65
Vzhledem na atraktivní ekonomický příběh, tržně orientovanou vládu a příznivý vývoj úrokového diferenciálu existuje letos prostor pro posílení zlotého k úrovni 3,50 PLN/EUR. Většinu zisků však předpokládáme v druhé polovině roku. Po lednovém zvýšení sazeb si dá centrální banka pauzu. Na jak dlouho, bude hodně záviset od toho, jestli se potvrdí zpomalení růstu mezd a ekonomické aktivity z prosince. Náš základní scénář pořád počítá s tím, že centrální banka ještě letos utáhne svou měnovou politiku ve dvou krocích (klíčová sazba na 5,75%). To vyvolá korekci krátkého konce křivky. Delší výnosy budou v horizontu šesti měsíců taženy na sever hlavně pohybem evropské křivky, riziková přirážka se naopak utáhne.				

*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. Rizikem je zvýšení globální averze k riziku.

#33 – Udržující se zvýšená averze vůči riziku zabraňuje dalšímu poklese rozdílu mezi výnosy bondů a swapovými sazbami. Další vývoj bude záležet na reálné ekonomice, šance na zúžení jsou podle nás stále dobré, takže držíme pozici otevřenou.

#35 – Obrat na koruně a její návrat k fundamentálně odůvodnitelným úrovním, společně s postupným obratem na dolaru by měl korunu vůči dolaru oslabit.

top	doporučení	otevření pozice	cílené uzavření pozice	instrumenty	vstupní hodnota	dnešní hodnota	flat P/L jednotliv. (%)	flat P/L vč. carry (%)	P/L v p.a. vč. carry (%)
30	short EUR/SKK Euribor/Bribid	4.4.2007	29.3.2008	12M MM EUR/SKK	3,74 33,47	3,20 33,63	3,20 -0,48	-0,86	-1,01
33	spread 5Y swap/T-bond (US)	22.11.2007	22.5.2008	USD 5Y IRS/5Y bond	101,00	77,8	23,2		
35	long USD/CZK	21.1.2008	21.07.08	USD 6M libor/CZK 6M pribor	17,93	17,52	-2,26	-2,22	-47,59

### Co vidíme jako zajímavé v průběhu 2008

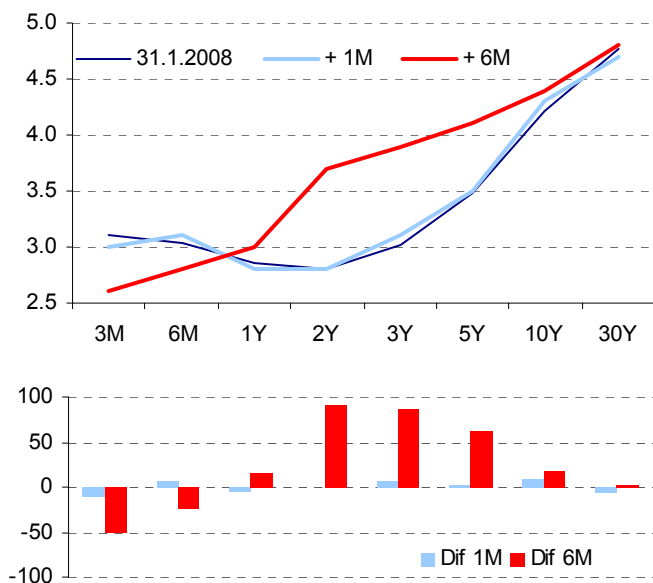
- **Long USD/CZK:** již otevřená pozice
- **Short EUR/USD:** uvolnění Čínského juanu, zlepšení dat v USA a zpoždění zpomalení v Evropě dostane EUR pod tlak
- **Long SKK /EUR:** již otevřená pozice
- **Long SKK/CZK:** Koruna bude korigovat své nadhodnocení v 1H a u SKK čekáme oddělení od regionu a možnost 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 přírážky
- **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](mailto:lmokras@csas.cz)

### Pesimismus dále roste, trh čeká recesi

USA: výnosová křivka (swapy)



Zatím zveřejňované makroekonomické údaje nedávají definitivní odpověď na otázku, zda americká ekonomika letos projde recesí nebo ne. Hrubý domácí produkt za čtvrté čtvrtletí podle předběžných údajů prakticky stagnoval, rozhodně se však nedá tvrdit, že by došlo k plošnému poklesu aktivity. Naopak slušný růst spotřebitelských výdajů a investic byl do

značné míry vymazán výraznou slabostí sektoru stavby bytových nemovitostí a především poklesem zásob. Pesimismus investorů podpořil pokles počtu pracovních míst v lednu, s pevnými závěry by však bylo vhodné počkat na možnou revizi – údaje o změně počtu pracovních se často mění o mnoho desítek tisíc. Výrobní index nákupních manažerů se po propadu pod hranici kontrakce (50) v prosinci v lednu vrátil mírně nad ní, naopak nevýrobní index ISM prudce klesl (což naznačuje vysoké riziko realizace „samosplnitelného proroctví“, kdy kvůli negativnímu výhledu snižují firmy aktivitu a tím výhled realizují), indexy regionálních Fedů a Běžová kniha jsou spíše pesimistické. Důležitou otázkou nyní není zda USA projdou „pouze“ výrazným zpomalením (jak si myslíme my) nebo recesí (jak si myslí silící tábor pesimistů), ale zda dojde k výraznému zpomalení/mírné recesí trvajícím zhruba dvě čtvrtletí (do poloviny letošního roku) nebo hluboké dlouhé recesí trvajícím většinu roku. Hluboká a poměrně dlouhá recese („katastrofický scénář“) by mohla být výsledkem kombinace úrokového zadření (credit crunch jako výsledek oslabení finančního sektoru v důsledku krize subprime hypoték, následné zpomalení spotřeby a investic se výrazně promítne na trhu práce, což ještě oslabí spotřebu, to vše doprovázeno dalšími ranami finančnímu sektoru od zhoršující se kvality úvěrů v důsledku slabé ekonomiky). Tento scénář nelze podceňovat a aktivitu Fedu a americké administrativy je možné vysvětlit snahou vyhnout se mu.

### Fed přešel k razantnímu snižování sazeb

Risk manažerský přístup Fedu v kombinaci s růstem pravděpodobnosti „katastrofického scénáře“ popsaného v předchozím odstavci vedly Fed k razantní změně směrování měnové politiky. Zatímco ještě prohlášení po předposledním pravidelném zasedání FOMC nenaznačovalo, že by Fed považoval situaci za urgentní, týden před dalším pravidelným zasedáním FOMC na konci ledna už Fed snižoval sazby o

škujících 75bp a na zasedání přidal dalších 50bp. Cílem neobvykle prudkého uvolnění měnové politiky je především zabránit rozvinutí a prohloubení úvěrového zadření, podpořit spotřebu investice a v neposlední řadě zmírnit problémy trhu s nemovitostmi. Razantní kroky Fedu se setkaly se smíšenou reakcí (ozývají se obavy z nafouknutí další bubliny aktiv), ale podle našeho názoru jsou v současné situaci adekvátní a mohou, spolu s rozpočtovým stimulem zkrátit období slabosti ekonomiky a podstatně omezit možnost hlubokého propadu. Rozsah dalšího poklesu bude záviset na vývoji ekonomiky. My čekáme další snížení o 50bp na březnovém zasedání FOMC (momentálně je to i scénář preferovaný trhem, analytici počítají spíše s mírnějším 25bp snížením sazeb), které by mohlo být dnem současného cyklu poklesu sazeb (trh počítá spíše s poklesem až na 2,0%). Představitelé Fedu se v poslední době vyjadřují spíše opatrně, rozhodně nenaznačují další ostré uvolnění měnové politiky. Naše očekávání vývoje sazeb je dáno naším relativně optimistickým výhledem pro ekonomiku.

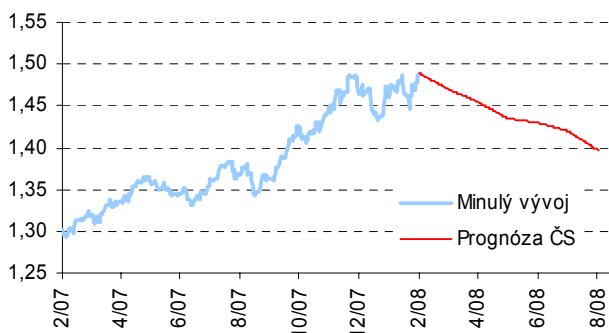
## Výnosy by se měly udržet na současných úrovních

Stejně tak náš relativně optimistický základní scénář implikuje téměř stabilní výnosovou křivku v měsíčním horizontu a její růst v šestiměsíčním horizontu. Pokud se Fedu (a vládě) podaří odvrátit výrazný propad ekonomiky, mohly bychom vidět obrát k růstu sazeb relativně brzy, možná už kolem pololetí. Fed by poměrně rychle normalizoval sazby z „pojistných“ úrovní aby předešel nadměrnému růstu cen aktiv a inflaci.

## Dolar by v měsíčním horizontu měl zůstat slabý

Prudké snížení sazeb vystavuje dolar dodatečnému tlaku, slabost ekonomiky také nepřidá. Dolar dostává podporu od obav z výrazného globálního zpomalení (role „bezpečného přístavu“). Navíc se dá čekat pokračování trendu ke zlepšování obchodní bilance (kombinace nižší domácí spotřeby a vyšší konkurenceschopnosti díky slabosti dolaru). Navíc dlouhodobí investoři mohou pomalu začít budovat pozice počítající s návratem dolaru z fundamentálně velmi slabých úrovní po začátku oživení v USA. V neposlední řadě by dolaru vůči euro měla pomoci normalizace jeho kurzu (čti oslabení) vůči asijským měnám. Hluboká a dlouhá recese by měla vést k delšímu období slabosti, pokud by však byla těžce zasažena světová ekonomika dolar by přesto začal posilovat (záleží na tom, nakolik se růst ve světě dokáže oddělit od růstu v USA).

## EUR/USD



## EMU

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

## ECB se bojí inflace, globální zpomalení ji může přesto přinutit ke snížení sazeb

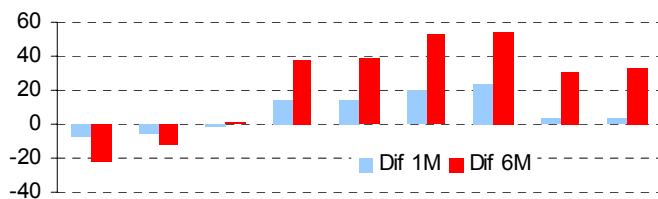
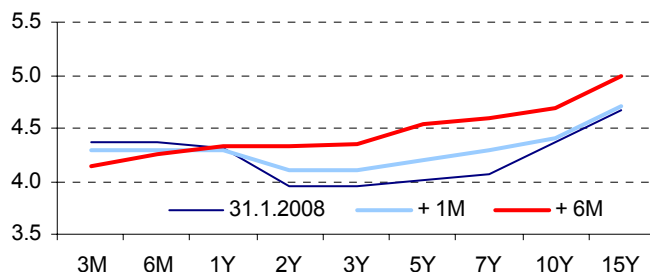
Představitelé ECB jako Trichet nebo Liebscher pokračují v projevech varujících před sekundárními efekty růstu cen potravin a energií. Naproti tomu někteří, donedávna

jednoznačné jestřábí, členové bankovní rady ECB (například Wellink) zmírňují tón a upozorňují na rizika pro růst ekonomiky, spotřebu a tím i pokles inflačních tlaků. Předpokládáme, že v několika nejbližších měsících by ještě měla držet ECB sazby beze změny. Pokud se však v tomto časovém horizontu začne šířit slabost z USA do zbytku světa, měla by svoje stanovisko přehodnotit a snížit sazby. Vzhledem k našemu hlavnímu scénáři pro USA (výrazné zpomalení, relativně krátké) je naším hlavním scénářem pro evropské sazby neměnnost sazeb v půlročním horizontu.

## Čekáme stabilní výnosovou křivku s rizikem krátkodobého poklesu

S naším hlavním scénářem je konzistentní praktická stabilita výnosů v měsíčním horizontu a jejich růst v šestiměsíčním horizontu. Horší výhled světové a evropské ekonomiky by vedl k poklesu krátkého konce výnosové křivky. Pro chování dluhopisového trhu bude velmi důležitá rétorika ECB. Pokud by Trichet připustil možnost snížení sazeb, vedlo by to k tlaku na pokles výnosů na krátkém konci křivky a možný by byl také mírný růst výnosů na dlouhém konci (vyšší strmost křivky).

## EMU: výnosová křivka (swapy)



## Česká republika

Martin Lobotka, [mlobotka@csas.cz](mailto:mlobotka@csas.cz); tel: 224 995 192

## ČNB po novém

ČNB začala rok 2008 změnami, o kterých jsme již dříve informovali, nicméně zopakovat si je neuškodí. První letošní zasedání ČNB bylo prvním z celkového počtu 8 plánovaných (místo 12 jak tomu bylo doposud). Zadruhé, Bankovní rada začala zveřejňovat, kdo jak hlasoval, tudíž bude pro bankéře obtížnější schovávat se za kolektiv. Postupně si tedy budeme moci budovat přesnější obraz jednotlivých členů Bankovní rady, jejich vnímání rizik, to, zda jsou citliví spíše na růst nebo na inflaci, a nakolik. Můžeme se ale také dočkat toho, že bankéři nebudou tolik otevření ke komentářům před zasedáními, aby se vyhnuli vysvětlování, proč hlasovali jinak, než tvrdili. Zatřetí, inflační prognózu teď bude provázet zveřejňování trajektorie sazeb konzistentní s modelem ČNB, což je ve světle toho, že ČNB dělá nepodmíněnou prognózu, krokem vpřed.

Co tedy můžeme od ČNB tento rok čekat? No, to spíše co čeká českou ekonomiku? A tou reálnou ekonomikou bude hýbat zejména inflace, na české poměry vysoká. Ta by měla zpomalit tempo růstu reálných mezd, a tudíž reálné spotřeby, což uleví poptávkovým tlakům (které i tak nejsou příliš výrazné). Na druhé straně nízké reálné úrokové sazby mají tendenci poptávku spíše zvednout (zejména u krátkodobých

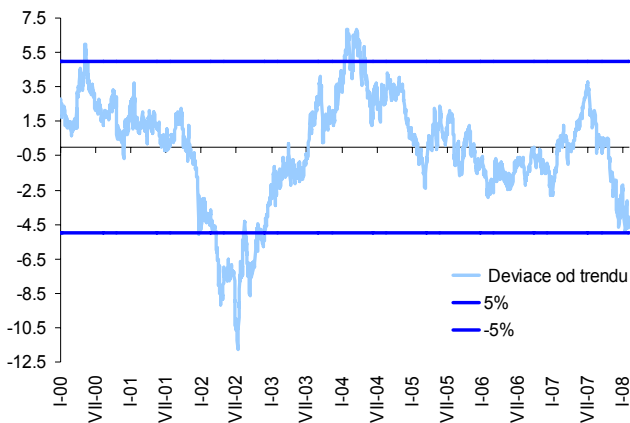
spotřebitelských úvěrů). Rizikem zůstává zpomalení v Eurozóně, zejména pokud by americká ekonomika prošla déle trvající recesí – naším odhadem je, že zpomalení růstu Německa (nejvýznamnější partner ČR) o jeden procentuální bod povede ke zpomalení českého růstu HDP o cca 0,3-0,4 procentního bodu.

Naším celkovým očekáváním zůstává, že spotřeba zpomalí, sazby proto tento rok vyrostou jenom mírně, ke konci roku by měly být na 3,75-4,00%. Důvodem pro ještě jeden hike je očekávané oslabení koruny, které by odebralo jeden z nejsilnějších argumentů ČNB, proč sazby již nezvedat, a také to, že v polovině roku již bude změněn inflační cíl (ze tří procent na dvě) v hledáčku měnové politiky.

## Obrat na dolaru by měl přinést korekci koruny

Koruna dosáhla na nový rekord vůči EUR (mírně pod 25,60), což mohlo být ovlivněno jak oživením na pražské burze, tak (což je podle mého pravděpodobnější, protože historicky jsou korelace mezi změnou kurzu a změnou indexu na burze nevýznamné) nedávným rozhodnutím rumunské centrální banky pomoci (mimo jiného i) rumunské měně zvýšením sazeb o procentní bod. Lei zareagoval posílením, regionální vlna vytáhla na nové maxima, jak vůči EUR, tak vůči americkému dolaru, i českou korunu. Je sice pravdou, že obchodní bilance za rok 2007 vykazala téměř dvojnásobný přebytek oproti roku 2006 (86 vs. 46 mld. CZK), ani to ale neodůvodňuje stávající úroveň CZK. Spíše za tím vidíme reputaci české koruny jakožto měny, která téměř neustále posiluje, a solidní české (a až na Maďarsko i regionální) makro. Obrat koruny, která je teď mimo svou fundamentální úroveň, je samozřejmě obtížné časovat, nicméně situace podobné té stávající jsme tady již měli :

EUR/CZK – Deviace od dlouhodobého trendu, %



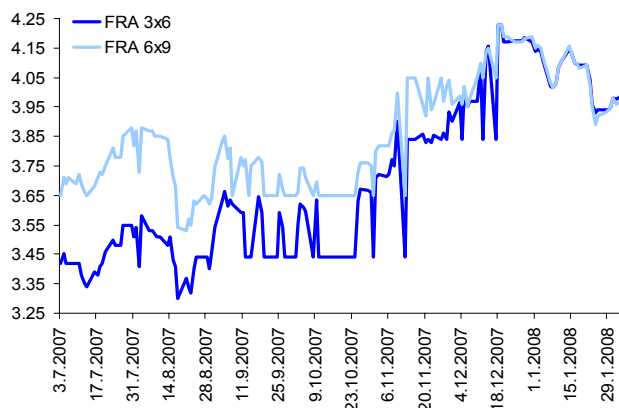
Obrázek znázorňuje procentuální odchylku spotového kurzu vůči EUR od dlouhodobého trendu koruny, který je odhadnutý ex post z dat od ledna 2000 až po zhruba polovinu října roku 2007 (kdy se koruna od svého dosavadního trendu začala odpoutávat). Momentálně se tak koruna nachází cca 5 procent od něj (podotýkám, že tuto změnu neprovázely žádné fundamentální změny v makru). To se v historii stalo - z pohledu dlouhodobého trendu - málokdy. Pokaždé se pak koruna dříve nebo později vrátila blíže své trendové trajektorii. Z čistě statistického hlediska je proces deviace od dlouhodobého trendu procesem náhodné procházky (a tudíž z definice nepředvídatelný), což znemožňuje rigorózně předvídat časování obratu. Co ale fundamenty – co by mohlo být spouštěčem obratu? Jednou z hypotéz, kterou stavíme, je obrat na dolaru. Hypotézou zde je, že s tím, jak se investoři přestanou k dolaru obracet zády, začne být i zdejší měna méně zajímavou a urychlí se výprodej koruny.

Situaci ale může krátkodobě zkomplikovat, a návrat k rovnovážné úrovni zpomalit, výrazný pokles sazeb v Americe. Již nyní je mezi USA a ČR kladný úrokový diferenciál, pokud by Fed v měnové expanzi pokračoval, mohla by se Koruna ocitnout na opačné straně carry-trade barikády. A zatímco většina vyspělých ekonomik sazby snižuje (nebo je alespoň dál nehodlá zvyšovat), střední Evropa jede vesměs opačným směrem (Polsko, Česko, Rumunsko). I když další růst sazeb v ČR trh již nečeká, i tak může být regionální makro pro investory lákadlem, stejně jako dobré vyhlídky české ekonomiky na „ustání“ případného zpomalení v Evropě rozevírající se nůžky mezi sazbami za oceánem a zde v ČR.

## Bondy aneb stabilita na krátkém, růst na dlouhém

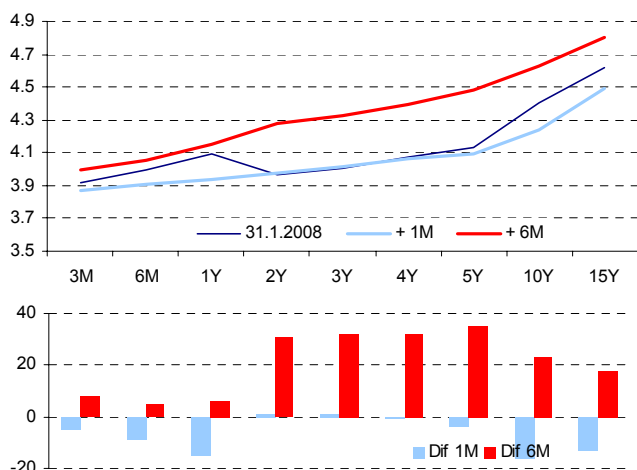
Krátký konec křivky se po nervóznějším prosinci vrátil zpátky, nedošlo však k žádnému zásadnějšímu přehodnocení výhledu na sazby, spíše k opadnutí nervozity z přelomu roku, která souvisela s nervozitou ohledně dostatečného množství likvidity na trhu. Co se týče krátkého konce, trh sjednotil již v prosinci svůj výhled na sazby v nejbližším půlroce a čeká teď sazby neměnné. My v duchu očekávaného oslabení koruny vidíme riziko směrem k ještě jednomu zvýšení sazeb – samozřejmě, pokud koruna zůstane silná, období stability krátkého konce může být delší.

CZ: FRA



Na delším konci se také v lednu podepsala opadající nervozita přelomů roků, dlouhý konec swapové křivky poklesl cca o 15 bodů. V horizontu jednoho měsíce čekáme její další mírný pokles (a ukotvený krátký konec tak povede k růstu sklonu křivky), a to v důsledku pokračující normalizace situace na finančních trzích. V horizontu půlročním pak vidíme z důvodu vyšší inflace, slabšího kurzu koruny (implikujícího potřebu dalšího mírného růstu sazeb) a vyšších evropských výnosů tlak na růst dlouhého konce.

**CZ: Swapová křivka**



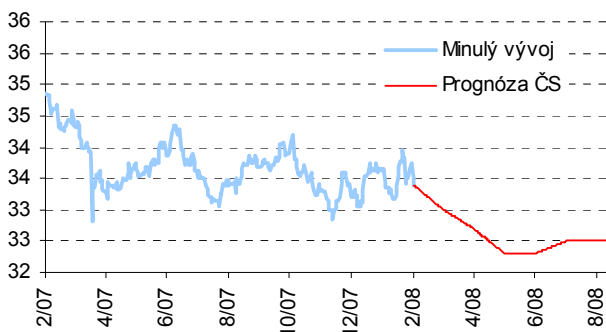
## Slovensko

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

### Výhled pro korunu pořád pozitivní

Poslední měsíc nepřinesl změnu v pozitivním obrazu slovenské ekonomiky. Koruna se však v důsledku nervozity na globálních finančních trzích moc nepředvedla. V nejbližších měsících budou investoři pořád sledovat zejména šance na úspěšné přijetí eura příští rok (které hodnotíme jako vysoké). Guvernér NBS Ivan Šramko se nedávno nechal slyšet, že při vyjednávání o konverzním kurzu bude Slovensko usilovat o jeho stanovení na úrovni, která je v souladu s ekonomickými fundamenty. Zároveň uvedl, že v případě krize na globálních finančních trzích se může rozdíl mezi rovnovážnou a tržní hladinou rozšířit. Tyto výroky nesou v sobě dvě implikace: (i) NBS začíná stávající úroveň kurzu vnímat jako slabší než by odpovídalo ekonomickým fundamentům a (ii) poselství, že i v případě dalšího oslabení koruny v důsledku exogenních faktorů jako je nárůst rizikové averze, je NBS připravena bojovat za konverzní kurz, který je v souladu s ekonomickými fundamenty. Připomínáme, že my po uvážení tempa rovnovážného posilování koruny očekáváme konverzní kurz v pásmu 32,5–33,0 SKK/EUR, přičemž se přikláníme spíše k dolní hranici tohoto pásma.

**EUR/SKK**



### Klíčové sazby nejbližší měsíce stabilní

NBS v lednu zveřejnila kvartální aktualizaci své inflační prognózy. Vzhledem k vývoji cen potravin a ropy posunula inflační trajektorii směrem nahoru. Pro tento rok tak očekává průměr inflace na úrovni 2,9% (ve srovnání s dřívějšími 2,3%)

a v roce 2009 předpovídá 3,1% (versus dřívějších 2,7%). Je tedy plnění Maastrichtu ohroženo? Domníváme se, že ne. Protože stejné exogenní faktory zvedají cenovou hladinu i v ostatních zemích Evropy, nejde o šok specifický pro Slovensko. Prohlášení po zasedání zmiňuje několik inflačních rizik, konkrétně sekundární dopady vyšších cen potravin a ropy, mzdový vývoj a situaci na trhu práce. Proto předpokládáme, že NBS nebude se snižováním sazeb spěchat. Základní scénář Erste Bank počítá letos s udržením klíčové sazby ECB na úrovni 4,0%. Za tohoto předpokladu se nám jako nejpravděpodobnější jeví snížení klíčové sazby na Slovensku v polovině roku 2008, těsně před ohlášením konverzního kurzu. Nelze však vyloučit ani harmonizaci sazeb až ke konci roku tj. těsně před zavedením eura (viz příklad Malty a Cypru).

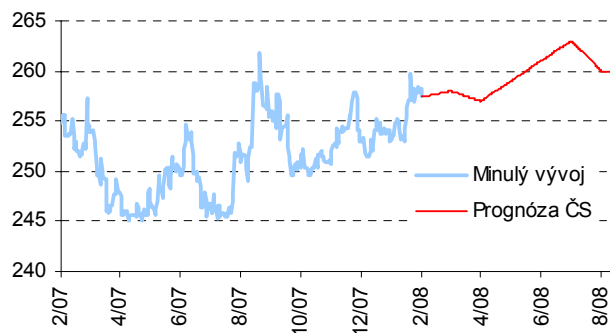
## Maďarsko

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

### Citlivá reakce na rizikovou averzi pořád ústředním tématem

Poslední týdny jenom potvrdily pověst forintu jako nejzranitelnější měny v regionu. I v nejbližších měsících bude citlivě reagovat zejména na výkyvy v ochetě investorů podstupovat riziko a úzce korelovat s vývojem nervozity na hlavních trzích. Kdyby se realizoval scénář recese americké ekonomiky, může jeho oslabení výraznější. Sezónní analýza ukazuje, že druhý kvartál bývá pro forint negativní. Proto se v nejbližších měsících udrží pod tlakem na oslabení. Pozitivnější vývoj lze očekávat až ve druhém pololetí, kdy by se měla začít zlepšovat situace ve světové ekonomice a s tím i uklidňovat světové finanční trhy. Maďarsko by přibližně v tomto období už mělo vidět známky mírného ožívání ekonomiky, kterou utlumil ozdravný rozpočtový balíček vlády. Také bude znatelné pokračování rozpočtové konsolidace a snižování externích nerovnovah.

**EUR/HUF**



### Směr měnové politiky se mění od snižování sazeb k neutrálu

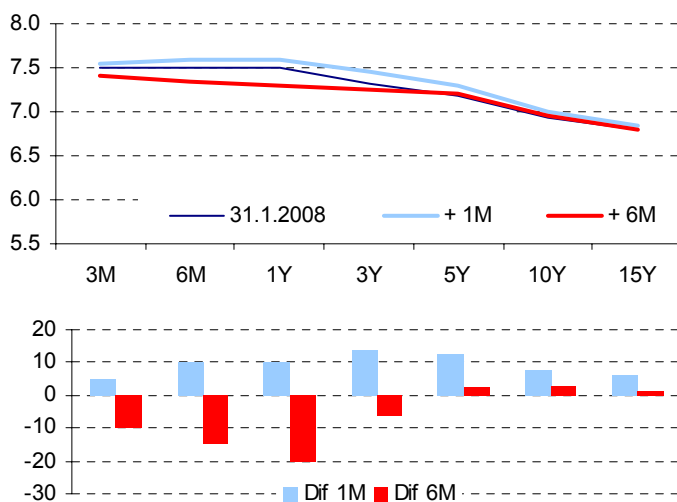
První letošní měsíc ponechala centrální banka klíčovou sazbu beze změny na úrovni 7,50%, což se všeobecně očekávalo. Navzdory tomu se jí podařilo připravit pro trhy nečekané překvapení. Bylo ním upuštění od implicitního zaměření k snižování sazeb. Potvrdila to dvěma způsoby. Prvním bylo oznámení, že po dlouhé době diskutovala i o možnosti zvýšit sazby, i když konečné rozhodnutí (=stabilita sazeb) bylo nakonec jednoznačné. Signál o změně vyslal i samotný komentář po zasedání, ve kterém zvolila banka tvrdší tón. I když v něm není explicitní zmínka o zvýšení sazeb, byla vypuštěna větička o tom, že centrální banka bude mít za určitých podmínek prostor pro jejich snížení. Co zapříčinilo tuto změnu? Centrální banka začala podle našeho názoru citlivěji vnímat inflační rizika. Nárůst cen potravin a paliv jsou sice exogenního charakteru, inflaci však tlačí nahoru už několik měsíců (nejedná se pouze o krátký šok). Guvernér v rozhovoru

po zasedání navíc řekl, že „velice významným“ rizikem je zvyšování regulovaných cen (které by podle jeho slov nebylo tak výrazné, kdyby se nejednalo o podniky s monopolním postavením). Domníváme se, že svou roli sehraje i turbulence na světových finančních trzích, obavy z recese v USA a reakce forintu na tyto události. Kterým směrem se tedy sazby v Maďarsku uberou? I když nová kvartální prognóza, která bude publikována tentihle měsíc, může poukázat na vyšší inflační trajektorii, my se nadále domníváme, že nejbližší pohyb bude směrem dolů. Centrální banka totiž pořád v inflaci neidentifikovala neželané sekundární inflační dopady vyšších cen komodit Naopak, mzdy v privátní sféře bez bonusů zpomalily, což naznačuje, že zatím nedochází k neúměrnému růstu inflačních očekávání. Navíc data naznačují, že spotřebitelská poptávka zůstává slabá a expanze ekonomiky bude pravděpodobně pomalejší, než centrální banka předpokládala v poslední Inflační zprávě. To omezuje prostor pro výrazný růst poptávkou tažené inflace. Sumárum, pokud nedojde k prudšímu oslabení forintu, zvýšení sazeb se nám nejeví být pravděpodobné.

## Čut se odsouvá na druhou polovinu roku

Pod tíhou změny rétoriky centrální banky (a i vzhledem na stupňující se nejistoty ohledně americké ekonomiky) jsme však posunuli nejbližší očekávané snížení sazeb na druhé pololetí a také snížili očekávaný rozsah o 25 bodů. Nyní tedy předpokládáme, že na konci roku bude klíčová sazba na úrovni 7,00%. Proto v horizontu šesti měsíců vidíme už jenom mírný prostor pro pokles krátkého konce křivky. Střední a delší splatnosti se budou v tomto časovém horizontu pohybovat kolem stávajících úrovní. Na jedné straně poroste evropská výnosová křivka a proti maďarským výnosům může působit i přesun penzijních fondů od dluhopisů k rizikovějším aktivům pod vlivem legislativních změn. Na druhé straně by mohlo při postupném uklidňování situace na hlavních trzích dojít díky vylepšujícímu se ekonomickému obrazu Maďarska k mírnému utažení rizikové příirážky.

### HU: výnosová křivka (swapy)



## Polsko

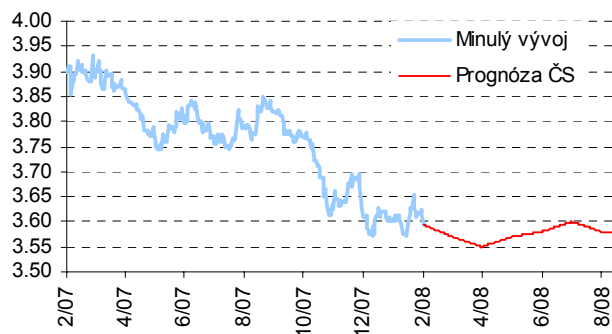
Mária Hermanová, [MHermanova@csas.cz](mailto:MHermanova@csas.cz); tel: 224 995 232

### Nervozita ve světě brání domácím fundamentům, aby se projevil

Kurz zlotého vůči euru nenabral v lednu jednoznačný směr. V neprospěch zlotého působily obavy z recese světové ekonomiky a z toho plynoucí vyšší opatrnost investorů. Rozkolísanost a nervozita světových finančních trhů zůstane v nejbližších měsících důležitým faktorem ovlivňujícím polský trh. Když k tomu přičteme začátek dividendové sezóny na jaře,

dospějeme k očekávání, že zlotý se bude za šest měsíců pohybovat poblíž stávajících úrovní. Nadále jsme však přesvědčení, že vzhledem na atraktivní ekonomický příběh, tržně orientovanou vládu a příznivý vývoj úrokového diferenciálu, existuje letos prostor pro posílení zlotého k úrovni 3,51 PLN/EUR. Většinu zisků však předpokládáme spíše na druhou polovinu roku.

### EUR/PLN



### Prohlášení pořád jestřábí, rétorika bankovní rady začíná změkčovat

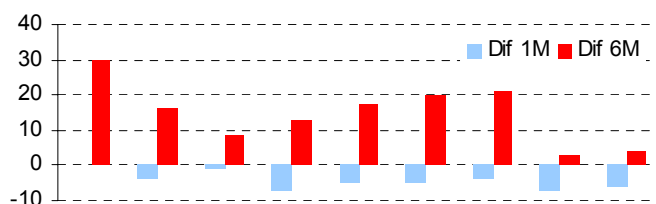
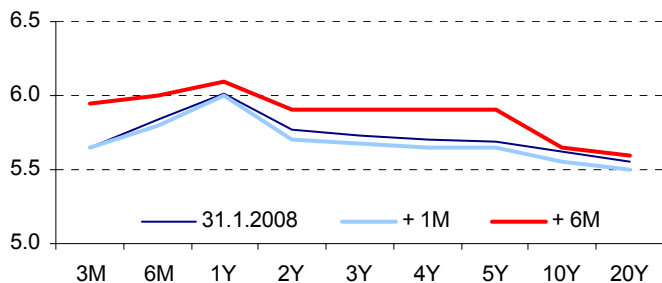
V lednu přistoupila polská centrální banka ke zvýšení klíčových sazeb o 25 bodů, čímž naplnila naše očekávání. Trh v průměru čekal stejný výsledek, i když po překvapivém snížení sazeb v USA začali někteří analytici váhat. Prohlášení po zasedání doznalo ve srovnání s prosincem jenom marginálních změn a je pořád nakloněno jestřábím směrem. Zmiňuje několik proinflačních faktorů - regulované ceny (nový aspekt), ceny potravin, ropy a procyklický dopad fiskální politiky v tomhle roce (deficit státního rozpočtu se zvýší). Důležité je, že v prohlášení se nadále hodnotí další zintenzivnění mzdových tlaků jako „pravděpodobné“. Rizikovým faktorem je sice podstatné zpomalení světové ekonomiky a vyšší volatilita světových finančních trhů, podle prohlášení je však jejich dopad na polskou ekonomiku nejasný. My očekáváme, že polská inflace v prvním čtvrtletí dále vzroste až ke 4,5% a také mzdy v lednu opět urychlí růst. Znepokojivé signály přicházejí zejména z veřejné sféry, kde po vzoru celníků a učitelů i další profese požadují navýšení platů a hrozí stávkou. Zrychlený růst mezd ve veřejném sektoru by mohl lehce zapálit mzdovou spirálu i v soukromém sektoru. Vzhledem k očekávanému vývoji inflace a existujícím inflačním rizikům tak náš základní scénář pořád počítá s tím, že centrální banka ještě letos utáhne svou měnovou politiku ve dvou krocích v prvním pololetí (klíčová sazba skončí rok na úrovni 5,75%). Zvyšuje se však riziko, že by tento pohyb sazeb mohl být více rozložený v čase, nebo že by hike byl jenom jeden. Rétorika členů Bankovní rady totiž začala být na rozdíl od prohlášení po zasedání podstatně měkčí. Už dva centrální bankéři, kteří stojí uprostřed (tj. nejsou ani jasné holubice, ani jestřáby) poukázali na nutnost sledovat úrokový diferenciál vůči Eurozóně. Chtějí předejít tomu, aby se ze zlotého stala měna pro carry trades. V případě spekulací na snížení sazeb ECB (což není náš základní scénář) by tak byl prostor pro další růst polských sazeb omezen. Klíčová budou i makroekonomická data za leden, zejména to, jestli se zpomalení mezd a ekonomické aktivity zaznamená v prosinci potvrdí, nebo ukáže jako jednorázové (my se přikláníme k druhé variantě).

### Křivka nejbližší měsíc stabilní, pak jemně poroste

Lednový pokles polských výnosových křivek (swapové a dluhopisové) lze do velké míry připsat zejména razantnímu propadu evropských výnosů. Riziková přírážka vůči Eurozóně naopak vzrostla. Z domácích faktorů byla z hlediska dluhopisů pozitivní zpráva o dosavadním příznivém vývoji rozpočtu, ohlášení ambiciózních privatizačních plánů vlády (tj. nižší

potenciální emise dluhopisů), jakož i prognóza Ministerstva financí, že v lednu by měla inflace zůstat konstantní na úrovni 4,0% (my očekáváme mírný nárůst na 4,1%). Pod vlivem slabších makro dat trh výrazněji upravil svá očekávání pro klíčové sazby směrem dolů, z čehož profitoval zejména krátký konec křivky. Nejbližší měsíc neposkytne výraznější impuls pro přehodnocení těchto očekávání, a tak by výnosy měly zůstat stabilní. Vývoj přírážky na delším konci bude hodně záviset i od vývoje rizikové averze. Později však očekáváme korekci krátkého konce směrem nahoru. Očekávaná praktická stagnace inflace v lednu je totiž důsledkem odsunutí zvýšení regulovaných cen energií, které se však uskuteční v únoru. Nadále proto počítáme s nárůstem inflace v prvním pololetí a zvýšením klíčových sazeb. Delší a střední část swapové křivky by se také měla posunout na sever, i když jenom mírně, přičemž hlavním důvodem je očekávaný nárůst evropské křivky. Naopak, riziková přírážka vůči Eurozóně se utáhne (z toho plyne, že při stagnaci evropských výnosů by polské výnosy naopak poklesly).

**PL: výnosová křivka (swapy)**



## Česká republika – dlouhodobá makroprognóza

### Česká republika - roční prognóza

		2004	2005	2006	2007f	2008f
Reálný HDP	(meziroční růst v %)	4.6	6.5	6.4	5.4	4.1
Spotřeba domácností	(meziroční růst v %)	2.9	2.4	4.4	6.9	2.7
Investice	(meziroční růst v %)	4.0	2.2	7.6	4.7	7.6
Nominální mdy	(meziroční růst v %)	6.7	5.3	6.4	7.1	7.1
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)	2.4	4.0	6.4	7.3	3.0
Průmyslová výroba	(meziroční růst v %)	9.6	6.6	10.0	10.6	7.7
CPI	(mez. růst v % na konci roku)	2.8	1.9	2.5	5.4	5.2
Nezaměstnanost*	(%)	9.4	8.9	8.1	6.0	6.7
Obchodní bilance	(% z HDP)	-0.9	1.3	1.4	2.8	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	-2.8	-2.4
Veřejné rozpočty	(% z HDP)	-3.8	-2.2	-3.3	-3.2	-3.0
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	3.0	3.7
Dlouhodobé úrokové sazby	(10 let, průměr)	4.9	3.6	3.8	4.3	4.6
CZK / USD	(průměr)	25.7	24.0	22.6	20.3	21.3
CZK / USD	(konec roku)	23.4	24.5	20.9	18.2	21.5
CZK / EUR	(průměr)	31.9	29.8	28.4	27.8	27.0
CZK / EUR	(konec roku)	31.0	29.0	27.5	26.6	26.6

\* od roku 2004 podle nové metody výpočtu

## USA, EMU a Střední Evropa – dlouhodobá makroprognóza

HDP (%)	2006	2007f	2008f	2009f
USA	2.9	2.3	2.3	2.6
Eurozóna	2.9	2.6	2.1	2.3
Slovensko	8.5	9.0	7.2	5.3
Maďarsko	3.9	1.6	2.5	3.5
Polsko	6.2	6.5	5.5	5.7
Běžný účet (% HDP)	2006	2007f	2008f	2009f
USA	-6.2	-5.5	-4.7	-4.2
Eurozóna	-0.1	0.0	0.0	0.0
Slovensko	-7.2	-4.2	-3.6	-3.3
Maďarsko	-6.5	-5.2	-4.6	-4.2
Polsko	-3.2	-3.8	-4.5	-4.9

CPI (% , konec roku)	2006	2007f	2008f	2009f
USA	3.1	3.2	2.1	2.2
Eurozóna	1.9	3.0	2.2	2.3
Slovensko	4.2	3.4	3.5	3.5
Maďarsko	6.5	7.4	4.2	2.5
Polsko	1.4	4.0	3.4	2.7
Rozpočet (% HDP)	2006	2007f	2008f	2009f
USA	-1.9	-1.4	-2.3	-2.5
Eurozóna	-1.5	-0.8	-0.9	-0.7
Slovensko	-3.7	-2.5	-2.4	-2.6
Maďarsko	-9.2	-5.7	-4.0	-3.9
Polsko	-3.9	-2.8	-3.4	-3

Zdroj: Česká spořitelna, Erste Bank, Slovenská sporiteľňa

## Sazby centrálních bank

	Klíčová sazba (%)	Nejbližší zasedání	Prognóza ČS (bp)	Očekávání trhu (bp)	Poslední změna (bp)	Nejbližší očekávaná změna (bp)
Česká republika	3.75	26.3.2008	0	-	+25 / II-08	-
USA	3.00	21.3.2008	-50bp	-25bp	-50 / I-8	-50 / III-08
Eurozóna	4.00	6.3.2008	0	0	+25 / VI-07	+25 / 4Q-08
Slovensko	4.25	26.2.2008	0	-	-25 / IV-07	-25 / 2Q-08
Maďarsko	7.50	25.2.2008	0	0	-25 / IX-07	-25 / 3Q-08
Polsko	5.25	27.2.2008	0	0	+25 / I-08	+25 / III-08



## Kalendář makro dat

	období	datum	čas zveřejnění	Prognóza ČS/ERStE*	minulá hodnota
<b>Česká republika</b>					
Nezaměstnanost	01/2008	8.2.	9:00	<b>6.2%</b>	6.0%
CPI (meziročně)	01/2008	8.2.	9:00	<b>6.1%</b>	5.4%
Průmyslová výroba (meziročně)	12/2007	14.2.	9:00	<b>6.2%</b>	6.7%
PPI (meziročně)	01/2008	14.2.	9:00	<b>6.0%</b>	5.3%
Běžný účet	12/2007	12.2.	10:00	<b>-5.5 mld. Kč</b>	1.15 mld. Kč
Maloobchodní prodeje (meziročně)	12/2007		9:00	<b>5.3%</b>	5.9%
<b>USA</b>					
Obchodní bilance	12/2007	14.2.	14:30	<b>-61,0mld.USD</b>	- 63,1 mld. USD
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	1/2008	13.2.	14:30	<b>0.0%</b>	-0.4%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	1/2008	15.2.	15:15	<b>0.1%</b>	0.0%
Využití průmyslových kapacit	1/2008	15.2.	15:15	<b>81.4%</b>	81.4%
PPI (meziměsíčně)	1/2008	26.2.	14:30		-0.1%
CPI (meziměsíčně)	1/2008	20.2.	14:30		0.3%
Předstihové indikátory	1/2008	21.2.	16:00	<b>0.0%</b>	-0.2%
Philadelphia Fed	2/2008	21.2.	16:00		-20.9
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	1/2008	27.2.	14:30		5.2%
Prodeje nových domů	1/2008	27.2.	16:00		604 tis.
Prodeje existujících domů	1/2008	25.2.	16:00		4,89 mil.
Osobní příjmy	1/2008	29.2.	14:30		0.5%
Osobní výdaje	1/2008	29.2.	14:30		0.2%
Spotřebitelská důvěra	2/2008	26.2.	16:00		87.9
<b>EU</b>					
CPI (meziměsíčně)	1/2008	29.2.	11:00		0.4%
ZEW	2/2008	12.2.	11:00		-41.7
GE: IFO	2/2008	26.2.	10:00		103.4
EMU: M3 (meziročně)	1/2008	27.2.	10:00		11.50%
<b>Slovensko</b>					
CPI (meziročně)	1/2008	11.2.	9:00	<b>3.4%</b>	3.4%
Jádrová inflace (meziročně)				<b>3.6%</b>	
Obchodní bilance	12/2007	11.2.	9:00	<b>-5,0 mld. SKK</b>	-7,7mld. SKK
PPI (meziročně)	1/2008	28.2.	9:00	<b>15.8%</b>	3.4%
<b>Maďarsko</b>					
CPI (meziročně)	1/2008	14.2.	9:00	<b>7.0%</b>	7.4%
PPI (meziročně)	1/2008	29.2.	9:00	<b>2.0%</b>	1.6%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	12/2007	22.2.	9:00	<b>-2.7%</b>	-4.2%
<b>Polsko</b>					
CPI (meziročně)	1/2008	15.2.	14:00	<b>4.1%</b>	4.0%
Průmyslová výroba (meziročně)	1/2008	19.2.	14:00	<b>5.5%</b>	6.2%
HDP (meziročně)	4Q 2007	2.3.	10:00	<b>6.1%</b>	<b>6.4%</b>

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

## KONTAKTY

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

### Odbor Ekonomické a strategické analýzy

Ředitel odboru, investiční strategie	<b>Viktor Kotlán</b>	+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	<b>Petr Witowski</b>	+420/224 995 800	pwitowski@csas.cz
<b>Oddělení Debt Capital markets - ředitel</b>	<b>Robert Novotný</b>	+420/224 995 148	rnovotny@csas.cz
	<b>Tomáš Černý</b>	+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
<b>Odbor Obchody treasury – ředitel odboru</b>	<b>Libor Vošický</b>	+420/224 995 592	lvosicky@csas.cz
<b>Odbor Obchody na kapitálových trzích – ředitel odboru</b>	<b>Pavel Křivonožka</b>	+420/224 995 565	pkrivonozka@csas.cz
<b>Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty – ředitel odboru</b>	<b>Daniel Drahotský</b>	+420/224 995 178	ddrahotsky@csas.cz
<b>Odbor Proprietary trading</b>	Robert Novotný	+420/224 995 417	rnovotny@csas.cz

### Úsek Investiční bankovnictví

Ředitel úseku	<b>Jan Brabec</b>	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
	<b>Jiří Hrbáček</b>	+420/224 995 836	jhrbacek@csas.cz
<b>Odbor Finanční instituce – ředitel odboru</b>	Jana Daňková	+420/224 995 128	jandankova@csas.cz
<b>Odbor Obchodování a distribuce aktiv – ředitel odboru</b>	<b>Jan Brabec</b>	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz

### Erste Bank Vídeň – CEE Equity

Head of Group Research	<b>Friedrich Mostböck</b>	+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	Guenter Artner, CFA	+43 501 00 115 23	guenter.artner@erstebank.at
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 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](http://www.brokerjet.cz)