

Měsíční strategie – dluhopisy a měny

David Navrátil, Jana Krajčová, Martin Lobotka, Luboš Mokráš
tel.: 224 995 177, e-mail: research@csas.cz

1.9.2011

Instrument	Úroveň z 31.8.2011	Prognóza 1 měsíc	Prognóza 6 měsíců	
ČESKÁ REPUBLIKA				
CZK/EUR	24,1	↗	24,0	↗ 23,8
3M Pribor	1,18	↗	1,20	↑ 1,26
2Y	1,44	→	1,47	↑ 1,70
10Y	2,42	↗	2,52	↗ 2,80
<p>Srpnová data přinesla ukazatele zpomalení – zvolnil průmysl, maloobchod, předstihové indikátory. Právě kvůli těm se data za červenec i za srpen dají očekávat slabší – poptávce domácností dále ublíží tržní panika a znovu se objevivší strašák recese (důvěra domácností se hodně propadla). Pod vlivem tržních událostí ponechala ČNB sazby bez změny, po finančních turbulencích pak klesl krátký konec (2Y na 1,50%) – vzhledem k tomu, že naším scénářem není další recese, jsou tyto hodnoty dle nás o něco nižší než odůvodnitelné. Dlouhý konec klesl i navzdory rozšíření spreadu (=nervozitě) – důvodem byla změna ratingu od S&P a pokles německých výnosů. Koruna rovněž z ratingu profitovala, v nejbližších týdnech se dá očekávat posílení pod 24.</p>				
USA				
USD/EUR	1,44	→	1,44	→ 1,41
3M Libor	0,33	↑	0,30	↑ 0,25
2Y swap	0,49	↑	0,55	↑ 0,75
10Y swap	2,40	→	2,40	↗ 2,65
<p>Makroekonomické údaje zveřejněné v průběhu srpna byly nejednoznačné – tvrdé údaje typu průmyslové výroby nebo maloobchodních tržeb byly celkem dobré, měkké typu indexů regionálních Fedů a spotřebitelské důvěry velmi slabé. Vyhledky ekonomiky se v každém případě podstatně zhoršily, částečně i kvůli panice na finančním trhu, která nahlodala důvěru spotřebitelů i manažerů. U dolaru čekáme pokračující kolísání poblíž stávajících úrovní s rostoucím rizikem posílení dolaru. U dluhopisů udržení velmi nízkých výnosů v měsíčním horizontu a mírný růst v půlročním, pokud nedojde k recesi.</p>				
EUROZÓNA				
3M Euribor	1,54	→	1,55	↗ 1,60
2Y swap	1,57	→	1,55	↗ 1,80
10Y swap	2,87	→	2,85	↗ 3,10
<p>Vyhledky vývoje hospodářství eurozóny se dále zhoršily, nepříjemný je hlavně zřetelný negativní trend u Německa. Dluhová krize podryvá důvěru ve finančním sektoru, což ohrožuje financování v reálné ekonomice s velmi negativními dopady pro hospodářskou aktivitu. Stejně jako v USA počítáme s udržení velmi nízkých výnosů v nejbližších týdnech a později s jejich růstem, za předpokladu, že nedojde k recesi.</p>				
MAĎARSKO				
HUF/EUR	271,4	→	270,0	→ 267,3
3M Bubor	6,09	↑	6,11	↘ 5,85
3Y	5,90	↗	6,00	↗ 6,32
10Y	6,48	↗	6,57	↗ 6,83
<p>Trhy poslaly forint na chvíli až nad 277 a obchodování zůstává nervózní, nepomáhá vysoký podíl půjček v CHF a na pozadí tvrdohlavě posilující frank. Centrální banka tak nemůže se sazbami dolů i navzdory tomu, že již ve druhém kvartálu ekonomika zklamala slabým růstem, mezikvartálně dokonce stagnací. Extrémní nervozita na trhu se projevila i na výnosové křivce, když dlouhý konec spadnul o cca 50bb – krátkodobě nervozita přetrvává, na delším horizontu však čekáme korekci v závěsu za eurokřivkou, přičemž její dopad budou tlumit očekávaní nižších domácích sazeb.</p>				
POLSKO				
PLN/EUR	4,14	↗	4,03	↑ 3,81
3M Wibor	4,72	→	4,73	↗ 4,90
2Y	4,54	→	4,59	↑ 5,15
10Y	4,82	→	4,85	↑ 5,48
<p>Zlotý také pod výrazným tlakem, i když podíl CHF půjček je oproti Maďarsku zhruba poloviční a fiskál se prozatím vyvíjí lépe, než se čekalo. Zlotý však na chvíli vyšplhal i nad 4,22 a v průměru oslabil o 3,3% - a obchodování zůstává volatilní. I v nejbližších měsících bude přetrvávat zvýšená volatilita kvůli parlamentním volbám a návrat pod 4,0 bude těžký – až pozitivní výsledek voleb by mohl přinést jistou úlevu a umožnit návrat zlotého na konvergenční posilující trend. Na konci roku tak čekáme hodnoty kolem 3,90. Centrální banka dle nás příští týden nechá sazby beze změny. Ve výhledu jsme optimističtější než trh a nemyslíme si, že bude muset NBP časem sazby snižovat. I polská křivka následovala vývoj evropské a dlouhý konec je momentálně velice nízký. I tady čekáme zklidnění a korekci k normálu, krátkodobě však bud přetrvávat nervozita.</p>				

Poznámka: Směry ukazují rozsah změny daného indikátoru vzhledem k minulé volatilitě instrumentu. Symbol ↑ znamená posílení první měny vůči druhé měně, resp. růst výnosů dluhopisů, ↗ znamená mírné posílení. Při predikcích pracujeme s pěti intervaly (růst, mírný růst, stabilita, mírný pokles, pokles), které jsou stanoveny na základě minulé volatility (násobku směrodatné odchylky) daného ukazatele. Za předpokladu normálního rozdělení pak pro každý interval existuje 20% pravděpodobnost, že výsledek bude koncem měsíce právě v tomto intervalu.

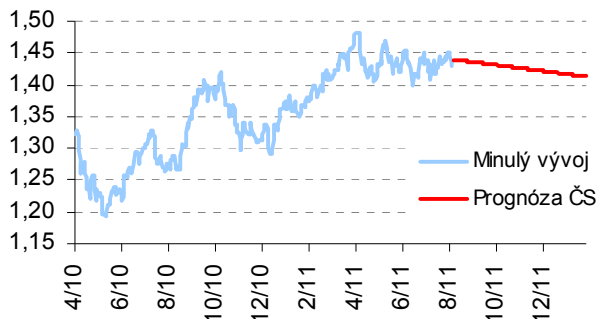
USA

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

Tržní panika se projevila zhoršením nálady spotřebitelů

Srpnová data lze označit za smíšená, nálada mezi investory však odpovídá bezprostředně hrozící recesi. Panika startovala postupně, náladu nejprve zhoršovaly slabší údaje z americké ekonomiky, bezprostředním podnětem k jejímu plnému propuknutí bylo další zesílení obav z důsledků evropské dluhové krize pro stabilitu finančního sektoru. Tvrdé údaje (průmyslová výroba, maloobchodní tržby, spotřebitelské výdaje, objednávky dlouhodobé spotřeby, tovární zakázky) byly spíše lepší než horší, k významnému zhoršení došlo u nepřímých údajů (indexy regionálních Fedů, ISM) a indikátorů důvěry (prudce se propadla především spotřebitelská důvěra). Historicky spotřebitelská důvěra koreluje se spotřebitelskými výdaji slabě, lépe odráží vývoj na trhu práce (propad spotřebitelské důvěry obvykle ukazuje na slabý trh práce). Počty žádostí o podporu v nezaměstnanosti zatím neukazují nic alarmujícího, je však možné, že se tržní panika projevila ve větší opatrnosti podniků při přijímání nových pracovníků. Rozpor mezi solidností údajů typu průmyslové výroby na jedné straně a ISM na druhé může naznačovat, že se slabost koncentruje v sektoru menších a středních podniků. Tuto hypotézu potvrzují i vyjádření Fedu v Běžové knize a také nižší dostupnost úvěrů v tomto segmentu. To by mohlo znamenat reálné problémy na trhu práce, protože malé a střední podniky jsou významnými zaměstnavateli. Pokračuje také úbytek pracovních sil ve státním sektoru. S koncem angažovanosti USA v Iráku a Afganistanu a následným snižováním počtu vojáků se tento trend bude dále zvýrazňovat.

EUR/USD



FOMC je rozdělen v názoru na měnovou politiku.

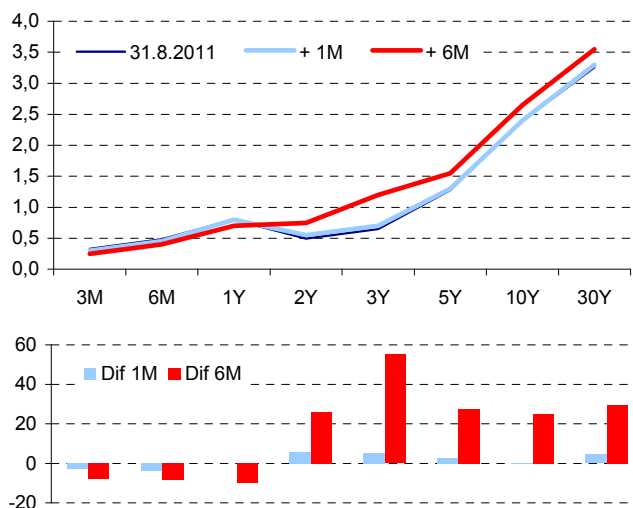
Poslední zasedání FOMC ukázalo, že v jeho rámci neexistuje jednotný názor na aktuální situaci americké ekonomiky, a tedy ani na adekvátní měnovou politiku. Tři členové tohoto orgánu hlasovali proti prohlášení, které explicitně uvedlo dobu, po kterou minimálně bude pokračovat velmi uvolněná měnová politika, což je jeden z prostředků, jak může centrální banka ovlivňovat očekávání ekonomických subjektů. Podle tří disidentů představuje příliš velké riziko inflace. Rozpory v rámci FOMC budou diskutovány na jeho dalším zasedání, které se bude konat 20. a 21. září (aby byla umožněna dostatečná diskuse, bylo zasedání prodlouženo z původního jednoho dne). Trh poměrně dost silně spekuluje o variantě, že na tomto zasedání budou vyhlášena další opatření na podporu ekonomiky. Především se spekuluje o možnosti dalšího kola kvantitativního uvolňování, Fed má však i další způsoby, jak efektivně uvolnit měnovou politiku (například prodloužení durace svého portfolia amerických státních dluhopisů, snížení úroku placeného na depozitech uložených u Fedu nebo nejradikálnější krok stanovení vyššího inflačního cíle). Podobné kroky sice nelze úplně vyloučit, nepokládáme je však

za pravděpodobné, a to především proto, že jádrová inflace, kterou Fed preferuje jako inflační ukazatel, je stále příliš vysoká na další kolo uvolňování měnové politiky. Pravděpodobnější je, že Fed přesněji specifikuje podmínky, za kterých by k uvolnění měnové politiky mohlo dojít, především jaký by musel být vývoj inflace. Pokud by se dále zhoršoval stav ekonomiky a trend vývoje inflace se otočil od zrychlování ke zpomalování, mohl by Fed podniknout opatření k uvolnění měnové politiky ještě do konce roku. V každém případě je však jasné, že sazby zůstanou velmi pravděpodobně poblíž nuly velmi dlouho, minimálně do roku 2013, což příslušně mění nejen náš odhad vývoje sazeb Fedu, ale také ovlivňuje očekávaný vývoj výnosové křivky.

Prezident Obama by měl v důležitém projevu oznámit nová opatření na stimulaci ekonomiky

Už příští týden by měl prezident Obama přednést důležitý projev, ve kterém by měl oznámit nová opatření na podporu ekonomiky, především na podporu trhu práce. Zatím není známo, o jaká opatření by se mělo jednat, ale už nyní lze čekat

US: výnosová křivka (swapy)



ostrý politický boj, který se kolem nich strhne. Prezidentská kampaň pro volby, které se budou konat na podzim příštího roku, se už rozjíždí a stanoviska republikánských kandidátů se dají označit jako vesměs extrémistická. Lze proto čekat, že jakákoliv snaha o podporu se z jejich strany setká s velmi tvrdou kritikou a že republikáni se budou jakoukoliv Obamovu iniciativu snažit blokovat ve sněmovně reprezentantů, kde mají většinu. Ostrý politický boj bude jednak dále stupňovat napětí ve společnosti, a zhoršovat tak náladu spotřebitelů, a jednak může bránit přijmout účinná opatření k řešení rozpočtových problémů a rostoucí zadluženosti, což bude podlamovat důvěru investorů v USA. Zřetelným projevem tohoto trendu bylo ostatně snížení ratingu USA agenturou Standard & Poors, které bylo zdůvodněno zhoršením politického prostředí (mimo jiné lze připomenout úvahy některých špičkových politiků a přípustnosti technického defaultu USA v době jednání o zvýšení stropu zadlužení).

Dolar pokračuje v kolísání bez trendu

V srpnu pokračovala „rovnováha nedůvěry“ mezi eurem a dolarem, když z obou stran přicházelo zhruba stejné množství stejně závažných negativních zpráv. Rovnováha se však může postupně naklonit ve prospěch dolaru. Důvody jsou v zásadě dva: ECB pod tlakem zhoršeného výhledu velmi pravděpodobně přestane zvyšovat sazby a existuje o dost vyšší pravděpodobnost výrazně negativních zpráv týkajících se

zadlužení přicházejících z EMU než z USA. To významně zvyšuje riziko rychlejšího přesunu kurzu pod 1,40, než očekáváme v našem momentálně platném hlavním scénáři.

Obavy z recese spolu s oznámenou dlouhou dobou extrémně uvolněné měnové politiky srazily dále výnosy

Trh momentálně podle všeho počítá s významným rizikem recese v blízké budoucnosti a s dlouhodobě slabým růstem (japonský scénář nebo také „new normal“ – „nový normál“ – podle M. El-Eriana). My stále počítáme s relativně slabým, ale růstem, recese je pro nás rizikovým scénářem (hrozí především možnost samosplnitelného proroctví, tedy negativního vlivu probíhající paniky na finančním trhu do rozhodování spotřebitelů a podniků). Pokud se ekonomice podaří recesi vyhnout, měly by výnosy do konce roku znatelně narůst, ovšem prostor pro růst bude omezovat velmi uvolněná měnová politika Fedu. Recese by podstatně zvýšila pravděpodobnost dalšího uvolnění měnové politiky, což by patrně srazilo výnos desetiletého dluhopisu hluboko pod 2%.

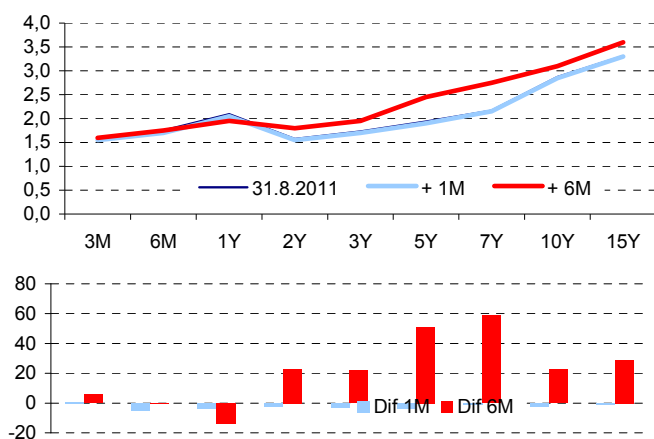
EMU

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

Priznaky slabosti se znatelně zvýraznily

Slabá data už nepřicházejí jen z jihu Evropy postiženého dluhovou krizí a fiskální restrikcí, ale zhoršuje se už i situace v zatím stále silném Německu. HDP za druhé čtvrtletí zklamal, což lze částečně vysvětlit mimořádně dobrou výkonností v prvním čtvrtletí, a tedy hodně vysoko nastavenou laťkou. Horší je pokračující pokles konjunkturálního indexu IFO, který naznačuje, že už i německá ekonomika začíná ztrácet dech. Příčin je více – částečně se na tom podílí slabší globální poptávka způsobená utahováním měnové politiky v rozvíjejících se státech a slabší americkou ekonomikou, částečně zaostávající domácí poptávka související částečně s obavami z dopadů dluhové krize v EMU na Německo. Vyhledy pro evropské ekonomiky pro nejbližší měsíce nejsou povzbudivé mimo jiné i proto, že se dluhová krize EMU stále citelněji dotýká finančního sektoru, a bude tedy patrně mít stále negativnější vliv na úvěrovou emisi, což bude brzdit reálnou ekonomiku.

EMU: výnosová křivka (swapy)



ECB stabilizovala dluhopisový trh

Stupňující se tlak především proti Itálii přinutil ECB začít odkupovat vedle řeckých, irských a portugalských dluhopisů i italské a španělské. Podařilo se tak srazit a stabilizovat výnosy, čímž byl vytvořen prostor pro pokračování refinancování dluhů těchto států na trhu. Situaci však zhoršuje pokračující dohadování mezi členskými státy EMU.

Nejzřetelnějším příkladem je snaha Finska vynutit si poskytnutí kolaterálu (záruky) za prostředky, které poskytne v rámci druhého kola pomoci Řecku. Německo také pokračuje ve své opatrné politice, která už významně přispěla ke zhoršování krize. Nyní odmítá zvýšit objem prostředků v záchranném fondu EFSF a také odmítá jednat o dluhopisech eurozóny. Namísto toho kancléřka Merkelová a prezident Sarkozy navrhli zavedení nějaké formy společné ekonomické vlády koordinující rozpočtové politiky členských států EMU.

Trichet naznačil přehodnocení výhledu evropských ekonomik

Prezident ECB Trichet ve svém nedávném projevu naznačil, že ECB přehodnocuje v důsledku zhoršování zveřejňovaných dat svůj výhled pro evropské ekonomiky. Nový výhled bude podle Tricheta zveřejněn začátkem září. Příští týden se koná zasedání bankovní rady ECB, nový výhled by mohl být zveřejněn na tomto zasedání a Trichet by mohl využít tiskovku po zasedání k jeho okomentování. V každém případě hodně klesla pravděpodobnost dalšího utahování měnové politiky, i když Trichet zatím stále mluví o zvýšené inflaci a inflačních rizicích. Náš výhled vývoje sazeb a výnosové křivky jsme však přes Trichetovo hodně opatrné prohlášení už přizpůsobili předpokládanému zastavení zvyšování sazeb.

Evropské benchmarkové výnosy se drží extrémně nízko

Vývoj na dluhopisovém trhu v EMU je hodně podobný vývoji v USA. I zde vedou toky do kvality k podstatnému poklesu benchmarkových výnosů. I zde předpokládáme udržení velmi nízkých výnosů v nejbližších měsících, ale jejich růst, pokud nedojde k realizaci rizikového scénáře, tj. k recesi. U výnosů států postižených dluhovou krizí se vyvíjí situace nerovnoměrně. Iru se daří a výnosy jejich dluhopisů podstatně poklesly, naopak u Řecka trvá extrémní nedůvěra a i přes vyhlášené plány na restrukturalizaci řeckého dluhu výnosy stále rostou. Trh by snad mohlo uklidnit upřesnění detailů výměny dluhopisů, ale hrozí riziko, že i nové dluhopisy by, přesto, že budou zajištěny, mohly být slabé, protože trh si nebude jistý, zda může věřit zajištění od nepřiliš soudržné EMU.

Česká republika

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

Srpnová data ukazují na zpomalování růstu, turbulence na trzích straší spotřebitele

Srpnová data ukázala na zpomalování ekonomiky, což je v souladu s naším pohledem, který držíme od zveřejnění silných dat za růst v 1Q/11 v dubnu letošního roku. Kombinace vyšších cen ropy, pokračujícího utahování měnových politik v rozvíjejících se ekonomikách, japonského zemětřesení a silného EUR se podepsala na výkonnosti německé ekonomiky (obzvlášť ve srovnání se silným prvním čtvrtletím, kdy rostla +1,3% q/q), což se s odstupem měsíce, dvou projevuje i v českých datech.

Průmysl tak v červnu zpomalil na 7,4% r/r, 3M průměr meziměsíčních temp růstu dosáhl 0,3% - od počátku roku tak pozorujeme pomalu se zvolňující dynamiku růstu. Na tento vývoj upozorňovaly i horší předstihové indikátory – jak německé IFO, tak české PMI. A protože se české PMI v červenci dostalo a v srpnu udrželo na 53,4 (z 55,1 v červnu) a vzhledem k turbulencím na trzích, které se částečně odrazí v dalších měsících v reálné ekonomice, se v datech za červenec a srpen dá čekat další zpomalení růstu. Naopak

šoky z 1H/11 v podobě cen ropy a Japonska už z čísel vypadnou. Průměrné m/m tempo růstu v měsících 06-08/11 tak dosáhne zhruba 0,1% m/m, v dalších měsících mírně urychlí.

Nedobrou dynamiku vykazuje důvěra domácností – ta se propadla na nejnižší hodnotu od března 2009, což je ale vzhledem k situaci v ekonomice obtížně zdůvodnitelné. Neříkáme, že je spotřebitelům lehké, ale se situací masivního propouštění v 1Q/09 se stávající situace porovnat nedá. Že je diskrepance mezi tím, jak špatně spotřebitelé tvrdí, že se mají, a tím, jak se mají, je vidět v datech za maloobchod – i zde pozorujeme zpomalování dynamiky (3M průměr ročních temp růstu se z 3,2% na začátku roku snížil v červnu na polovinu), ale hodnoty z 1Q/09 (-1,5% r/r v březnu 2009) to určitě nejsou. Mnohem více na spotřebitele asi působí všudypřítomné mluvení o šetření a nejistota (kteřou dále přizpůsobily finanční turbulence v létě) – když ČSÚ za dva týdny zveřejní finální data za HDP, budeme s největší pravděpodobností vidět vyšší míru úspor.

České HDP dle předběžných informací rostlo ve 2Q/11 o 0,2% q/q (2,4% r/r), a ačkoliv struktura nebyla zatím zveřejněna, z předchozích řádků je zřejmé, že za r/r růstem byl čistý export a zřejmě i fixní investice. Finální domácí poptávka (jak spotřebitelů, tak vlády) kvůli fiskální konsolidaci růstu ubírala. Ve zbytku roku čekáme podobný růst jako ve 2Q/11 – spotřeba domácností zůstane kvůli fiskální konsolidaci utlumena, průmysl, export a investice by měly růstu pomáhat. Rizika jsou ale vzhledem k poslednímu vývoji určitě směrem dolů.

Zvýšení ratingu a obavy z recese drží křivku nízkou

ČNB ponechala pod vlivem slabších dat, nepokojů na finančních trzích a v souladu s politikou opatrnosti sazby bez změny na 0,75%. Nová prognóza rovněž počítá s relativně rychle posilující korunou (ČNB očekává v roce 2012 průměr EURCZK 23,1), což by se v případě, že se nevyplní (my čekáme 23,7) a že ekonomika poroste zhruba o 2% r/r v roce 2012 (a že tedy nedojde k recesi), mělo projevit tlakem na vyšší sazby. Ve zbytku parametrů zůstává naše červená a srpnová prognóza ČNB stejná. Trh částečně po vlivem ČNB, ještě více ale pod vlivem vývoje na finančních trzích dokončil přehodnocování výhledu na ČNB – 2Y swap se dostal až na 1,50%. Vzhledem k tomu, že naším hlavním scénářem není recese, jsou tyto úrovně zhruba o 15-20 bodů nižší než odůvodnitelné.

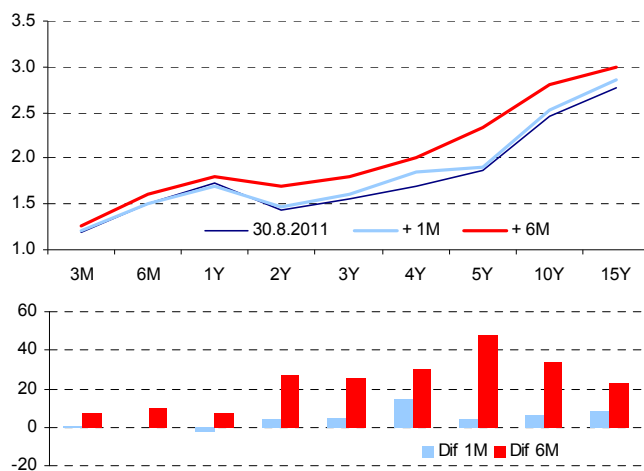
Na delším konci došlo k poklesu výnosů, rovným dílem vlivem poklesu německých bundů a vlivem zlepšeného ratingu ČR. Vzhledem k tomu, že rating ČR byl agenturou S&P zvýšen na 4., resp. 3. nejvyšší úroveň (cizoměnové vs. domácí závazky), došlo ke zúžení spreadu k německým Bundům zhruba o 40 bodů na 10Y splatnosti. Pokles by mohl být (a pokud dojde k rozptýlení obav z další recese a k uklidnění situace na trzích, tak i bude) ještě větší, nebýt stále vysoké nervozity – jako rozumnou úroveň rizikové prémie teď vidíme zhruba 70 bodů, nemyslíme si ale, že se tam podíváme rychle. Nervozita bude opadávat pozvolna a neřešená dluhová krize bude nad trhy viset dále. Vzhledem k tomu, že čekáme růst výnosů německých dluhopisů poté, co se ukáže, že ekonomiku čeká pomalý růst (a nikoliv recese), měli bychom i navzdory pomalu se utahujícímu spreadu vidět růst českých výnosů (30 bodů na bondech do konce roku, o něco více na swapech).

Koruna před podzimem připravena k útoku hranice 24

Koruna rovněž profitovala ze změněného ratingu ČR. Většinu uplynulého měsíce se motala mezi 24,20-24,50, kde ji držela doutnající nervozita kolem dluhové krize EMU, jednání o

zvýšení stropu zadlužení USA a panika na trzích kvůli obavám z další recese. Neoslabovala tak moc jako další regionální měny (např. PLN) – i před zvýšením ratingu platila CZK za regionální bezpečný přístav. Po zvýšení ratingu ihned posílila o zhruba 20 haléřů, v dalších dnech se pak podívala až k 24 korunám. V nejbližších týdnech čekáme vzhledem k ratingu, k latentní nervozitě kolem dluhové krize (a reputaci ČR v rámci regionu) a vzhledem k obvyklé podzimní sezónnosti spíše posílení – další pokus o 24 určitě bude a v případě zlomení se můžeme rychle dostat na 23,70, kde to může být zajímavé pro spekulativní long EURCZK. Do konce roku však z fundamentálního hlediska vidíme prostor pro omezené posílení ze stávajících úrovní – očekávaná hodnota na konci roku je 23,90-24 CZK.

CZ: výnosová křivka (swapy)



Maďarsko

Jana Krajčová, JKrajcova@csas.cz, tel: 224 995 232

Velice nervózní obchodování se projevilo i na forintu, pokračují obavy o hypotéky v CHF...

Již začátek měsíce byl velice turbulentní – hlavním domácím faktorem byl dále posilující švýcarský frank a rostoucí nervozita i kolem situace mnoha maďarských domácností. Forint se tak na chvíli dostal až nad hodnotu 277 za euro, kurz vůči švýcarskému franku byl ještě volatilnější. V polovině měsíce pak přišlo krátké uklidnění po tom, co švýcarská centrální banka (SNB) oznámila, že bude frank brzdit v posilování. Forint se pak díky obecně o něco lepší náladě vrátil pod 270, neudržel se tam však déle než pár dní a nervózní obchodování pokračovalo. Ani oznámení dalších kroků SNB již s tím moc neudělalo. V průměru forint v srpnu oslabil o 1,7%

...ani domácí makro data nezavádějí mnoho důvodů k optimismu.

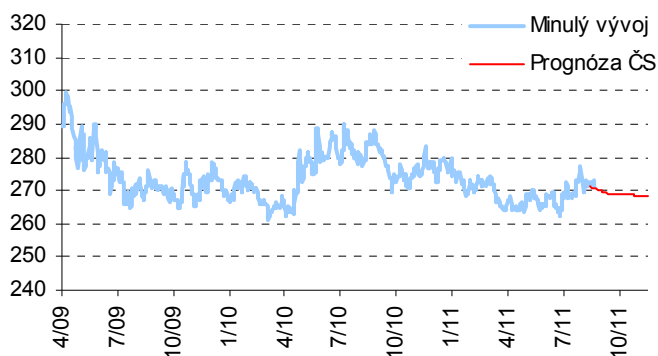
Čísla posledních měsíců jednak potvrzují pokračující slabost domácí poptávky (jak obchodní bilance, tak HDP data), ale také potvrzují zpomalení dynamiky ekonomiky díky slabší externí poptávce. Průmysl v červnu zpomalil o 0,6% m/m, a i když průměr za první polovinu roku zůstává na 8,1% r/r, v květnu tempo meziročního růstu zpomalilo na 2,6%, v červnu pak na 1,0%. Obchodní bilance se prozatím drží dobře a bude jedním z pozitivních faktorů pro letošní růst Maďarska, pohled na strukturu však ukazuje zpomalování jak vývozu, tak dovozu (zde nepříznivě působí i slabý forint), což potvrzuje jak slabost

domácí ekonomiky, tak i její závislost na vývoji v eurozóně (a podobně jak u ČR i PL zejména v Německu). Zklamání pak přišlo i z HDP dat za druhé čtvrtletí – ty byly výrazně slabší, než se čekalo. V mezikvartálním srovnání maďarská ekonomika stagnovala a i růst za první kvartál byl revidován z 0,7% na pouhých 0,3%k/k. Meziročně tak ekonomika rostla o 1,5% (ve 2Q) oproti čekaným 2,4%. Struktura zatím není známa – za zklamáním však bude slabší průmysl i stavebnictví.

...v krátkodobém horizontu zůstane forint volatilní s rizikem dalšího tlaku, návrat k hodnotám pod 265 umožní až výraznější zklidnění na trzích

Náš výhled na forint neměníme. Z domácích faktorů bude nadále důležitá měnová politika (dle nás zůstává pravděpodobnost brzkého snížení sazeb nízká, trhy však začínají počítat s uvolňováním), pozitivní vývoj obchodní bilance a snaha vlády udržet fiskál pod kontrolou a dosáhnout stanovených cílů – to všechno je pro forint pozitivní. Na druhou stranu některé domácí slabiny – zejména podíl CHF půjček a další vývoj kurzu franku, slabá domácí poptávka a závislost na exportu, politické nejistoty – budou působit proti. I nadále bude nejdůležitějším faktorem vývoj rizikové averze na trzích. Proto krátkodobě stále čekáme volatilní obchodování a forint v širokém pásmu mezi 267 až 275. Pokud dojde k alespoň částečnému uklidnění na trzích a pokud se SNB podaří účinně bojovat s posilujícím frankem, forint by se mohl poměrně rychle a trvale vrátit pod hranici 270. Ke konci letošního roku čekáme hodnoty kolem 268. Příští rok by pak měl forint dále mírně posilovat.

EUR/HUF



Inflace dále klesá, CB má však svázané ruce

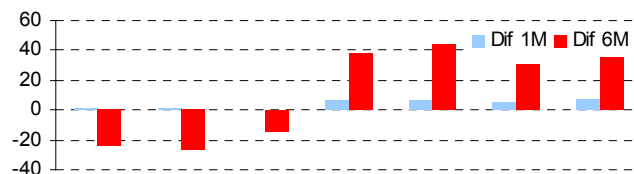
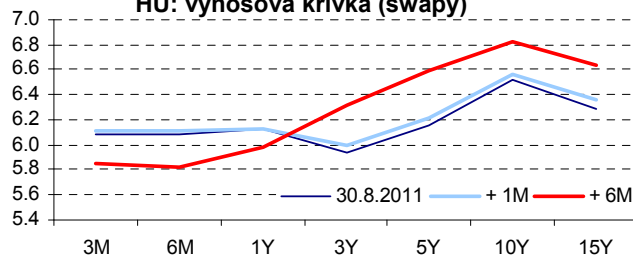
V červenci inflace dále zpomalovala a dostala se až k 3,1%, což je téměř na cíli CB. Hlavním důvodem jsou klesající ceny paliv a potravin. Jádrová inflace naopak mírně přidal, a to na 3,2% - což ale vzhledem k nadále slabému trhu práce a stále jen mírnému růstu mezd nepředstavuje pro centrální banku (MNB) žádný problém. Situace pro MNB se však nemění – i když ekonomika by nižší sazby snesla, forint by na takový počin téměř jistě reagoval dalším oslabením (konec konců i tržní očekávání snížení sazeb může být tím, co momentálně přispívá k slabosti forintu), a to by kvůli půjčkám v cizích měnách dále škrtlo domácí poptávku, a působilo tak opačně, než by CB potřebovala – proti růstu. I v srpnu tak sazby zůstaly beze změny – rozhodnutí bylo jednohlasné a také šlo o jedinou možnost, o které se hlasovalo. V nadcházejícím období bude MNB monitorovat situaci jak doma, tak v EMU (a zejména zadlužené periférii). V dokumentu poukázala centrální banka na pokračující slabost domácí poptávky a také vyjádřila

naději, že vývoz zůstane motorem růstu. Na našem výhledu sazeb se nic nemění. Vzhledem k domácí ekonomice by CB potřebovala sazby snižovat, dokud se však situace kolem zadlužené části EMU neuklidní a vývoj na trzích dostatečně nestabilizuje, nemůže měnová rada riskovat další zdroj tlaku vůči domácí měně. Proto čekáme sazby v nejbližších měsících (velice pravděpodobně minimálně do konce roku) beze změny. Dalším krokem pak bude snížení, ne však dříve než v první polovině 2012.

Krátký konec stabilní, dlouhý pokles o cca 50bb – i nadále bude důležitý vývoj rizikové averze

Zatímco krátký konec křivky zůstal stabilní – což je v souladu s neměnnou politikou centrální banky – sazby nad jeden rok poklesly o zhruba 50bb – to bylo v souladu s vývojem nálady na trhu a prakticky sledovalo vývoj na eurokřivce. Očekávaná stabilita sazeb centrální banky bude i nadále nejdůležitějším faktorem pro krátký konec, který by tak měl zůstat poměrně stabilní, v delším horizontu se pak projeví očekávání snížení sazeb. Dlouhý konec bude sledovat hlavně vývoj rizikové averze, a tudíž pohyby na eurokřivce – tam krátkodobě zůstanou sazby nízké, na delším horizontu však vidíme prostor pro růst.

HU: výnosová křivka (swapy)



Polsko

Jana Krajčová, JKrajcova@csas.cz, tel: 224 995 232

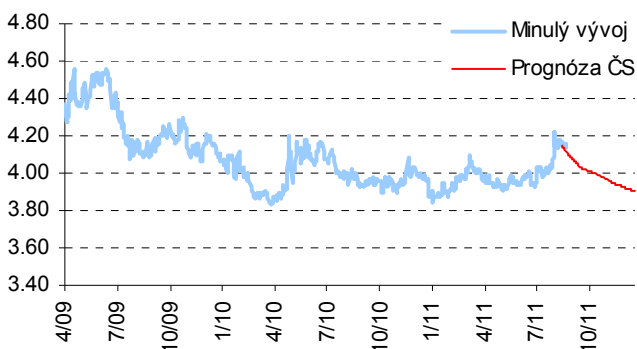
Zlotý také pod tlakem, po několika měsících se vrátil k hodnotám kolem 4.0.

Stejně jako u forintu i u zlotého převládaly globální faktory. Nejdříve jej nad 4,0 vyhnala nervozita kvůli dohodě o Řecku, následující krátká vlna optimismu sice umožnila dočasný návrat pod 4, nevydrželo to však dlouho. Další nárůst nervozity kvůli zvedání dluhového stropu v USA a pak zvýšené obavy o další vývoj americké ekonomiky po sérii slabších dat vrátily zlotý zase zpátky nad hranici 4,0. Na domácí scéně se toho za ten čas zas tak moc nestalo - centrální banka drží sazby beze změny tak, jak již naznačila po posledním zvýšení v červnu, a poslední data tuto politiku spíše podporují (sice jednorázově, ale slabší inflace, zpomalení průmyslu, mzdy nadále rostou mírným tempem a nezaměstnanost klesá jenom sezónně, stále nevidíme meziroční zlepšení). Jedna věc, která zlotému asi nepomohla (ale zase ani vysloveně neškodila) je další potvrzení od ministra Rostowskeho, že Polsko se do EMU hrnout nebude a že si ani nemyslí, že by se to mohlo stihnout do konce nejbližšího volebního období. To by znamenalo vstup

až po roce 2015. Sice to pro trh není žádná novinka, utvrzuje nás to však v tom, že i pokud by se nálada na trhu uklidnila, v nejbližších letech zlotý asi na hodnotách blízkých těm před vypuknutím krize neuvidíme. Ano, zlotý bude dle nás postupně posilovat, avšak tempo bude mírnější než před krizí – přece jenom optimismus ohledně brzkého přijetí Eura byl jedním z důležitých faktorů, které zlotý hnaly vpřed.

Náš výhled na zlotý neměníme. Poslední měsíce potvrdily, že ani navzdory rychlému utahování sazeb či postupné výměně EU fondů a privatizačních příjmů na trhu se zlotému na viditelně silnější hodnoty nechce. Potvrzuje se tak vysoká citlivost (v porovnání s CZK a HUF) zlotého na vývoj rizikové averze, za kterou může jak poměrně velký likvidní trh, tak i nedořešený domácí fiskál. V dlouhodobém horizontu zůstáváme pozitivní, konkrétní časování výraznějšího posílení však závisí na několika faktorech. Pokračující utahování sazeb a probíhající ekonomické oživení bude podporovat návrat zlotého na posilující konvergenční trend. Z externích faktorů budou posilování obecně přibrzďovat dluhové obavy v EMU, z domácích fiskál a blížící se parlamentní volby. V nejbližších měsících tak obchodování bude nadále nervózní, viditelnější posílení umožní až konkrétní konsolidační přísliby nové vlády v závěru roku. Za předpokladu, že z voleb vzejde fiskálně uvědomělá vláda, která dodá další reformy, čekáme, že se zlotý ke konci roku může dostat na hodnoty kolem 3,81 a posilování pak bude pokračovat i příští rok.

EUR/PLN



Centrální banka měla prázdniny, znovu zasedne příští týden. Změnu sazeb nečekáme.

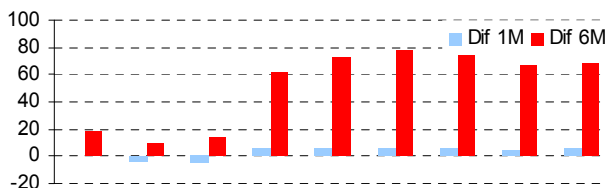
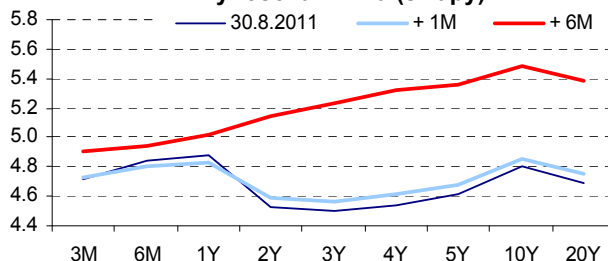
I když trh začal spekulovat o možnosti snižování sazeb v Polsku, nemyslíme si, že situace se tak zdramatizuje, aby k tomu muselo dojít. I když průmysl vykazuje známky zpomalení způsobeného poklesem zahraniční poptávky, pro domácí ekonomiku je momentálně velice důležitá domácí poptávka, která zůstává solidní. To potvrdil i HDP za druhé čtvrtletí – po očištění o sezónní efekty ekonomika přidala

velice solidních 1,1% k/k, headlinový r/r růst dosáhl 4,3%, více než čekal trh (4,2) i my (4,0). Růst spoléhal zejména na poptávku domácností (+0,9% k/k) a investice (1,9%), příspěvek čistého vývozu byl neutrální. Struktura je tak ještě více pozitivní než číslo samotné. Silná domácí poptávka a investice budou chránit Polsko před dopadem zpomalení zahraničí. Navíc pokračující přípravy na fotbalový šampionát v r. 2012 budou pozitivní i pro sektor stavebnictví. Při pohledu na měsíční data je jasné, že třetí čtvrtletí (a v zásadě celé druhé půlletí) bude o něco slabší, nečekáme však dramatické zpomalení růstu. Kromě dobrého stavu ekonomiky se bude centrální banka dívat i na kurz zlotého, a pokud bude tlak vůči němu přetrvávat, snižování sazeb by bylo velice riskantním krokem. My si tedy myslíme, že v nejbližších měsících zůstanou sazby beze změny. Slabší vývoj v zahraničí dle nás spíše odsune další utahování politiky na pozdější dobu v příštím roce, než aby došlo až k takovému dramatu, že by NBP musela sazby snižovat.

Krátký konec stabilní, dlouhý také poklesl díky pochmurné náladě na trhu

I vývoj polské křivky byl podobný jako u té maďarské. Krátký konec zůstal poměrně stabilní, dlouhý však až přehnaně poklesl – trh teď čeká delší recesi a nižší vývoj sazeb. Krátkodobě čekáme u krátkého konce stabilitu a u dlouhého můžeme vidět zvýšenou volatilitu kvůli přetrvávajícím nejistotám a výkyvům nálady na trzích. Na delším horizontu se však příliš nízké hodnoty na dlouhém konci neudrží a čekáme, že dojde k uklidnění situace a korekci křivky k normálu. Pokud nedojde k dramatickému zhoršení situace v EMU, krátký konec by měl pro příští rok začít započítávat mírné zvýšení sazeb.

PL: výnosová křivka (swapy)



Česká republika – dlouhodobá makroprognóza

		2007	2008	2009	2010	2011f	2012f	2013f
Reálný HDP	(meziroční růst v %)	6,1	2,3	-4,0	2,2	2,3	2,5	3,5
Spotřeba domácností	(meziroční růst v %)	4,9	3,5	-0,2	-0,1	0,1	1,1	2,5
Investice	(meziroční růst v %)	10,9	-1,5	-7,9	-3,1	3,3	4,7	2,8
Nominální mzdy	(meziroční růst v %)	7,3	7,9	3,4	2,0	2,2	3,2	3,7
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)	10,1	3,1	-4,7	0,4	2,5	2,3	3,7
Zpracovatelský průmysl	(meziroční růst v %)	9,2	7,2	-11,4	7,0	8,5	5,8	5,3
CPI	(mez. růst v % na konci roku)	5,4	3,6	1,0	2,3	2,0	2,6	2,0
Nezaměstnanost*	(%)	6,6	5,4	8,6	9,0	8,7	8,4	7,5
Obchodní bilance	(% z HDP)	3,4	2,8	2,2	1,5	1,6	2,1	2,3
Přímé zahraniční investice	(mld. USD)	10,4	6,5	2,9	6,8	8,0	8,8	7,6
Státní rozpočet	(% z HDP)	-0,7	-2,7	-5,9	-4,7	-4,0	-3,7	-2,9
Repo sazba	(konec roku)	3,5	2,5	1,1	0,8	0,9	1,4	2,3
Krátkodobé úrokové sazby, PRIBOR	(3M, průměr)	3,1	4,0	2,2	1,3	1,4	1,8	2,6
Dlouhodobé úrokové sazby, swap	(10 let, průměr)	4,2	4,2	3,7	3,0	3,2	3,6	4,0
CZK / USD	(průměr)	20,3	17,1	19,0	19,1	17,0	17,0	17,1
CZK / USD	(konec roku)	18,1	19,4	17,9	18,7	16,3	17,3	17,0
CZK / EUR	(průměr)	27,8	25,0	26,4	25,3	24,2	23,7	23,1
CZK / EUR	(konec roku)	26,4	26,2	26,1	25,2	24,0	23,3	22,9

* od roku 2004 podle nové metody výpočtu

USA, EMU a Střední Evropa – dlouhodobá makroprognóza

HDP (%)	2009	2010	2011f	2012f
USA	-3,5	3,0	1,6	2,0
Eurozóna	-4,1	1,7	1,8	1,4
Slovensko	-4,8	4,0	4,0	4,5
Maďarsko	-6,7	1,2	2,6	3,0
Polsko	1,7	3,8	4,2	3,9

CPI (% , konec roku)	2009	2010	2011f	2012f
USA*	-0,3	1,6	3,0	2,0
Eurozóna	0,9	2,2	2,4	2,2
Slovensko	0,5	1,3	4,4	3,7
Maďarsko	5,6	4,7	3,4	2,9
Polsko	3,5	3,1	3,2	3,3

Běžný účet (% HDP)	2009	2010	2011f	2012f
USA				
Eurozóna	-0,7	-0,3	-0,2	-0,1
Slovensko	-3,6	-3,3	-2,7	-2,5
Maďarsko	0,4	2,0	2,1	1,6
Polsko	-1,6	-3,4	-4,4	-4,8

Rozpočet (% HDP)	2009	2010	2011f	2012f
USA				
Eurozóna	-6,3	-6,0	-4,3	-3,5
Slovensko	-8,0	-7,9	-5,0	-4,0
Maďarsko	-4,5	-4,2	2,4	-3,0
Polsko	-6,9	-7,8	-6,0	-3,7

Zdroj: Česká spořitelna, Erste Bank, Slovenská sporiteľňa *průměr

Sazby centrálních bank

	Klíčová sazba (%)	Nejbližší zasedání	Prognóza ČS (bp)	Očekávání trhu (bp)	Poslední změna (bp)	Nejbližší očekávaná změna (bp)
Česká republika	0,75	21.9.2011	1	0,75	-25 / V-10	+25/1H12
USA	0.0-0.25	20.9.2011	0	0	-75 / XII-08	+25/4Q13
Eurozóna	1,25	8.9.2011	0	0	+25 / IV-11	+25/3Q12
Maďarsko	6,00	20.9.2011	0	0	+25 / I-11	-25/1H12
Polsko	4,50	7.9.2011	0	n.a.	+25 / VI-11	+25/1Q12

Kalendář makro dat

	období	datum	čas zveřejnění	Prognóza ČS/ERStE*	minulá hodnota
Česká republika					
Obchodní bilance (mld. Kč)	7/2011	6.9.	9:00	11,1	17.6.
CPI Inlace (% meziměsíčně)	8/2011	9.9.	9:00	-0,2%	0,3%
CPI Inlace (% meziročně)	8/2011	9.9.	9:00	1,8%	1,7%
Nezaměstnanost (nová, %)	8/2011	8.9.	9:00	8,2%	8,2%
Průmyslová výroba (% meziročně)	7/2011	6.9.	9:00	4,1%	7,4%
PPI Inlace (meziměsíčně)	8/2011	15.9.	9:00	0,2%	-0,1%
PPI Inlace (meziročně)	8/2011	15.9.	9:00	6,0%	5,4%
Běžný účet	7/2011	12.9.	10:00	-16 mld.CZK	-9.31 mld.CZK
Maloobchod (% meziročně)	7/2011	2.9.	9:00	2,0%	-3,5%
USA					
Nově vytvořená pracovní místa	8/2011	2.9.	14:30	70000	117000
Obchodní bilance	7/2011	8.9.	14:30	-49.8 mld. USD	-53.1 mld. USD
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	8/2011	14.9.	14:30		0,5%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	8/2011	15.9.	15:15		0,9%
Využití průmyslových kapacit	8/2011	15.9.	15:15		77,5%
PPI (meziměsíčně)	8/2011	14.9.	14:30		0,2%
CPI (meziměsíčně)	8/2011	15.9.	14:30		0,5%
Předstihové indikátory	8/2011	22.9.	16:00		0,5%
Philadelphia Fed	9/2011	15.9.	16:00		-30,7
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměsíčně)	8/2011	28.9.	14:30		4,0%
Prodeje nových domů	8/2011	26.9.	16:00		298000
Prodeje existujících domů	8/2011	21.9.	16:00		4.67 mil.
Osobní příjmy	8/2011	30.9.	14:30		0,3%
Osobní výdaje	8/2011	30.9.	14:30		0,8%
Spotřebitelská důvěra	9/2011	27.9.	16:00		44,5
EU					
EMU: CPI (meziročně)	8/2011	15.9.	11:00		
GE: Factory orders (meziročně)	7/2011	6.9.	12:00		9,5%
GE: ZEW	9/2011	20.9.	11:00		-37,6
GE: IFO	9/2011	26.9.	10:00		108,7
EMU: M3 (meziročně)	8/2011	27.9.	10:00		2,0%
Maďarsko					
CPI (meziročně)	8/2011	13.9.	9:00		3,1%
PPI (meziročně)	8/2011	29.9.	9:00		-1,0%
Průměrná mzda (meziročně)	7/2011	16.9.	9:00		4,7%
Průmyslová výroba (meziročně)	7/2011	7.9.	9:00		1,0%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	7/2011	21.9.	9:00		-0,5%
Polsko					
CPI (meziročně)	8/2011	13.9.	14:00		4,1%
PPI (meziročně)	8/2011	19.9.	14:00		5,9%
Průměrná mzda (meziročně)	8/2011	16.9.	14:00		5,2%
Průmyslová výroba (meziročně)	8/2011	19.9.	14:00		1,8%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	8/2011	22.-28.9.	10:00		8,2%

(*) 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, Hlavní ekonom	David Navrátil	+420/224 995 439	dnavratil@csas.cz
Makro tým (Střední Evropa)	Jana Krajčová	+420/224 995 232	jkrajcova@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 (bankovní sektor ČR)	Petr Bittner	+420/224 995 172	pbittner@csas.cz
Akciový tým (CEE Real Estate, ČEZ)	Petr Bártek	+420/224 995 227	pbartek@csas.cz
Akciový tým (ČR)	Václav Kmínek	+420/224 995 289	vkminek@csas.cz
Akciový tým (Market analyst)	Martin Krajhanzl	+420/224 995 434	mkrajhanzl@csas.cz
Úsek Finanční trhy – prodej a obchodování Ředitel úseku	Libor Vošický	+420/224 995 592	lvosicky@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
	Martin Chudoba	+420/224 995 138	mchudoba@csas.cz
Odbor Obchody treasury – ředitel odboru	Tomáš Picík	+420/224 995 511	tpicik@csas.cz
Odbor Obchody na kapitálových trzích – ředitel odboru	Ondřej Čech	+420/224 995 577	ocech@csas.cz
Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty – ředitel odboru	Viktor Kotlán	+420/224 995 217	vkotlan@csas.cz
Odbor Proprietary trading	Robert Novotný	+420/224 995 417	rnovotny@csas.cz
Úsek Investiční bankovnictví Ředitel úseku	Jan Brabec	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
Oddělení Private Equity a Venture Capital	František Havrda	+420/224 995 836	fhavrda@csas.cz
Oddělení korespondenční bankovnictví – ředitel	Barbora Procházková	+420/224 995 338	bprochazkova@csas.cz
Odbor Finanční instituce – ředitel odboru	Pavel Břiza	+420/224 995 176	pbřiza@csas.cz
Odbor Primární emise – ředitel odboru	Antonín Piskáček	+420/224 995 810	apiskacek@csas.cz
	Hanna Žikmundová	+420/224 995 259	hzikmundova@csas.cz
M&A	Frank Nosek	+420/224 995 231	Frank.Nosek@erste-cf.com
	Jan Vrátník	+420/224 995 211	jan.vratnik@erste-cf.com
Erste Bank Vídeň – CEE Equity Head of Group Research	Friedrich Mostböck	+43 501 00 119 02	friedrich.mostboeck@erstegroup.at
Co-Head of CEE Equities	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	henning.esskuchen@erstegroup.at
Co-Head of CEE Equities	Guenther Artner	+43 501 00 115 23	guenther.artner@erstegroup.at
akcie – sektor stavebnictví a ocel	Franz Hoerl	+43 501 00 18 506	Franz.hoerl@csas.cz
akcie – sektor bankovnictví	Guenther Hohberger	+43 501 00 173 54	guenther.hohberger@erstegroup.at
akcie – sektor ropa a plyn	Thomas Unger	+43 501 00 17 344	Thomas.unger@erstegroup.com
akcie – sektor telekomunikace	Maria Veronika Sutedja	+43 501 00 17 905	
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+43 501 00 17 343	Vladimira.urbankova@erstegroup.at
akcie – sektor IT	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	daniel.lion@erstegroup.at
akcie – sektor strojírenství	Gerald Walek, CFA	+43 501 00 163 60	gerald.walek@erstegroup.at
akcie – sektor pojišťovnictví	Christoph Schultes	+43 501 00 163 14	christoph.schultes@erstegroup.at
akcie – sektor doprava	Martina Valenta	+43 501 00 11 913	martina.valenta@erstegroup.at
Erste Bank Vídeň – Macro/Fixed Income Head of Macro/ Fixed Income Research	Gudrun Egger	+43 501 00 119 09	Gudrun.Egger@erstegroup.at
Co-Head of CEE Fixed Income Research	Rainer Singer	+43 501 00 111 85	rainer.singer@erstegroup.at
Co-Head of CEE Fixed Income Research	Juraj Kotian	+43 501 00 173 57	juraj.kotian@erstegroup.at
Brokerjet	On-line obchodování s CP	+420 224 995 777	www.brokerjet.cz