



Speciál: Reakce trhů na zveřejňována makro data...

...aneb co všechno český trh ignoruje.

30. ledna 2007

- Zkoumali jsme **reakci** českého **trhu** na pravidelně zveřejňovaná **makroekonomická data**.
- Podívali jsme se na reakci čtveřice proměnných (PX, EUR/CZK, vládní bondy, mezibankovní úrokové sazby) na púltucet faktorů (CPI, PPI, růst HDP, obchodní bilance, průmyslová produkce a maloobchodní tržby). Zkoumali jsme, jak trhy reagují na překvapení (aktuální hodnota mínus předpověď).
- Závěr: reakce trhů na překvapení není velká. V případě PX jsme nenalezli žádný (statisticky) významný vztah. V případě mezibankovních sazeb a bondů je rozdíl mezi reakcí před a po vstupu do Evropské unie.
- Spíše než na krátkodobé reakce trhu je tudíž lepší zaměřovat se na sledování a předikování dlouhodobějších trendů.

Hlavní výsledky jsou shrnuty v následujících dvou tabulkách (reakce trhu na překvapení ve výší 100 bps)

VLIV NA ÚROVEŇ	CPI	PPI	GDP	Maloobchod	Obchodní bilance	Průmyslová výroba
PX	ne	ne	ne	ne	ne	ne
CZKEUR	ne	ne	ne	ano(-2,1)	ne	ne
2Y CZ-GER Bonds Spread*	ne	ne	ne	ne	ne	ne
5Y CZ-GER Bonds Spread*	ano (+3,9)	ano (+2,5)	ne	ne	ne	ne
10Y CZ-GER Bonds Spread*	ano (+4,2)	ne	ne	ne	ne	ne
3M PRIBOR	ano (+1,7)	ne	ne	ne	ne	ne
6M PRIBOR	ano (+2,7)	ne	ne	ne	ne	ne
1Y PRIBOR	ano(+3.3)	ne	ne	ne	ne	ne

Poznámka: Všechny koeficienty významné na 5% nebo níže. Překvapení (aktuální hodnota – předpověď) je vždy 100bps. To tedy například znamená, že v případě kladného překvapení (aktuální hodnota > předpověď) o velikosti 100 bps nastane v průměru denní změna o velikosti 3,4 bps ve spreadu mezi pětiletými českými a německými bondy.

* označuje jenom hodnoty koeficientů za období po vstupu do EU.

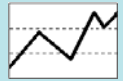
VLIV NA VOLATILITU	CPI	PPI	GDP	Maloobchod	Obchodní Bilance	Průmyslová výroba
PX	ne	ne	ne	ano(+)	ne	ano(-)
CZKEUR	ne	ne	ano(-)	ano(+)	ano(+)	ne
2Y CZ-GER Bonds Spread	ne	ne	ne	ne	ne	ne
5Y CZ-GER Bonds Spread	ne	ne	ano(-)	ano(+)	ano(+)	ne
10Y CZ-GER Bonds Spread	ne	ne	ne	ne	ne	ne
3M PRIBOR-EURIBOR	ne	ne	ne	ne	ne	ne
6M PRIBOR-EURIBOR	ne	ne	ne	ne	ne	ne
1Y PRIBOR-EURIBOR	ne	ne	ne	ne	ne	ne

Poznámka: + znamená zvýšení volatility.

Tento dokument je považován za doplňkový zdroj informací našich klientů. Je založen na nejlepších informačních zdrojích dostupných v době tisku. Použité informační zdroje jsou všeobecně považované za spolehlivé, avšak Česká spořitelna, a.s. ani její pobočky neručí za správnost a úplnost uvedených informací. Názory, prognózy a odhady v materiálu prezentované jsou odrážejí naše nejlepší znalosti ke dni vydání publikace a mohou se změnit bez udání důvodu. Autoři považují za slušnost, že při použití jakékoliv části tohoto dokumentu, bude uživatelem tento zdroj uveden.

Tento dokument není nabídkou ani propagací nákupu či prodeje cenných papírů. Česká spořitelna, a.s., Erste Bank, jejich její dceřinné společnosti a klienti mohou mít pozice v cenných papírech uvedených v doporučení, mohou obchodovat s cennými papíry společností nebo společně poskytovat služby investičního bankovníctví.

Minulý výkon investičních instrumentů nezaručuje srovnatelný budoucí výkon. Různé instrumenty a investice s sebou nesou různý stupeň investičního rizika. Hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní částky. ČS nepřebírá odpovědnost za případné ztráty způsobené přímo či nepřímo využitím informací v tomto dokumentu.



Speciál: Reakce trhů na zveřejňována makro data...

...aneb co všechno český trh ignoruje.

30. ledna 2007

ÚVOD

Tato správa je shrnutím hlavních výsledků výzkumu, jež se zabývá reakcemi českého finančního trhu na zveřejňování makroekonomických dat.¹

Prozkoumali jsme reakci indexu pražské burzy (PX/PX-50), směnného kurzu EUR/CZK, výnosů vládních dluhopisů a reakci mezibankovních úrokových sazeb na zveřejněná data o CPI, PPI, tempu růstu HDP, obchodní bilanci, průmyslové produkci a o maloobchodních tržbách. Všechna data jsou zveřejňována s měsíční frekvencí kromě informací o růstu HDP, které jsou zveřejňovány čtyřikrát do roka. Data o CPI a PPI jsou zveřejňována v následujícím měsíci, data o maloobchodních tržbách a průmyslové produkci se zpožděním dvoutříměsíčním. Údaje o HDP jsou k dispozici nejpozději tři měsíce po konci příslušného čtvrtletí. Data za obchodní bilanci byla až do května 2004 k dispozici v měsíci následujícím po relevantním období, od tohoto období jsou to dva měsíce.

Použitá data pocházejí z databáze Bloomberg a týkají se období od ledna 2000 do prosince 2006. Očekávání trhu jsou aproximována odhady přibližně 20 ekonomů, jež ve svém pravidelném měsíčním průzkumu oslovuje agentura Reuters.

VÝSLEDKY

Hodnota indexu Pražské burzy cenných papírů **PX** (dřív PX-50) nereaguje² na žádná ze zkoumaných dat. Nicméně, *volatilita* indexu někdy krátkodobě roste. Je tomu tak zejména po dnech, kdy se neobchoduje (v důsledku akumulace informací v tyto dny; to je běžná zkušenost i z jiných trhů). Překvapivě, volatilita mírně roste v důsledku pozitivního překvapení dat o maloobchodních tržbách. Obecně ale můžeme tvrdit, že za pohyby indexu jsou jiné vlivy (pohyby v indexech na jiných trzích; zprávy z jednotlivých společností, zveřejněná data v zahraničí) a nikoliv na české makro zprávy.

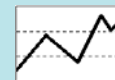
Co se týče směnného kurzu **CZK/EUR**, jediný faktor, který marginálně ovlivňoval hodnotu kurzu, byla data o maloobchodu. Kromě toho jsme našli i slabý vliv obchodní bilance a maloobchodu na volatilitu, přičemž lepší než očekávaná data vedou ke krátkodobě volatilnějšímu obchodování. Růst volatility znamená, že zveřejněná data přispívají ke zvýšení volatility na trhu – mohlo by to znamenat, že mezi účastníky trhu existují diametrálně odlišné perspektivy ohledně toho, jaká je optimální reakce na (právě) zveřejněná data nebo jakou reakci očekávat ze strany centrální banky. Tyto protichůdné vlivy v podstatné míře eliminují vliv zprávy na *hodnotu (nikoliv volatilitu)* směnného kurzu. Pozitivní vliv vyššího než očekávaného tempa růstu HDP má zklidňující efekt na volatilitu – volatilita po takovém oznámení klesá, což znamená, že se jedná o zprávu, která odbourává část nejistoty na trhu (zejména u účastníků, kteří GDP přikládají v tomto ohledu význam).

Na místě je jedna poznámka: v celé analýze relativně často vystupuje jako statisticky významný vliv dat o maloobchodních tržbách. Ekonomickým vysvětlením je, že vyšší tržby znamenají vyšší spotřebu domácností a tedy i riziko vyšších sazeb. Nicméně, toto vysvětlení pokulhává ve světle toho, že se jiná data ukazují jako statisticky nevýznamná.

Dvouleté vládní dluhopisy reagují na překvapení ohledně CPI a maloobchodních tržeb. Reakce na CPI je nepříliš intuitivní - výnosy klesají (i když jen velice mírně – 1,3 bps na překvapení ve výši 100 bps) pod vlivem vyššího než očekávaného CPI.

¹ Celý článek je k dispozici na vyžádání u autora na mlobotka@csas.cz.

² „Nereagování“ máme pokaždé na mysli, že daný vztah je statisticky nevýznamný.



Speciál: Reakce trhů na zveřejňována makro data...

...aneb co všechno český trh ignoruje.

30. ledna 2007

Spread vládních dluhopisů (CZ/GER) s maturitou 5 a 10 let reaguje standardně. V případě desetiletých dluhopisů je to reakce na CPI a velikost změny je zhruba dvounásobně větší v období po vstupu do Evropské unie květnu 2004 než předtím (+4,2 bps vs. +2 bps pro 100bps překvapení v případě CPI). Ta samá analýza s pětiletými dluhopisy vede k obdobným závěrům – změnu spreadu vyvolávají překvapení ohledně CPI (v průměru +3,4 bps) a taky PPI (+1,8 bps na 100bps překvapení). Co se týče velikosti změny před a po vstupu do EU, efekt je velikostně zhruba stejný jako u desetiletých bondů.

PRIBOR reaguje na překvapení v CPI podél celé křivky splatnosti. Tříměsíční PRIBOR v průměru přidává 1,7 bps, což je nepochybně velikostně velice malý, i když statisticky významný efekt. Znaménko (+) je však správné - vyšší hodnota CPI vede trh k vyšší pravděpodobnosti očekávání zpřísnění měnové politiky v budoucnosti a tím pádem i k vyšším úrokovým sazbám. Tato očekávání se reflektují ve vyšší hodnotě PRIBORu dnes. PRIBOR s delšími maturitami vykazuje mírně silnější reakci (+3,3 bps pro roční splatnost). Všechny tyto efekty jsou malé, ale statisticky významné.

ZÁVĚR

Obecně je možno říct, že reakce českého finančního trhu na zkoumaná makroekonomická data je ve srovnání se zahraničními trhy relativně slabá. Ve všeobecnosti je možné tvrdit, že většina zkoumaných veličin sice reaguje *nějakým* způsobem, ale velikost reakce je vesměs nízká. Největším překvapením je vliv, ač slabý, zpráv o maloobchodních tržbách; tento výsledek je ale zřejmě (alespoň zčásti) kontaminován chronickou nepřesností předpovědí. Zdá se tedy, že spíše než na krátkodobé reakce trhu je lepší zaměřovat se na sledování a předikování dlouhodobějších trendů.

Poslední poznámka je věnována rychlosti, s níž trh novou informaci absorbuje: český trh je relativně efektivní. Jakákoliv reakce na zveřejněnou zprávu je rychlá, v drtivé většině případů v průběhu dne.

Martin Lobotka

Ekonomické a strategické analýzy

Analytik

224 995 192

mlobotka@csas.cz

Tento dokument je považován za doplňkový zdroj informací našich klientů. Je založen na nejlepších informačních zdrojích dostupných v době tisku. Použité informační zdroje jsou všeobecně považované za spolehlivé, avšak Česká spořitelna, a.s. ani její pobočky neručí za správnost a úplnost uvedených informací. Názory, prognózy a odhady v materiálu prezentované jsou odrazem naše nejlepší znalosti ke dni vydání publikace a mohou se změnit bez udání důvodu. Autoři považují za slušnost, že při použití jakékoliv části tohoto dokumentu, bude uživatelem tento zdroj uveden.

Tento dokument není nabídkou ani propagací nákupu či prodeje cenných papírů. Česká spořitelna, a.s., Erste Bank, jejich její dceřinné společnosti a klienti mohou mít pozice v cenných papírech uvedených v doporučení, mohou obchodovat s cennými papíry společností nebo společností poskytovat služby investičního bankovníctví.

Minulý výkon investičních instrumentů nezaručuje srovnatelný budoucí výkon. Různé instrumenty a investice s sebou nesou různý stupeň investičního rizika. Hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní částky. ČS nepřebírá odpovědnost za případné ztráty způsobené přímo či nepřímo využitím informací v tomto dokumentu.