

# Měsíční strategie – dluhopisy a měny

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

červen 2008

Instrument	Úroveň z 30.5.2008	Prognóza 1 měsíc	Prognóza 6 měsíců	
<b>ČESKÁ REPUBLIKA</b>				
<b>CZK/EUR</b>	25.0	↗	24.9 ↘	25.9
<b>3M Pribor</b>	4.16	↓	4.10 →	4.14
<b>2Y swap</b>	4.37	→	4.30 ↘	4.21
<b>10Y swap</b>	4.68	→	4.51 ↘	4.50
Finální růst v 1Q 5.3%, nejvyšší růst agregátních nominálních příjmu domácností za posledních 10 letech umazala inflace. Koruna posílila bez významnějších zpráv až pod 24.50, možná kvůli revalvaci SKK, mírnému růstu rizikové averze a očekávání hiků ze strany ČNB (a ECB). Dle nás se však takový růst sazeb, jak maluje trh, nevyplní – koruna bude limitovat rozsah zvyšování, vidíme tak prostor pro prodej FRA nebo short swap (2Y).				
<b>USA</b>				
<b>USD/EUR</b>	1.56	→	1.55 ↑	1.46
<b>3M Libor</b>	2.68	↗	2.80 ↗	3.00
<b>2Y swap</b>	3.46	→	3.60 ↗	3.80
<b>10Y swap</b>	4.71	↗	5.00 ↗	5.20
Výhled vývoje úrokových sazeb v USA se posunul k růstu sazeb ještě v letošním roce. Nevidíme sice tak výrazný prostor pro růst sazeb jako trh (až 100 bp. do konce roku) ale jeden až dva hiky jsou dobře možné. Zvýšení sazeb se ovšem nedá pokládat za zcela jisté, podmínkou je, že se nezhorší situace ekonomiky (rizikem je především spotřebitelská poptávka). Našemu hlavnímu scénáři (postupné zotavování ekonomiky a mírný růst sazeb) odpovídá mírný paralelní růst výnosové křivky a posílení dolaru.				
<b>EUROZÓNA</b>				
<b>3M Euribor</b>	4.86	↓	4.80 ↓	4.60
<b>2Y swap</b>	5.00	→	5.00 ↘	4.80
<b>10Y swap</b>	4.84	→	4.80 →	4.80
ECB razantně zamíchala očekáváním vývoje sazeb, když její prezident Trichet nepokrytě naznačil růst sazeb na červencovém zasedání její bankovní rady. Jestřábí rétorika představitelů ECB a vývoj inflace už nějakou dobu posunovaly. Očekávání trhu od snížení ke zvýšení sazeb, razance obratu však přesto překvapila. Trh podle našeho názoru ovšem nyní očekávání růstu sazeb přehání, počítáme letos jen s jedním hikem.				
<b>SLOVENSKO</b>				
<b>SKK/EUR</b>	30.27	→	30.30 →	30.13
<b>3M Bribor</b>	4.30	→	4.30 ↓	4.60
Slovensko revalvovalo centrální paritu na úroveň 30.13 vůči EUR, což bylo překvapivé jednak kvůli velikosti revalvace (byla 2. v pořadí) a kvůli tomu, že se stanovila centrální parita mimo spotový kurz. Momentálně tak zůstává už jenom fixace konverzního kurzu – odhadujeme, že to bude na stávající paritě s rizikem k mírně silnější úrovni (30 SKKEUR). Sazby už nevyrostou, diferenciál vůči EMU umaže ECB.				
<b>MAĎARSKO</b>				
<b>HUF/EUR</b>	240.5	↓	250.0 ↘	250.0
<b>3M Bubor</b>	8.71	→	8.70 ↘	8.40
<b>3Y swap</b>	8.60	→	8.60 ↘	8.20
<b>10Y swap</b>	7.78	→	7.80 ↘	7.50
Centrální banka (NBH) setrvává v jestřábím módu. S dalším zvýšením sazeb sice nepočítáme jako s hlavním scénářem, negativní vývoj inflace by však mohl změnit situaci a NBH by ještě mohla přidat. Podobně pokud by měl pravdu trh a ECB by razantně zvyšoval sazby, mohla by se NBH snažit udržet dostatečný úrokový diferenciál k podpoře forintu. Forint se sice v květnu dostal na hodně silné úrovně, ale pomohl mu k tomu více region než domácí ekonomika.				
<b>POLSKO</b>				
<b>PLN/EUR</b>	3.37	↘	3.40 →	3.35
<b>3M Wibor</b>	6.48	→	6.50 →	6.45
<b>2Y swap</b>	6.52	→	6.50 ↘	6.30
<b>10Y swap</b>	6.07	↗	6.20 ↓	5.60
Polští centrální bankéři nechali prach suchý i v květnu. Podle všeho čekají na novou inflační prognózu, která by měla definitivně vyjasnit nakolik závažná jsou inflační rizika ve střednědobém horizontu. Pro jestřáby je situace jasná: rychlý růst mezd, těsný trh práce, bující ekonomika a riziko sekundárních dopadů růstu cen energie a potravin dává jestřábům silné argumenty. Proti růstu cen působí snad jen silný zlatý, ovšem ten má relativně menší váhu kvůli vyšší uzavřenosti polské ekonomiky.				

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

### Nové doporučení

#39 - Toto doporučení otevíráme znovu v pozměněné formě se stejnou motivací jako před měsícem: rozdíl mezi swapovú sazbou a výnosem státního dluhopisu je nadále podstatně nad normálem kvůli trvající vysoké rizikové přirážce na mezibankovních trzích. Do průměrného rozdílu před vypuknutím krize v srpnu minulého roku zbývá stále 33 bazických bodů, což je škoda nevyužít. Doporučení není samozřejmě zcela bez rizika: pokud by vypadl ze skříně nějaký ohromný kostlivec nebo se podstatně zhoršila situace v hypotečním sektoru, potažmo ekonomika celkově, mohl by se rozdíl vrátit na ještě vyšší úroveň než jaké dosahuje v současnosti. Náš hlavní scénář vývoje americké ekonomiky spolu s očekávaným vývojem výnosů státních dluhopisů a swapových sazeb však toto doporučení jednoznačně podporuje.

Investiční horizont	12M		spread
Instrument	USD 3Y swap	USD 3Y t-bond	105 bp
Cílová úroveň			50bp
Zisk			55bp

#40 – Koruna neustále posiluje; trh přes to všechno započítává v relativně krátkém období (6-9 měsíců) téměř trojnásobné zvýšení sazeb. To se nám zdá příliš - počítáme sice v našem hlavním scénáři s mírným růstem sazeb letos i příští rok, nicméně vzhledem k stávající síle koruny a vzhledem k možnosti, že koruna zůstane silnější přes léto, existuje možnost, že ČNB nebude zvyšovat sazby vůbec a že se spíše přikloní k mírnému poklesu. Tomu nahrává i momentální naladění v Radě – jestřábě je naladěná jen výrazná její výrazná menšina. Proto se nám jeví jako potenciálně profitabilní být short 2Y swap a počkat na ochladnutí očekávání trhu o nastavení sazeb ČNB.

Investiční horizont	4M		spread
Instrument	Short 2Y SWAP		4.7
Cílová úroveň			4.3
Zisk			40 bp

### Otevřená doporučení

#36 – Short desetiletý americký státní dluhopis 3,5 02/15/18. Toto doporučení má nadále uspokojivou výkonnost, nic na něm tedy neměníme.

#	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 (%)
36	10Y T-bond (US) short	2.4.2008	2.4.2009	USD 5Y T-bond/12 M USD libor	99.33	95.38	4.1	4.3	22.4	89.87	11.56
39	spread 5Y swap/T-bond (US)	11.6.2008	11.6.2009	USD 3Y IRS/3Y bond	105.00	102.2	2.8				
40	short 2Y swap	11.6.2008	11.10.2008	short 2Y CZ IRS	4.70	4.7	0.0			4.40	30 bps

### Ukončené doporučení

#38 – 5-letý swap proti pětiletému dluhopisu. Trh šel proti nám, což ukazuje na přetrvávající výrazné problémy na mezibankovním trhu. Reagujeme proto na situaci tím, že zavíráme současnou pozici a otevíráme novou podobnou pro tříletý swap, kde je nyní spread maximální a dosahuje téměř úrovní z období největších turbulencí.

Investiční horizont	6M		spread
Instrument	USD 5Y swap	USD 5Y t-bond	78 bp
Cílová úroveň			45bp
Zisk			-16,5bp

#37 – Long EURCZK. Ačkoliv se na našem fundamentálním příběhu nic nezměnilo, koruna při absenci jakýchkoliv zásadnějších zpráv zlomila další rekord, dostala se až pod nás stop-loss na úrovni 24.40 CZK; to nás nutí tuto pozici zavřít i když jsme přesvědčení, že koruna je nadhodnocená a měla by své zisky korigovat. Vzhledem k tomu ale, že nedokážeme přesně identifikovat, co stojí za posílením měny, nejsme schopni časovat znovuotevření této pozice.

Investiční horizont	3M		Kurz
Instrument	Long CZKEUR		25.25
Cílová úroveň			24.40
Zisk			-3.4%

## Co vidíme jako zajímavé v průběhu 2008

- **Sell FRA 6\*9:** dle nás trh přestřeluje očekávání růstu sazeb ze strany ČNB.
- **Short EUR/USD:** uvolnění Čínskému juanu, zlepšení dat v USA a zpoždění zpomalení v Evropě dostane EUR pod tlak
- **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

## USA

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

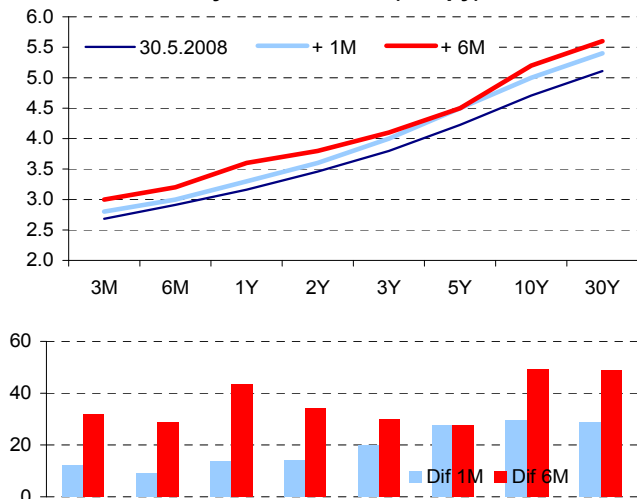
### Ekonomika zůstává slabá

Růstové ukazatele potvrzují trvalou slabost hospodářství. Nejslabší je nadále sektor rezidenčního bydlení, kde údaje stále nedávají šance na brzký obrát. Situace ve finančním sektoru je také nadále značně napjatá, Fed pokračuje v podpoře finančního systému dodáváním provozní likvidity a banky se snaží posílit svůj kapitál a vyčistit svoje knihy. Spotřebitelé jsou pod tlakem kombinace vysokých cen benzínu a potravin, klesajících cen nemovitostí a slabého trhu práce. Pomoci by jim však měly daňové vratky, které právě probíhají a které by mohly dát americké ekonomice tolik potřebný impuls k oživení. Pozitivní vliv by měl mít také export, podporovaný slabým dolarem a solidním růstem rozvíjejících se ekonomik. V platnosti zůstává náš scénář pozvolného oživení ve druhém pololetí. Brzdit by měly především nemovitosti a finanční sektor. Rizika jsou směrem ke slabší ekonomice.

### Inflace hrozí

Rétorika Fedu, jmenovitě jeho prezidenta B. Bernankeho se mění. Podle jeho projevů se jeho pozornost stále výrazněji přesouvá od slabosti ekonomiky k rizikům na straně příliš rychlého růstu cen. Pravda je, že celková inflace zůstává poměrně nepříjemně vysoko, primárně kvůli setrvalému růstu cen komodit, především energie a potravin. Jádrová inflace ovšem přesto stále nejeví známky akcelerace a nikde není vidět ani nějakou zřetelnou akceleraci mezd, která by indikovala vznikající inflační spirálu. Fed ovšem může vědět více než je patrné z údajů na první pohled. My se budeme držet toho co vidíme a naše očekávání tedy je, že se situace nebude nějak výrazně měnit. Pokud by se zastavil a nebo dokonce otočil vývoj cen komodit (který především u ropy smrdí bublinou a navíc by měla stále více působit kombinace slabé ekonomiky a vysokých cen směrem k nižší poptávce), může celková inflace jít prudce dolů. U jádra by se pak měl projevat slabý trh s bydlením nižším růstem nákladů na bydlení.

US: výnosová křivka (swapy)



### Sazby Fedu nahoru?

Trh razantně otočil očekávání a nyní počítá, že do konce roku dojde až k růstu sazeb na 3,00%. K prvnímu zvýšení sazeb by podle trhu mohlo dojít už v srpnu, v září momentálně počítá se zvýšením sazeb téměř jistě. Tento radikální obrát očekávání je podle našeho názoru přehnaný. Fedu sice může dodat signální zvýšení sazeb, kterým se bude snažit tlumit inflační očekávání, ale náš hlavní scénář, tj. kombinace slabého oživení a zvýšené ale nikoliv akcelerující inflace nedává příliš prostoru pro rychlý růst sazeb. Sazby tedy mohou jít nahoru o 25 až 50 bp. do konce roku (dolů jen v případě opravdu hodně slabé ekonomiky, což momentálně vypadá nepravděpodobně), ale pomaleji a později než s čím momentálně počítá trh.

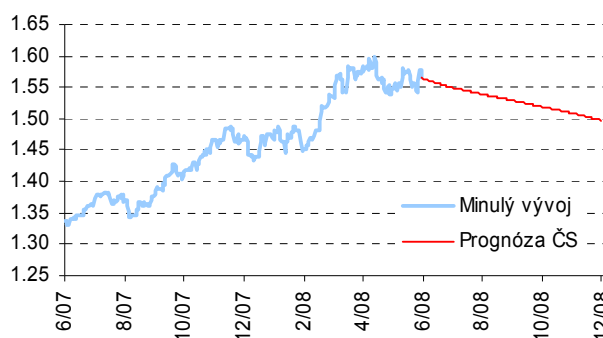
### Výnosy dluhopisů by měly pokračovat v pomalém růstu

Dlouhé výnosy rostou spíše neochotně, což mimo jiné nepodporuje ani růst inflačních očekávání trhu ani očekávání výraznějšího oživení ekonomiky. Vzhledem k vývoji kurzu dolaru není příliš pravděpodobné, že by tentokrát opět poskytovali dluhopisům podporu zahraniční investoři. Prostor pro postupný růst je spíše v půlročním než měsíčním horizontu. Jak jsme uvedli už výše, nepočítáme s agresivním utahováním měnové politiky. Pokud budeme mít pravdu, bude to znamenat poněkud více inflace a růstu a tedy prostor pro víceméně paralelní růst výnosové křivky.

### Dolar se vrátil k minimům

Kombinace slabosti americké ekonomiky a stále více jestřábí ECB vedla k návratu kurzu k úrovním nad 1,56. Proti předchozímu měsíci se ve výhledu změnil především faktor měnové politiky ECB: zatímco před měsícem sice existovalo riziko zvýšení sazeb, ale podstatně vyšší pravděpodobnost měl scénář stabilních sazeb. Nyní je prakticky jisté zvýšení sazeb, což pochopitelně poskytlo podporu euru. Jestřábí skřeky se začaly ovšem stále více ozývat i z Fedu. Pokud tedy uvidíme očekávané mírné oživení v USA a postupné zpomalování v EMU, bude mít dolar prostor pro posilování. Názna tohoto trendu už se projevuje, dolar se vrátil zpět pod důležitou hladinu 1,56. Další postupné posilování je pravděpodobné, nemělo by však být rychlé a je nutné počítat s četnými hlubokými korekcemi vyplývajícími z rozkolísanosti a nejistoty trhu.

EUR/USD



### EMU

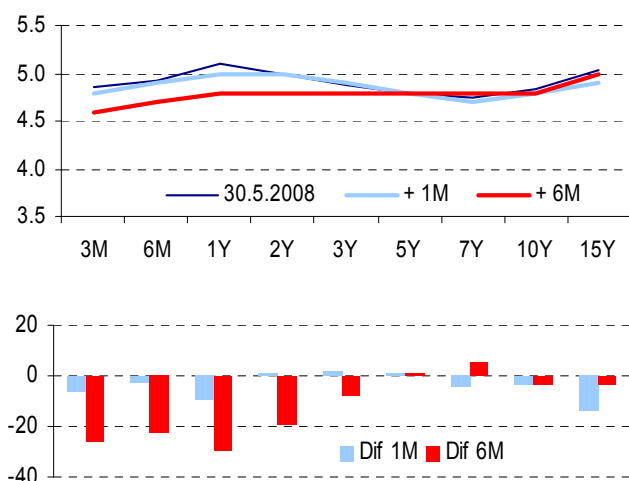
Luboš Mokráš, tel: 224 995 456, [lmokras@csas.cz](mailto:lmokras@csas.cz)

**Trichet jasně naznačil zvýšení sazeb na červencovém zasedání ECB** Situace se proti minulému měsíci radikálně změnila. To co vypadalo jako vzdálená možnost, tedy zvýšení sazeb, se po projevu prezidenta ECB J-C. Tricheta po posledním zasedání bankovní rady ECB změnilo v praktickou jistotu. Trichet sice řekl, že „zvýšení sazeb není jisté“, ale podle našeho názoru se během měsíce situace jen velmi těžko změní natolik, aby tomuto kroku zabránila. Proč tedy ECB nezvýšila sazby už nyní? Předpokládáme, že převládla obava z reakce trhu na krok, který by byl v daný moment šikující. ECB tedy raději trh připravila (což ovšem efektivně už měnovou politiku utáhlo, protože tržní sazby šly nahoru). A proč se k tomuto kroku ECB odhodlala, když ekonomika pomalu ale jistě slábne? Podle všeho převládly obavy z kumulace a upevnění zvýšených inflačních očekávání. Nedochází k očekávanému poklesu inflace, kterým Trichet zdůvodňoval nečinnost ECB v předchozích měsících. Do značné míry sice jde o důsledek růstu cen ropy, ale ECB nemíří na ně, ale na již zmíněná inflační očekávání. Lze očekávat, že už tak chabá domácí poptávka dále utrpí, což povede k dalšímu zmírnění růstu hospodářství. Na rozdíl od trhu však nečekáme sérii zvýšení sazeb – jedno signální zvýšení v kombinaci se slabou ekonomikou by podle nás mělo stačit. K sérii hiků by mohlo dojít pouze pokud by se nadále zřetelně zhoršoval výhled pro inflaci.

## Náš hlavní makroekonomický scénář je konzistentní s plochou křivkou

Předpokládáme, že krátký konec výnosové křivky je příliš vysoko jednak kvůli stále trvajícímu napětí na mezibankovním trhu a jednak kvůli podle našeho názoru přehnanému očekávání růstu sazeb ECB. Střed a dlouhý konec by měly už celkem adekvátně odrážet očekávaný vývoj ekonomiky (pomalý růst, přechod k poklesu inflace) a sazeb (jedno zvýšení pak delší dobu stabilita). V měsíčním horizontu však existuje nezanedbatelné riziko dalšího růstu výnosů ve středu a na dlouhém konci výnosové křivky.

EMU: výnosová křivka (swapy)



## Česká republika

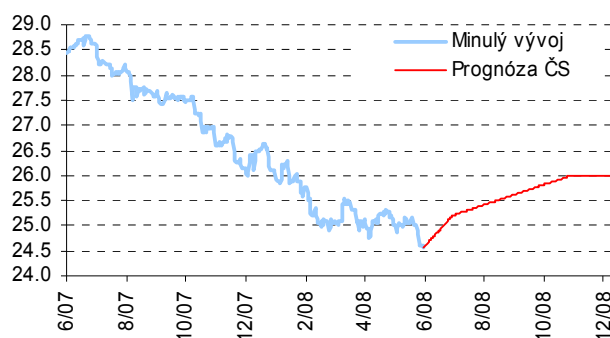
Martin Lobotka, [mlobotka@csas.cz](mailto:mlobotka@csas.cz); tel: 224 995 192

### Zpomalení v Q1, dočkáme se dalšího

Březnové negativní překvapení v průmyslu i obchodní bilanci (průmysl vykázal meziroční pokles, vývoz i dovoz meziročně taky klesly) někteří pozorovatelé označovali za počátek zpomalení české ekonomiky. Vzhledem k silnému Q1 u hlavních obchodních partnerů České republiky (Německo, SR) jsme však tento pohled nesdíleli, což potvrdili i některá data za duben – zejména přebytek obchodní bilance v dubnu doznal znovu meziročně výrazného zlepšení (zhruba o 70 % meziročně). Výhled se však podle nás zhoršil – z Eurozóny přicházejí další horší data a i krajiny, které růst v EMU v prvním čtvrtletí táhly (Německo, Francie) v následujících 2 čtvrtletích výrazně zpomalí. Očekáváním Erste je zpomalení na mezikvartální růst zhruba o 0.2-0.3% v každém z 3 následujících čtvrtletí. To se samozřejmě projeví i v českých exportech.

V prvním čtvrtletí tomu tak však ještě nebylo – růst dle údajů Českého statistického úřadu činil 5.3%, což sice bylo méně, než v předchozích čtvrtletích (kdy růst dosahoval přes 6%), ale více, než jsme koncem minulého roku očekávali. Za mírnějším zpomalením v Q1 tak byl ne tak velký pokles spotřeby, jak jsme původně předpokládali, a to z důvodu relativně vysokého růstu nominálních mezd v Q1 (o 10.4%). To je naopak v důsledku solidního vývoje trhu práce (nezaměstnanost klesla v květnu až na rovných 5%, před rokem to bylo ještě 6.4%). Agregátní nominální výdaje domácností zrychlily nejvyšším tempem za posledních 10 let, z velké části to však bylo eliminováno vysokou inflací. Celkově tak spotřeba zůstala slabá – meziročně reálně přidala jenom 2.1%, k růstu pak 1.4 p.b. Ostatní složky HDP zůstaly relativně silné, ale nedokázaly kompenzovat pokles spotřeby domácností. V 2Q08 se k pomalé spotřebě (inflace bude klesat jenom pozvolna k cca 4.8% v 4Q08 a nominální mzdy porostou tempem kolem 8%) přidá ještě zpomalující export. Za celý rok tak čekáme růst kolem 4.9%.

CZK – vývoj a predikce



### Koruna opět jede naplno

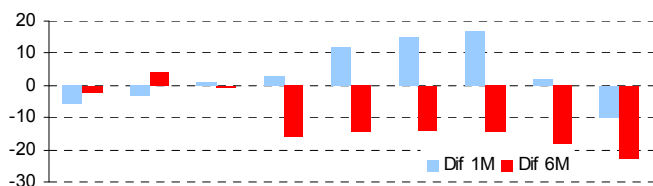
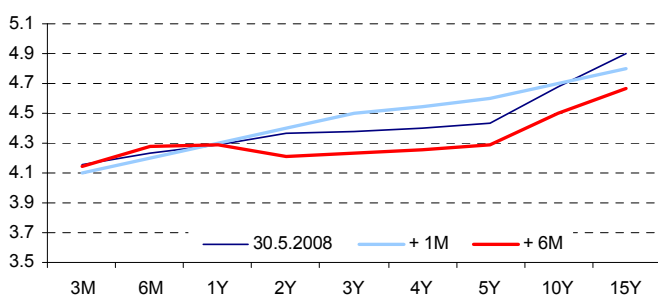
Koruna se opět dala do pohybu – bez zjevného důvodu posílila až k 24.50 vůči EUR. Jedním ze spouštěčů mohla být revalvace centrální parity na Slovensku, kde politická reprezentace (ačkoliv neskonale více proevropská než ta česká) deklaruje eminentní zájem na co nejsilnějším kurzu. To mohlo naladit některé investory k nástupu do dlouhodobých pozic u měn s větší či menší perspektivou přijetí EUR. Rovněž vyrostla riziková averze, což by mohlo nahrávat investorům hledajícím bezpečí v středoevropském regionu. V neposlední řadě vyrostly i očekávání o nastavení sazeb – krátký konec křivky vidí teď 3 zvýšení sazeb v horizontu půlroku. To se nám zdá hodně – jestli skutečně alespoň částečně k růstu CZK přispěla tato očekávání, pak samotná silná koruna bude

limitovat tempo zvyšování sazeb a scénář rychlého růstu sazeb se tak nevyplní. Na fundamentálním obrázku se nic nezměnilo – naším hlavním scénářem zůstává korekce koruny zhruba k 26.00 CZK, nicméně časování zůstává vysoce nejisté. Poté, co trh přehodnotí své očekávání na vývoj sazeb v EMU a co začnou vycházet z české ekonomiky horší data (v Evropě se slábnutí už celkem projevuje, čekáme letos ze strany ECB jenom signální růst sazeb o 25 bodů) a s případnými vyššími sazbami Fedu koruna utrpí. V měsíčním horizontu však existuje riziko dalšího posílení.

## Krátký konec přestřelil, vidíme jeho pokles

Růst české výnosové křivky v posledních dnech byl tažen očekáváním v EMU. Po překvapení ze strany Tricheta minulý týden, kdy celkem jasně naznačil, že sazby v červenci vyrostou, trh začal započítávat relativně rychlé zvyšování sazeb (evropské FRA 3\*6 jsou na 5.20%, což je výsledek kombinace očekávání rychlého růstu sazeb, se kterým se neztotožňujeme, a napětí na mezibankovním trhu). Pod vlivem EMU pak vyrostly i krátké české sazby, ty nyní započítávají v horizontu půlroku trojí zvýšení sazeb (po 25 bodů). To se nám zdá přehnané – zatímco situace v EMU může být inflačně nepříjemná, v Česku hraje první housle koruna; i když v EMU euro vůči dolaru také posiluje, vzhledem k velikosti ekonomiky to nemá tak silný efekt jako v ČR. Fakt, že koruna posiluje totiž pro měnovou politiku znamená jediné – utažení měnových podmínek, resp. jejich kurzové složky. Ve finále tak samotné toto očekávání zaručuje, že k jeho splnění v takovém rozsahu nedojde. Reálnou hrozbou naopak zůstává spíše to, že sazby neporostou vůbec – už momentálně je prognóza ČNB holubičí, a i když o ní někteří členové BR vyjádřili pochybnosti, s korunou blízko 24 EURCZK se do zvyšování sazeb určitě nepohmou. Vzhledem k našemu výhledu (korekce koruny povede k 1 hiku, příští rok pak další hike) se nám jeví jako investiční příležitost buď prodávat FRA (například 6\*9) nebo být short swap (řekněme, 2 roky).

**CZ: Swapová křivka**



## Slovensko

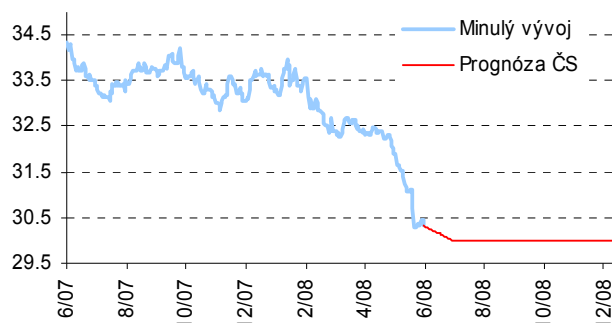
Martin Lobotka, [MLobotka@csas.cz](mailto:MLobotka@csas.cz); tel: 224 995 192

### Revalvace parity vyhovuje všem

Slováci revalvovali centrální paritu z úrovně 35.44 na 30.126 čímž se posunuly i hranice fluktučního pásma (na 25.6071 resp. 34.6449). Krok to byl očekávaný, co ale je překvapivé je to, že se to udělalo relativně v předstihu před samotným zafixováním konverzního kurzu (to musí být nejpozději do 8.7.) a to, že se stanovila centrální parita mimo momentální kurz na silnější straně. Stejně tak nezaznělo, že bude konverzní kurz stanoven na této nové centrální paritě, naopak, vyjádření premiéra Fica byla (zřejmě úmyslně) nejednoznačná a dala se interpretovat i jako povzbuzení pro investory k dalšímu posílení. Téměř to vypadá, jakoby chtěla vláda naznačit trhům, že mohou SKK tlačit na silnější úroveň. Zdá se, že vláda a investoři jsou na jedné lodi – vláda chce co nejsilnější konverzní kurz a vyhovuje jí silnější spotový kurz, protože může lehce odůvodnit silný konverzní kurz. ECB je s takovým vývojem taky spokojená, protože jí zajímá slovenská inflace a slovenská ekonomika je malá na to, aby i silnější kurz ovlivnil redistribuci bohatství mezi starou EMU a Slovenskem politicky neakceptovatelným způsobem. Očekáváme, že konverzní kurz bude stanoven na nové paritě, riziko (protože se jedná o čistě politické rozhodnutí) je spíše k mírně silnějšímu kurzu (například rovných 30 SKK za EURO)

U výhledu sazeb vyřešila situaci s normalizací slovenských a evropských sazeb ECB. Jestli skutečně ECB hike na svém příštím zasedání dodá (což je velice pravděpodobné), sazby ECB a Slovenska se vyrovnají.

**EUR/SKK**



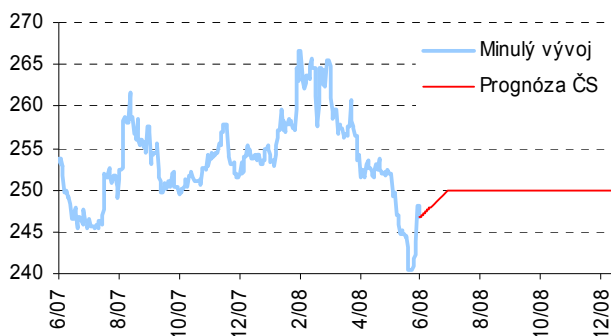
## Maďarsko

Ľuboš Mokráš, [LMokras@csas.cz](mailto:LMokras@csas.cz), 224 995 456

### Maďarská centrální banka (NBH) zůstává v jestřábím módu

NBH přidala další hike a vyjádření jejích představitelů svědčí o chuti dále zpřísnit měnovou politiku. Prohlášení po zasedání signalizuje prostor pro další růst sazeb. Za hlavní důvod bezprostřední důvod je možné podle vyjádření centrální bankéřky Királyové považovat trvalý silný růst cen ve službách, které podle ní svědčí o ukotvených silných inflačních očekáváním. Přidal se i guvernér centrální banky Simor, podle kterého existují inflační rizika až do roku 2010, což je v souladu se zvýšením inflační prognózy centrální banky. Náš názor je, že poslední data o inflaci ukazují na značnou pravděpodobnost dalšího zvýšení sazeb už v červnu, především kvůli pokračujícímu silnému růstu cen ve službách.

**EUR/HUF**



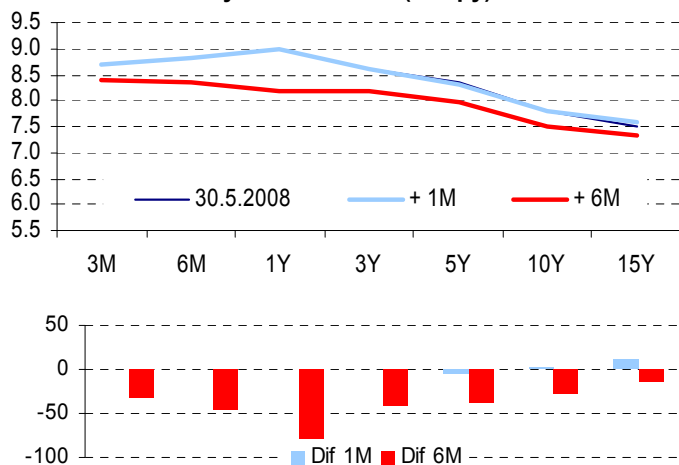
## Růst ekonomiky je nejslabší v regionu

V prvním čtvrtletí rostla maďarská ekonomika o pouhých 1,7%. Domácí poptávka byla slabá o růst se přičinil především export. Očekáváme, že by se celkově růst ekonomiky letos měl pohybovat mezi 2,0-2,5%. Přísná měnová politika a zpomalování v EU nedává prostor pro výraznější oživení. Naopak částečně pomoci by letos Maďarsku mohla dobrá úroda.

## Forint prošel houpačkou

Forintu se podařilo přechodně posílit až na 240 (nejsilnější úroveň od ledna 2003), díky kombinaci všeobecného posilování v regionu vyvolaného přijetím Slovenska do EMU a následnou revalvací parity slovenské koruny a vysokých sazeb v Maďarsku. Následně však forint prudce oslabil a vrací se k úrovni 250. Na rozdíl od české koruny a zlatého forinta není v posilujícím trendu a nepředpokládáme, že se do něj dostane. Namísto toho by se měl obchodovat v širokém rozmezí kolem úrovně 250, přičemž by se měl vývoj kurzu řídit kombinací vnějších vlivů (především stav ekonomiky v EMU, kurz eura k dolaru a chování regionálních měn) a vnitřních faktorů (sazby, růst, politika).

HU: výnosová křivka (swapy)



## Polsko

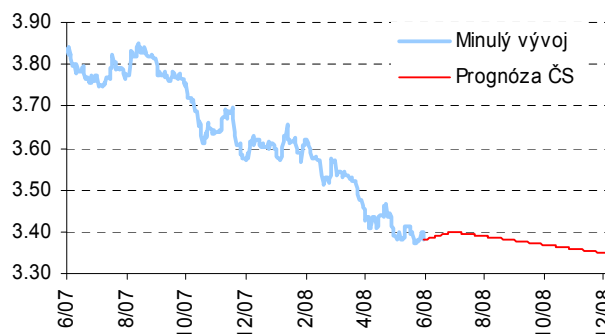
Ľuboš Mokráš, [LMokras@csas.cz](mailto:LMokras@csas.cz); tel: 224 995 456

## Polská centrální banka (NBP) je také naladěna jestřábím směrem

V květnu zůstaly sazby beze změny, prohlášení po zasedání a výroky centrálních bankéřů v rozhovorech však signalizují poměrně vysokou pravděpodobnost zvýšení sazeb tento měsíc. Příčinou jsou trvající inflační rizika plynoucí ze sekundárních dopadů růstu cen potravin, energií a regulovaných cen spolu se silně rostoucí ekonomikou a napjatým trhem práce. NBP podle svého prohlášení po zasedání měnového výboru sazby nezvýšila už v květnu především proto, že část členů měnového výboru chtělo vidět

novou projekci inflace, aby mohli lépe posoudit situaci a vyhlídky.

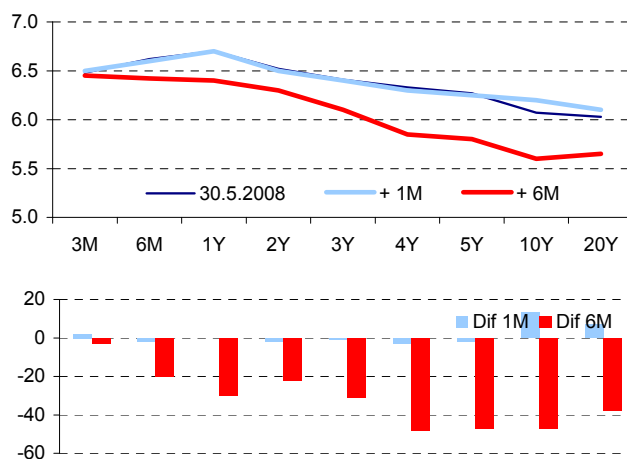
EUR/PLN



## Polská ekonomika zůstává v dobré formě

což se mimo jiné promítá do silícího kurzu zlatého. Tomu pomáhá jak solidní výkon ekonomiky tak přísná politika centrální banky. Polský růst je přitom díky relativní uzavřenosti ekonomiky méně závislý na vývoji vnějšího prostředí (především EMU) než u zbytku regionu (ČR, Slovensko, Maďarsko). Setrvalý pokles nezaměstnanosti a růst mezd patří mezi hlavní strašáky centrální banky. Pozitivem pro zlotý je i klid na politické scéně a proreformní orientace vlády. Na začátku června schválila vláda návrh rozpočtu na příští rok, který počítá s poklesem rozpočtového deficitu z 27,1 mld PLN na 18 mld PLN (což ovšem může být poněkud příliš optimistické, pokud by ekonomika zpomalila kvůli sazbám, silnému zlotému a pomalejšímu růstu ve světě). Opatrná je i centrální banka, které se zadají předpokládané růsty HDP a vývoj inflace jako příliš optimistické.

PL: výnosová křivka (swapy)



## Česká republika – dlouhodobá makroprognóza

		2005	2006	2007	2008f	2009f
Reálný HDP	(meziroční růst v %)	6.5	6.4	6.6	4.9	5.4
Spotřeba domácností	(meziroční růst v %)	2.4	4.4	6.1	3.6	3.7
Investice	(meziroční růst v %)	2.2	7.6	5.6	7.6	7.9
Nominální mdy	(meziroční růst v %)	5.3	6.4	7.5	7.1	7.8
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)	4.0	6.4	8.1	3.0	3.7
Průmyslová výroba	(meziroční růst v %)	6.6	10.0	7.9	7.7	8.2
CPI	(mez. růst v % na konci roku)	1.9	2.5	5.4	6.1	4.3
Nezaměstnanost	(%)	8.9	8.1	6.0	6.4	6.1
Obchodní bilance	(% z HDP)	1.3	1.4	2.8	2.0	3.0
Přímé zahraniční investice	(mld. USD)	11.6	4.7	7.0	15.2	10.0
Běžný účet	(% z HDP)	-2.5	-3.0	-3.5	-3.7	-2.2
Státní rozpočet	(% z HDP)	-1.9	-3.0	-2.8	-2.4	-2.5
Veřejné rozpočty	(% z HDP)	-2.2	-3.3	-3.2	-3.0	-2.7
Repo sazba	(konec roku)	2.00	2.50	3.50	4.00	4.0
Krátkodobé úrokové sazby	(3M, průměr)	2.0	2.3	3.0	3.8	4.4
Dlouhodobé úrokové sazby	(10 let, průměr)	3.6	3.8	4.3	4.6	4.9
CZK / USD	(průměr)	24.0	22.6	20.3	17.1	18.7
CZK / USD	(konec roku)	24.5	20.9	18.2	17.9	19.4
CZK / EUR	(průměr)	29.8	28.4	27.8	25.6	25.5
CZK / EUR	(konec roku)	29.0	27.5	26.6	25.9	25.2

## USA, EMU a Střední Evropa – dlouhodobá makroprognóza

HDP (%)	2006	2007	2008f	2009f
USA	2.9	2.2	1.7	2.1
Eurozóna	2.9	2.6	1.8	1.7
Slovensko	8.5	10.4	7.6	6
Maďarsko	3.9	1.3	2.2	3.2
Polsko	6.1	6.5	5.5	5.3
Běžný účet (% HDP)	2006	2007	2008f	2009f
USA	-6.2	-5.5	-4.7	-4.2
Eurozóna	0.0	0.0	0.2	0.3
Slovensko	-7.2	-5.3	-3.7	-3.5
Maďarsko	-6.1	-5.0	-4.6	-4.2
Polsko	-3.2	-3.7	-5.0	-5.6

CPI (% , konec roku)	2006	2007	2008f	2009f
USA	2.8	2.8	3.1	2.1
Eurozóna	2.2	2.1	2.8	2.3
Slovensko	4.2	3.4	4.2	4.0
Maďarsko	6.5	7.4	5.3	3.4
Polsko	1.4	4.0	3.8	3.1
Rozpočet (% HDP)	2006	2007f	2008f	2009f
USA	-1.9	-1.2	-2.7	-1.9
Eurozóna	-1.5	-0.8	-0.9	-1.0
Slovensko	-3.6	-2.2	-2.0	-2.4
Maďarsko	-9.2	-5.5	-4.0	-3.9
Polsko	-3.9	-2.6	-2.6	-2.7

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	26.6.2008	0	0	+25 / II-08	+25 / VIII-08
USA	2.00	25.6.2008	0	0	-25 / IV-08	+25 / X-08
Eurozóna	4.00	3.7.2008	25	25	+25 / VI-07	-
Slovensko	4.25	24.6.2008	0	-	-25 / IV-07	-
Maďarsko	8.50	23.6.2008	25	-	+25 / V-08	-
Polsko	5.75	25.6.2008	25	-	+25 / III-08	-

## Kalendář makro dat

	období	datum	čas zveřejnění	Prognóza ČS/ERSTE*	minulá hodnota
<b>Česká republika</b>					
PPI (meziročně)	5/2008	13.6.	9:00	<b>4.6%</b>	4.7%
Běžný účet	4/2008	17.6.	10:00	<b>-12.6 mld. Kč</b>	-0.57 mld. Kč
Maloobchodní prodeje (meziročně)	4/2008	18.6.	9:00	<b>5.8%</b>	-2.9%
<b>USA</b>					
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	5/2008	12.6.	14:30	<b>0.5%</b>	-0.2%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	5/2008	17.6.	15:15	<b>0.1%</b>	-0.7%
Využití průmyslových kapacit	5/2008	17.6.	15:15	<b>79.7%</b>	79.7%
PPI (meziměsíčně)	5/2008	17.6.	14:30	<b>1.0%</b>	0.2%
CPI (meziměsíčně)	5/2008	13.6.	14:30	<b>0.5%</b>	0.2%
Předstihové indikátory	5/2008	19.6.	16:00	<b>0.1%</b>	0.1%
Philadelphia Fed	6/2008	19.6.	16:00	<b>-12.0</b>	-15.6
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	5/2008	25.6.	14:30		-0.5%
Prodeje nových domů	5/2008	25.6.	16:00		526 tis.
Prodeje existujících domů	5/2008	26.6.	16:00		4.89 mil.
Osobní příjmy	5/2008	27.6.	14:30		0.2%
Osobní výdaje	5/2008	27.6.	14:30		0.2%
Spotřebitelská důvěra	6/2008	24.6.	16:00		57.2
<b>EU</b>					
ZEW	6/2008	17.6.	11:00		-43.6
GE: IFO	5/2008	23.6.	10:00		103.5
EMU: M3 (meziročně)	6/2008	26.6.	10:00		10.60%
<b>Slovensko</b>					
CPI (meziročně)	5/2008	16.6.	9:00	<b>4.6%</b>	3.7%
Jádrová inflace (meziročně)				<b>4.9%</b>	
Obchodní bilance				2.2 mld. SKK	
PPI (meziročně)	5/2008	27.6.	9:00	<b>6.0%</b>	5.8%
<b>Maďarsko</b>					
CPI (meziročně)				<b>6.7%</b>	
PPI (meziročně)	5/2008	27.6.	9:00	<b>5.8%</b>	6.5%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	4/2008	25.6.	9:00	<b>-2.9%</b>	-3.7%
<b>Polsko</b>					
CPI (meziročně)	5/2008	13.6.	14:00		4.0%
Průmyslová výroba (meziročně)	5/2008	18.6.	14:00		14.9%
PPI (meziročně)	5/2008	18.6.	14:00		2.5%

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



## KONTAKTY

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

<b>Odbor Ekonomické a strategické analýzy</b> Ředitel odboru, Hlavní ekonom	<b>David Navrátil</b>	+420/224 995 439	dnavratil@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
Akciový tým (CEE Real Estate)	Petr Bártek	+420/224 995 227	pbartek@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
Akciový tým	Lenka Slámová	+420/224 995 289	lslamova@csas.cz
<b>Úsek Finanční trhy – prodej a obchodování</b> 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>Odbor Obchody treasury – ředitel odboru</b>	<b>Tomáš Černý</b>	+420/224 995 197	tcerny@csas.cz
<b>Odbor Obchody na kapitálových trzích – ředitel odboru</b>	Alice Racková	+420/224 995 197	arackova@csas.cz
<b>Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty– ředitel odboru</b>	Jolana Jarušková	+420/224 995 205	jjaruskova@csas.cz
<b>Odbor Proprietary trading</b>	<b>Libor Vošický</b>	+420/224 995 592	lvosicky@csas.cz
	<b>Pavel Křivonožka</b>	+420/224 995 565	pkrivonozka@csas.cz
	<b>Viktor Kotlán</b>	+420/224 995 217	vkotlan@csas.cz
	Robert Novotný	+420/224 995 417	rnovotny@csas.cz
<b>Úsek Investiční bankovnictví</b> Ředitel úseku	<b>Jan Brabec</b>	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
<b>Odbor Finanční instituce – ředitel odboru</b>	Barbora Procházková	+420/224 995 338	bprochazkova@csas.cz
<b>Odbor Primární emise – ředitel odboru</b>	Antonín Piskáček	+420/224 995 810	apiskacek@csas.cz
<b>Odbor Obchodování a distribuce aktiv – ředitel odboru</b>	Jan Brabec	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
<b>Erste Bank Vídeň – CEE Equity</b> 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	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	On-line obchodování s CP	+420 222 004 444	www.brokerjet.cz
<b>Brokerjet</b>			