

David Navrátil  
tel.: 224 995 439, e-mail: [dnavratil@csas.cz](mailto:dnavratil@csas.cz)

2.7.2007

Máme tady desáté výročí asijské krize. A podle skeptiků jinou krizíčku před námi: subprime hypiny. No a co na to srdce Evropy? Koruna se plyně přemístila z „Top 10“ do středu „Bottom 10“. A u sazeb roste (ač absolutně malá) pravděpodobnost hajku +50bps, čili paragánské padiny: <http://www.meteleskublesku.cz/media/36/snd/30.mp3> ...jedinou investorskou jistotou je hliník. Ano „Budoucnost patří aluminium“!

## Sumář pro tento týden

### USA

- **Makro data:** hlavně ISM a trh práce. Ty v červnu pozitivně překvapily a postaraly se o to, že velké totálně obrátily své očekávání na Fed. *ISM*: páteční PMI nastavil očekávání na ISM pozitivně. Trh bere dobrá čísla jako potvrzení rychlejší poptávky. Nicméně náš kolega z Vídně Rainer Singer (US analytik) vidí další důvod růstu ISM v obnově zásob po jejich poklesu v 1Q a nejen v růstu poptávky, takže ne tak pozitivně (i proto čeká letos jeden cut). *Report z trhu práce*: čekáme, že počet nově vytvořených pracovních míst (payrolly) m/m poklesne (trh 120k, my 95k). Ve středu mají amíci volno: Den nezávislosti, snad na ně nevlítnou ufouni...
- **FI:** Čekáme, že bude pokračovat postupná korekce bouřlivého červnového obratu. Náladu budou hodně ovlivňovat dozvuky FOMC (pokračující pokles pravděpodobnosti hike u futures) a nejistota dopadu recese na trhu nemovitostí (medvídci Bear Sterns) a stále vidíme mírný prostor pro pokles výnosů. **FX:** Dolar bude postupně oslabovat – kombinace méně optimistického náhledu na US ekonomiku a technických faktorů.

USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
pondělí	16:00	USA	ISM výrobní (červen)	54,4	55,0	55,0
úterý	16:00	USA	tovární zakázky (květen)		-0,8%	0,3%
čtvrtek	16:00	USA	ISM nevyrobní (červen)		57,5	59,7
pátek	14:30	USA	payrolly (červen, tis.)	95	120	157
	14:30	USA	míra nezaměstnanosti (červen)		4,5%	4,5%

### Evropa

- **Makro data:** z dat budou sledovány indexy nákupních manažerů (*PMI*) – očekáváme potvrzení dobré výkonnosti ekonomik EMU.
- **FI:** Nejdůležitější událostí týdne bude čtvrtěční zasedání *ECB*. Po hike v červnu čekáme stabilitu (90% pravděpodobnost, 10% pro hike). Tiskovka napoví, jaké bude časování dalšího zvýšení sazeb: ačkoliv inflace je nyní OK, růstové ukazatele naznačují budoucí proinflační rizika. Posledním červeným hadrem byla peněžní zásoba (růst o 10,6% y/y). Guvernér Trichet si nechá otevřené vrátka pro další hikování, ale nečekáme explicitní „strong vigilance“ už pro příští zasedání (čekáme dodržení 3M taktu, tedy září). V tomto případě bude reakce trhu na ECB spíš tlumená. Vedle *ECB* zasedá ve čtvrtek i *BoE* centr.bank UK, kde čekáme hike na 5,75%.

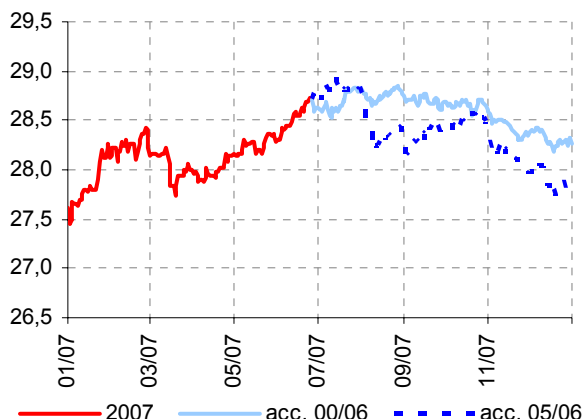
EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
pondělí	10:00	EMU	PMI výrobní (červen)		55,4	55,4
úterý	11:00	EMU	PPI (květen, y/y)		2,4%	2,4%
středa	10:00	EMU	PMI služby (červen)		58,3	58,3
	11:00	EMU	Maloobchodní tržby (květen, y/y)		1,7%	1,6%
čtvrtek		UK	BoE - sazby	5,75%	5,75%	5,50%
	13:45	EMU	ECB - sazby	4,00%	4,00%	4,00%
pátek	12:00	GER	tovární zakázky (květen, y/y)		8,7%	11,7%

### CEE region

- **Makro data:** v kalendáři vymete pavučinu pouze maďarský průmysl. Vedle toho nás čeká volno: ve čtvrtek v ČR a ve SKa (duo Cyril a Metoděj) a Čehůni i v pátek (Honza Hus).
- **FI:** při absenci domácích impulsů, pohyb spreadů může přinést změna rizikové prémie (subprime hypotéky vs. odhikování Fedu). V PL nás čeká emise 2Y a v HU 5Y a 10Y.
- **FX:** nečekáme zvrát v od-korelování kačky: EUR/CZK se drží v letním rostoucím (oslabujícím) tunelu. Koruna je předprodaná, což fundamenty jen potvrzují. Nicméně letní toky na běžném účtu (dovolenky snižující přebytky obchodní bilance + dividendová sezóna) neotočí negativní trend. Skok k silnějším úrovním obvykle přináší až srpen a pak listopad/prosinec (viz Obrázek týdne). V základním scénáři tak nadále čekáme 27,4 EUR/CZK. Nicméně rizika vidíme spíše ve směru delšího setrvání koruny mimo posilující trend. Rizikem je scénář ala 2003, kdy koruna zakončila rok o 4% slabší než na začátku, 4% by letos 28,9. Nicméně trend korunu opět přitáhl v roce 2004. Proto i delší deviaci koruny od trendu vidím jako dobrou příležitost pro budování dlouhodobé long CZK pozice.

CEE4	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
pátek	9:00	HU	Průmyslová výroba (květen, y/y)	8,8%		8,0%

## Obrázek týdne: Prognóza EUR/CZK podle obvyklé sezónnosti



- Podle sezónní analýzy (vyloučili jsme z ní extrémní roky 2002/2003) korunu čeká korunu v nejbližších týdnech stabilita.
- Návrat na posilující trajektorii přinese srpen a listopad.
- Na konci roku by se koruna měla pohybovat kolem 27.8-28,2

## Přehled otevřených doporučení

#	doporučení	otevřen í 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 a	cílový P/L v flat (%)
25	short USDEUR	09.01.07	31.9.07	USD 9M libor EUR 9M libor	1,3000	1,3546	4,20	3,70	7,8	1,4000	6,7
30	short EUR/SKK	04.04.07	29.03.08	12M MM EUR/SKK	3,74 33,47	3,74 33,62	0,91 -0,44	-0,55	-2,22	- 32,10	3,83
31	short EUR/CZK	06.06.07	06.06.08	12M MM EUR/CZK	3,21 28,40	3,21 28,76	0,23 -1,24	-1,33	-17,15	- 26,80	4,69
32	long US IRS 10let	08.06.07	8.12.2007	USD 10Y IRS	5,78	5,67	11,5bp.			4,80	98,5 bp.

## Vzad hled

### USA

- Rozhodnutí Fedu nechat sazby na 5,25%, ani rétorika nepřinesla významný impuls pro trh. Vysoká míra využití zdrojů, vypadlo sice slovíčko „elevated (zvýšený) při popisu jádrové inflace, zůstala ale obava, že inflace nezpomalí dostatečně („Přetrvávající zmírnění inflačních tlaků se zatím přesvědčivě neprojevoilo“) a přesvědčení, že ekonomika poroste mírným tempem v příštích kvartálech.
- Z opcí plyne, že roste počet těch, kteří očekávají sazby na konci roku na 5,25% (81%, před týdnem 78%), především na úkor jestřábů.

### ČR + region

- Zasedání centrálních bank minulý týden přineslo nečekané dvojí ovoce (hike v PL a cut v HU). Společným rysem v regionu je pozorné sledování trhu práce (růst mezd), rychlý růst v EMU a růst sazeb ECB a kromě HU i rychlý růst spotřeby. Do toho se přidávají ceny potravin aropy.
- Polská centrální banka přinesla hike na 4,5% o měsíc dříve než trh čekal. Jak holubice, tak jestřábí pozorně sledují trh práce již delší dobu a v případě dalšího růstu jednotkových mzdových nákladů nevylučujeme další hike – Mária pracuje na revizi prognózy. Reakce zlatého byla tlumená technikou – silná rezistence na 3,78.
- Na druhou stranu maďarská centrální banka překvapivě snížila sazby na 7,75% poté, co o měsíc dříve si stěžovala na příliš vysoký růst mezd. Ale teď najednou zjistila, že vlastně mzdy zpomalují + inflace už dosáhla svého vrcholu, + HUF posílil a přiblížil se k silnější hranici fluktučního pásma (a je tady opět diskuse o konfliktu mezi HUF

pásmem a inflačním cílování a možnosti revalvovat pásmo). Do konce roku čekáme pokles sazeb na 7%.

- Slovenská centrální banka nechala sazby v klidu (zmíněným rizikem nahoru byla ropa) a kolegové z Blavy očekávají, že NBS bude udržovat nulový diferenciál k ECB. Ale týden to pro NBS v klidný nebyl: z ECB uniklo memorandum, které snížilo jistotu vstupu SK do Eurozóny již v 09. Důvodem je nekvantitativní kritérium, na které se často zapomíná, ale je tam: udržitelnost. ECB tvrdí, že inflace je stlačena na nízkou úroveň díky administrativním změnám (DPH a energie) a po vstupu do EMU bude inflace akcelarovat. Samozřejmě, že bude, protože CEE4 jsou konvergující ekonomiky a konvergují i cenami = vyšší inflace v případě, že kurz nemůže posilovat. Důvody se vždycky najdou a nakonec to bude politické rozhodnutí.
- A nakonec ČNB: tiskovka ČNB se nesla v jestřábím duchu, rizika zůstávají proinflační, z rétoriky bylo cítit, že sazby by klidně už zvýšili v červnu, ale nechtěli být označeni za panikáře (po květnovém hiku). Čekám, že kvůli kvůli slabé koruně (v horizontu dvou měsíců nevidíme důvod pro obrát k posilování) a silné spotřebě zvyšující poptávkovou inflaci, přijde hike již tento měsíc. Nejpravděpodobnější je zvýšení o +25bps, nicméně roste riziko +50bps. Další vývoj se bude odvíjet od koruny. Pokud se potvrdí náš názor a koruna začne posilovat během podzimu na 27,4 EUR/CZK (konec roku), potom jestřábí nálada vyprchá a další hike přijde až na začátku příštího roku. Nicméně v případě, že globální nejistota (především ohledně sazeb Fedu) a carry trady budou vyhrávat delší dobu nad fundamenty než čekáme a koruna zůstane na slabších úrovních, potom sazby vzrostou v letošním roce o dodatečných 25-50bps.

## Prognóza peněžního trhu

## 3M sazby

	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M			+6M		
				ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)
USA	0	0	5,36%	5,3%	5,3%	-4	4,6%	5,3%	-68
EMU	6	1	4,17%	4,2%	4,2%	-4	4,4%	4,6%	-20
CZ	17	3	3,00%	3,1%	3,2%	-13	3,3%	3,8%	-47
HU	-10	-23	7,69%	7,7%	7,5%	18	7,1%	6,7%	34
PL	26	16	4,71%	revidujeme	4,9%		revidujeme	5,3%	
SK	12	3	4,32%	4,3%	4,2%	7	4,3%	4,6%	-25

## Prognóza FI

## FI - výnosy

	-1M (bb)	-1W (bb)	2Y			-1M (bb)	-1W (bb)	10Y		
			spot	+1M	+6M			spot	+1M	+6M
USA	-2	-5	4,87%	4,9%	4,4%	17	-10	5,03%	5,0%	4,7%
EMU	14	0	4,45%	4,5%	4,5%	17	-7	4,56%	4,5%	4,7%
CZ	28	13	3,65%	4,0%	4,2%	40	2	4,50%	4,5%	4,8%
HU	-11	-18	7,03%	7,0%	6,5%	8	-13	6,78%	6,5%	6,2%
PL	62	11	5,17%	revidujeme	revidujeme	33	1	5,64%	revidujeme	revidujeme

## FI - spready

	10Y/2Y spread					10Y Spread to EMU				
	-1M	-1W	spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M
USA	-2	22	16	10	30	48	51	48	50	5
EMU	8	18	11	2	15					
CZ	73	97	85	45	52	-29	-14	-5	0	10
HU	-44	-30	-25	-45	-30	231	228	223	200	150
PL	75	57	47			92	100	109		

## Swapy

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
CZ	3,59%	3,97%	4,15%	4,28%	4,38%	4,44%	4,49%	4,53%	4,57%	4,60%

## Prognóza FX

## FX

	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M			+6M		
				ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)
USD	0,8%	0,5%	1,354	1,39	1,36	3%	1,35	1,36	-1%
CZ	1,5%	0,2%	28,77	28,3	28,7	-1%	27,2	28,5	-5%
HU	-1,6%	-0,1%	246,8	251	247	2%	251	249	1%
PL	-1,3%	-0,4%	3,769	3,80	3,75	1%	3,77	3,69	2%
SK	-1,6%	-0,5%	33,55	33,9	33,5	1%	32,7	33,4	-2%

Poznámka: kladné = oslabení, záporné = posílení kurzu

## 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	<a href="mailto:vkotlan@csas.cz">vkotlan@csas.cz</a>
Makro tým (Střední Evropa)	Mária Fehérová	+420/224 995 232	<a href="mailto:mfeherova@csas.cz">mfeherova@csas.cz</a>
Makro tým (ČR)	Martin Lobotka	+420/224 995 192	<a href="mailto:mlobotka@csas.cz">mlobotka@csas.cz</a>
Makro tým (USA, EMU)	Luboš Mokráš	+420/224 995 456	<a href="mailto:lmokras@csas.cz">lmokras@csas.cz</a>
Makro tým (ČR), team-leader	David Navrátil	+420/224 995 439	<a href="mailto:dnavratil@csas.cz">dnavratil@csas.cz</a>
Akciový tým (CEE Real Estate)	Petr Bártek	+420/224 995 227	<a href="mailto:pbartek@csas.cz">pbartek@csas.cz</a>
Akciový tým (svět)	Ján Hájek	+420/224 995 324	<a href="mailto:janhajek@csas.cz">janhajek@csas.cz</a>
Akciový tým (ČR)	Radim Kramule	+420/224 995 213	<a href="mailto:rkramule@csas.cz">rkramule@csas.cz</a>
Akciový tým (ČR, CEE Media), team-leader	Jakub Židoň	+420/224 995 340	<a href="mailto:jzidon@csas.cz">jzidon@csas.cz</a>

### Úsek Finanční trhy – prodej a obchodování

Ředitel úseku	<b>Petr Witowski</b>	+420/224 995 800	<a href="mailto:pwitowski@csas.cz">pwitowski@csas.cz</a>
<b>Odbor Obchody treasury</b> – ředitel odboru	<b>Robert Novotný</b>	+420/224 995 148	<a href="mailto:rnovotny@csas.cz">rnovotny@csas.cz</a>
<b>Odbor Obchody na kapitálových trzích</b> – ředitel odboru	<b>Libor Vošický</b>	+420/224 995 592	<a href="mailto:lvosicky@csas.cz">lvosicky@csas.cz</a>
<b>Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty</b> – ředitel odboru	<b>Pavel Křivonožka</b>	+420/224 995 565	<a href="mailto:pkrivonozka@csas.cz">pkrivonozka@csas.cz</a>
<b>Odbor Proprietary trading</b>	<b>Daniel Drahotský</b>	+420/224 995 178	<a href="mailto:ddrahotsky@csas.cz">ddrahotsky@csas.cz</a>
	Dušan Vaškovic	+420/224 995 417	<a href="mailto:dvaskovic@csas.cz">dvaskovic@csas.cz</a>

### Úsek Investiční bankovnictví

Ředitel úseku	<b>Jan Brabec</b>	+420/224 995 816	<a href="mailto:jbrabec@csas.cz">jbrabec@csas.cz</a>
<b>Odbor Primární emise</b>	<b>Jiří Hrbáček</b>	+420/224 995 836	<a href="mailto:jhrbacek@csas.cz">jhrbacek@csas.cz</a>
<b>Odbor Finanční instituce</b> – ředitel odboru	Alice Racková	+420/224 995 197	<a href="mailto:arackova@csas.cz">arackova@csas.cz</a>
<b>Odbor Obchodování a distribuce aktiv</b> – ředitel odboru	Jana Daňková	+420/224 995 128	<a href="mailto:jandankova@csas.cz">jandankova@csas.cz</a>
	<b>Jan Brabec</b>	+420/224 995 816	<a href="mailto:jbrabec@csas.cz">jbrabec@csas.cz</a>

### Erste Bank Vídeň – Global Macro & CEE

<b>Equity</b>	<b>Friedrich Mostböck</b>	+43 501 00 119 02	<a href="mailto:friedrich.mostboeck@erstebank.at">friedrich.mostboeck@erstebank.at</a>
Head of Research	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	<a href="mailto:henning.esskuchen@erstebank.at">henning.esskuchen@erstebank.at</a>
Co-Head of CEE Equities	Guenther Artner	+43 501 00 115 23	<a href="mailto:guenther.artner@erstebank.at">guenther.artner@erstebank.at</a>
Co-Head of CEE Equities	Tamás Pletser	+361 235 51 33	<a href="mailto:tpletser@erstebank.com">tpletser@erstebank.com</a>
akcie – sektor ropa, plyn	Gunter Hohberger	+43 501 00 173 54	<a href="mailto:gunter.hohberger@erstebank.at">gunter.hohberger@erstebank.at</a>
akcie – sektor bankovnictví	Angelika Zwerenz	+43 501 00 119 03	<a href="mailto:angelika.zwerenz@erstebank.at">angelika.zwerenz@erstebank.at</a>
akcie – sektor bankovnictví	Andras Szalkai	+361 235 5134	<a href="mailto:andras.szalkai@erstebank.com">andras.szalkai@erstebank.com</a>
akcie – sektor telekomunikace	Vladimíra Urbánková	+420 224 995 940	<a href="mailto:urbankovav@ersteinet.cz">urbankovav@ersteinet.cz</a>
akcie – sektor farmacie	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	<a href="mailto:daniel.lion@erstebank.at">daniel.lion@erstebank.at</a>
akcie – sektor IT	Gerald Walek	+43 501 00 163 60	<a href="mailto:gerald.walek@erstebank.at">gerald.walek@erstebank.at</a>
akcie – sektor strojírenství	Christoph Schultes	+43 501 00 163 14	<a href="mailto:christoph.schultes@erstebank.at">christoph.schultes@erstebank.at</a>
akcie – sektor pojišťovnictví			
<b>Brokerjet</b>	On-line obchodování s CP	+420 222 004 444	<a href="http://www.brokerjet.cz">www.brokerjet.cz</a>