

Mária Fehérová, David Navrátil
tel.: 224 995 232, 224 995 439, e-mail: mfeherova@csas.cz, dnavratil@csas.cz

9.7.2007

Nedávno som pri príležitosti útoku poľských predstaviteľov na seriálovú postavu Tinky-Winkyho vyjadrila obavy, že zachvíľu zrušia aj Lolka a Bolka. A je to tu! Posledná rozprávková kniha o Lolkovi a Bolkovi sa totiž volá: "Bolek a Lolek. Pravdiví a spravodliví". A hádajte ako sa volá vládnuca strana? Právo a spravodlivosť! :-) Vznikol z toho úplný škandál, ide vraj o skrytý propagandu.. Nik si zrejme nevšimol, že právo a spravodlivosť existovali už na divokom západe.. Ešteže sa nemusíme venovať vládnutiu, že? <http://www.sme.sk/c/3368653/Bolek-a-Lolek-obvineni-z-politickej-angazovanosti.html>

Sumár pro tento týden

USA

- **Makro data:** Data se koncentrují na konec týdne. Ceny komodit a růst zásob (který je podle nás i za vyšším ISM) zhorší obchodní bilanci. Týdenní ukazatele naznačovaly, že (nominální) maloobchodní tržby by se také měly zhoršit po květnovém pozitivním překvapení, což by podle nás měl být trend a nikoliv výchylnka. Inflační story podpoří dovozní ceny, které postupně urychlují. Michiganský index důvěry vylepší nižší ceny benzínu, vyšší akcie a stabilně nízká nezaměstnanost.
- **FI:** Po pátečních payrollech je trh naladěný optimisticky na růst, proto by zpomalení maloobchodu nemělo přinést zchlazení nadšení. Proti tomu bude na FI poli bojovat taktika z posledních let, kdy růst výnosů je považován za dobrou nákupní příležitost. **FX:** Dolar bude podporován růstovým optimismem (přes očekávané US sazby), růžky ale opět ukáže obchodní bilance a tábor „Obchodní bilance může být vyřešena jen výrazným oslabením dolaru“ dostane jakýs taký impuls pro zvednutí prstu.

datum	USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
12.7	čtvrtek	13:00	USA	Obchodní bilance (květen, USD mld.)		-59.9	-58.5
13.7	pátek	14:30	USA	Dovozní ceny (červen, m/m)		0.5%	0.9%
13.7		14:30	USA	Maloobchodní tržby (červen)		0.3%	1.4%
13.7		14:30	USA	Důvera - Michigan		85.5	85.3

Evropa

- **Makro data:** Data za průmysl by měla přinést kontrolu, že ekonomiky rostou: předcházející byla negativně ovlivněna sezónním výkyvem. Jinak celkem nic: FR CPI je velmi nízké, takže urychlení jako by nebylo.
- **FI:** Po růstu výnosů minulý týden nečekáme dodatečnou podporu z makro data.

datum	EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
9.7	pondělí	9:00	GER	Průmyslová produkce (květen, y/y)		4.4	3.8
12.7	čtvrtek	10:00	EMU	Červnový report ECB			
12.7		10:00	EMU	Průmyslová produkce (květen, y/y)		2.3	2.8
12.7		11:00	EMU	GDP (1Q, yoy)			3.0%

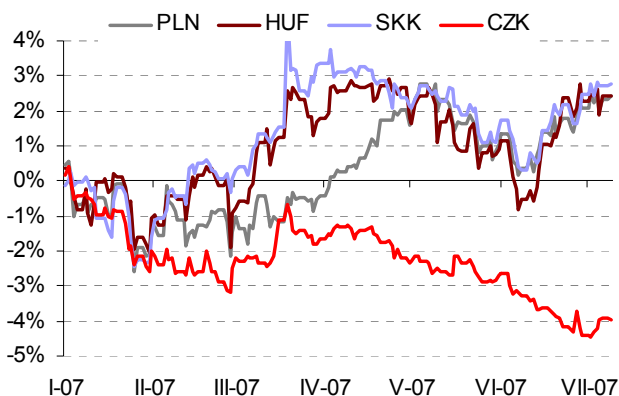
CEE region

- **Makro data:** Minulý týden mrtvo, zato tenhle týden hurikán dat, a to ve všech zemích hezky najednou. Tak to už v (makro) životě chodí... Spojujícím prvkem bude červnová inflace, která je kritickým ukazatelem z hlediska vývoje měnové politiky a která by se měla zvýšit napříč regionem. Česká roční míra inflace dle naší prognózy urychlí na 2,5%. Kromě ropy a potravin (historika společná pro celý region) v červnu podražily i rekreace, olej do ohně přilívá i slabší koruna. V Polsku předpovídáme výstup inflace na 2,6% z květnových 2,3% (na měsíční bázi však zůstanou ceny stabilní). Ministerstvo financí má dokonce o desetinku pesimističtější odhad (2,7%). Každopádně, inflace by se měla dočasně dostat nad střednědobý cíl centrální banky (2,5%). V srpnu-září však situaci zachrání efekt srovnávací báze, který stlačí inflaci zpět pod cíl. V Maďarsku se také očekává vzestup inflace, dle kolegyně Orsi o desetinku na 8,6%. Kromě „regio“ důvodů (dražších potravin a paliv) inflaci nadzvednou i ceny tepla. Staťák uvedl, že do červnového čísla započítá jejich dubnovo-květnový růst. Logické, nem? Každopádně zvýšení inflace jenom kosmetické a nenaruší výhled postupného uvolňování měnové politiky (v září se inflace díky srovnávací bázi výrazně propadne). Kosmetický růst inflace nastane i na Slovensku (2,3%). A co kromě cen? No v ČR budou za povšimnutí stát údaje z trhu práce (který centrální banka bedlivě sleduje), vývoj zahraničního obchodu (opět s přebytkem) a neposlední řadě i úterní zápisky ze zasedání ČNB. V Maďarsku vývoj rozpočtu (který letos konstantně překvapuje pozitivně) a v závěru týdne pak zápis ze zasedání centrální banky, na kterém došlo ke snížení sazeb.
- **FI:** Pro dluhopisy budou zajímavá inflační data. V Polsku by vyšší než očekávané číslo spustilo úvahy o dalším zvýšení sazeb už na červencovém zasedání a přizivilo spekulace o rozsahu utahování měnové politiky v budoucnu. Zasažen by byl zejména krátký konec křivky, pro zlořák kvůli vidině širšího úrokového diferenciálu spíše pozitivní správa. V Maďarsku by nepříznivá struktura inflace (případný prudší růst jádrové složky) mohla odsunout námi očekávaný cut z července na později. Klíčový bude vývoj na hlavních trzích. Jestli budou tamní výnosy růst, zasáhne to nepříznivě náš region i v případě pozitivního makra.
- **FX:** Jak už David popsal ve svém Speciálu, z krátkodobého hlediska nevidíme impulzy pro posílení české koruny. Mezi jiným ji škodí investiční strategie využívající úrokový diferenciál, které jsou financované z české koruny. Vidina červencového zvýšení sazeb

by však měla prostor pro další oslabení omezovat. Sezónní analýza dává naději na obrat někdy v srpnu, střednědobě vidíme korunu posilující. Ostatní regionální měny mají docela našlápnuto, zloták a forint jsou však blízko důležitých technických úrovní, které mohou posilování pozastavit.

datum	CEE4	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
9.7	pondělí	-	HU	Státní rozpočet (červen YTD, HUF mld.)	-	-	-753
9.7		9:00	CZ	Obchodní bilance (květen, CZK mld)	4.8	2.2	3
9.7		9:00	SK	Průmyslová produkce (květen, y/y)	12.5%	13.9%	14.9%
9.7		9:00	SK	Maloobchodní tržby (květen, y/y)	6.1%	6.5%	6.2%
10.7	úterý	9:00	HU	Zahraniční obchod (květen, EUR mil.)	-90	-	-156
11.7	středa	9:00	HU	CPI inflace (červen, y/y)	8.6%	-	8.5%
11.7		9:00	CZ	CPI inflace (červen, y/y)	2.5%	2.5	2.4%
11.7		9:00	CZ	Nezaměstnanost (červen, y/y)	6.2%	6.5%	6.4%
12.7	čtvrtek	9:00	SK	CPI inflace (červen, y/y)	2.4%	2.4%	2.3%
12.7		9:00	SK	Zahraniční obchod (květen, SKK mld.)	-2.2	-0.9	-1.2
13.7	pátek	14:00	HU	Záznam z červnového zasedání CB			
13.7		14:00	CZ	Průmyslová produkce (květen, y/y)	12.5%	13.5%	14.0%
13.7		14:00	CZ	Běžný účet (květen, CZK mld.)	-11.5	-9.0	-16.8
13.7		14:00	PL	CPI inflace (červen, y/y)	2.6%	-	2.3%
13.7		14:00	PL	Běžný účet (květen, EUR mil.)	-630	-	-678

Obrázek týdne: Zhodnocení měn v regionu v srovnání se začátkem roku 2007



- Graf vývoje středoevropských měn od začátku roku je výmluvný. Česká koruna se docela odpojila od regionu a jako jediná je v srovnání s počátkem roku slabší, ostatním měnám se podařilo posílit.
- To potvrzuje domněnku o probíhajících carry trades financovaných z české koruny.
- Růst klíčových sazeb v ČR by měl tvorbu těchto strategií pozastavit a na základě fundamentální analýzy bude koruna v střednědobém horizontu posilovat.

Přehled otevřených doporučení

#	doporučení	otevřen í pozice	cílené uzavření pozice	instrumenty	vstupní hodnota	dnešní hodnota	flat P/L	dnešní P/L	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	1,3614	4,72	4,20	8,6	1,4000	6,7		
30	short EUR/SKK	04.04.07	29.03.08	12M MM EUR/SKK	3,74	33,50	0,98	-0,21	-0,81	-	32,10	3,83	
31	short EUR/CZK	06.06.07	06.06.08	12M MM EUR/CZK	3,21	28,64	0,29	-0,95	-10,03	-	26,80	4,69	
32	long US IRS 10let	08.06.07	8.12.07	USD 10Y IRS	5,78	5,83	-4,7bp.			4,80	98,5 bp.		

Vzad hled

USA

- Předstihový ukazatel ISM překvapil lepším výkonem než se čekalo. Index aktivity ve výrobní sféře vzrostl na 56, přičemž trh čekal jenom stagnaci na úrovni 55. Tahounem byla překvapivě silný subindex výroby. Ostatní subindexy signalizují do budoucna spíše postupné zpomalování aktivity v zpracovatelském průmyslu. Trh na data výrazněji nereagoval.
- Vždy ostře sledovaná data z amerického trhu práce o počtu nově vytvořených pracovních míst (za červen) dopadly více-méně v souladu s očekáváním trhu (132 tisíc

vs. očekávaných 125 tis.). Výraznější revize směrem nahoru se však dočkala čísla za předešlý měsíc. Tempo růstu průměrných hodinových výdělků je pomalejší než v loňském roce, pořád však velice slušné (4%). Celkově je tak situace na americkém trhu práce nadále velice příznivá. Vyšší výdělků a zaměstnanost kompenzují efekt ochlazujícího trhu s nemovitostmi na spotřebitelskou poptávku.

EMU

- ECB na svém zasedání klíčové sazby nezměnila. Nepřekvapilo to však snad nikoho, jelikož prezident ECB Trichet velice spolehlivě signalizuje blížící se hike vždy jedno zasedání dopředu použitím kódovacího

slovička „vigilance“. Tiskovka potvrdila, že nálada centrálních bankéřů je pořád jestřábí. Rizika pro růst jsou ve vidění ECB vyrovnaná, zatím co u cenové stability jsou vychýlená nahoru. Sazby jsou podle názoru ECB pořád na stimulující úrovni a co je důležité, Trichet řekl, že nechce měnit očekávání trhu o dalším pohybu sazeb. Suma sumárum,

pravděpodobnost ještě minimálně jednoho zvýšení sazeb je vysoká. Načasování však pořád nejisté. Trh je momentálně rozdělen mezi září a říjen (futures naznačují, že do října čeká trh zvýšení sazeb už téměř se 100%-ní pravděpodobností), klíčový bude zejména vývoj spotřebitelské poptávky.

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%	5,4%	5,3%	2	4,8%	5,3%	-54
EMU	7	2	4,20%	4,2%	4,3%	-7	4,4%	4,6%	-26
CZ	13	0	3,00%	3,1%	3,2%	-13	3,3%	3,7%	-42
HU	-19	-7	7,62%	7,5%	7,5%	-2	7,0%	6,6%	37
PL	32	7	4,78%	4,8%	4,9%	-14	5,2%	5,4%	-24
SK	12	2	4,34%	4,3%	4,3%	3	4,3%	4,4%	-7

Prognóza FI

	FI - výnosy									
			2Y					10Y		
	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M	+6M	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M	+6M
USA	5	13	5,00%	4,9%	4,5%	23	17	5,20%	5,1%	4,7%
EMU	13	9	4,54%	4,4%	4,4%	23	13	4,69%	4,6%	4,6%
CZ	32	-2	3,72%	4,0%	4,2%	24	-4	4,47%	4,5%	4,7%
HU	-19	-3	7,00%	6,8%	6,5%	2	0	6,78%	6,5%	6,3%
PL	50	21	5,31%	5,3%	5,6%	31	4	5,67%	5,7%	5,5%

	FI - spready									
	10Y/2Y spread			10Y Spread to EMU						
	-1M	-1W	spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M
USA	2	16	19	19	20	52	47	51	54	10
EMU	5	11	15	11	20					
CZ	84	77	76	50	50	-22	-5	-22	-6	9
HU	-43	-25	-22	-30	-15	231	223	209	195	170
PL	55	52	36	40	-10	91	107	98	110	85

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
CZ	3,59%	3,99%	4,17%	4,27%	4,35%	4,42%	4,47%	4,52%	4,57%	4,61%

Prognóza FX

	FX								
	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M			+6M		
				ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)
USD	0,9%	0,6%	1,362	1,38	1,36	1%	1,38	1,37	1%
CZ	0,8%	-0,3%	28,65	28,6	28,6	0%	27,4	28,4	-3%
HU	-3,0%	-0,6%	245,7	245	246	0%	250	248	1%
PL	-1,9%	-0,3%	3,760	3,75	3,74	0%	3,72	3,69	1%
SK	-2,1%	-0,3%	33,53	33,4	33,5	0%	32,5	33,4	-3%

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	Viktor Kotlán	+420/224 995 217	vkotlan@csas.cz
Makro tým (Střední Evropa)	Mária Fehérová	+420/224 995 232	mfeherova@csas.cz
Makro tým (ČR)	Martin Lobotka	+420/224 995 192	mlobotka@csas.cz
Makro tým (USA, EMU)	Luboš Mokráš	+420/224 995 456	lmokras@csas.cz
Makro tým (ČR), team-leader	David Navrátil	+420/224 995 439	dnavratil@csas.cz
Akciový tým (CEE Real Estate)	Petr Bártek	+420/224 995 227	pbartek@csas.cz
Akciový tým (svět)	Ján Hájek	+420/224 995 324	janhajek@csas.cz
Akciový tým (ČR)	Radim Kramule	+420/224 995 213	rkramule@csas.cz
Akciový tým (ČR, CEE Media), team-leader	Jakub Židoň	+420/224 995 340	jzidon@csas.cz

Úsek Finanční trhy – prodej a obchodování

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

Úsek Investiční bankovnictví

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

Erste Bank Vídeň – Global Macro & CEE

Equity	Friedrich Mostböck	+43 501 00 119 02	friedrich.mostboeck@erstebank.at
Head of Research	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	henning.esskuchen@erstebank.at
Co-Head of CEE Equities	Guenther Artner	+43 501 00 115 23	guenther.artner@erstebank.at
Co-Head of CEE Equities	Tamás Pletser	+361 235 51 33	tpletser@erstebank.com
akcie – sektor ropa, plyn	Gunter Hohberger	+43 501 00 173 54	gunter.hohberger@erstebank.at
akcie – sektor bankovnictví	Angelika Zwerenz	+43 501 00 119 03	angelika.zwerenz@erstebank.at
akcie – sektor bankovnictví	Andras Szalkai	+361 235 5134	andras.szalkai@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	+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			
Brokerjet	On-line obchodování s CP	+420 222 004 444	www.brokerjet.cz