

Martin Lobotka, Luboš Mokráš
tel.: 224 995 192, 224 995 456, e-mail: mlobotka@csas.cz, lmokras@csas.cz

16.7.2007

Takže týden začínáme pěkně zčerstva: dnes bude horko až to hezké nebude. Hodně pijte, nelezte moc na slunce a přežijte ty tropy pokud možno ve zdraví! Já jdu pro jistotu zkontrolovat klimatizaci, jestli je puštěná naplno.

Sumář pro tento týden

USA

- **Makro data:** Nejdůležitější událostí bude vystoupení Bernankeho, po esoterickém, akademickém příspěvku o inflačních očekáváních by se tento týden měl vyjádřit před Kongresem, takže více k reálným věcem. Z trhu s nemovitostmi pak přijdou data o zahájených nových domech a stavebních povoleních. Inflační data, PPI a CPI (u jádra čekáme 0,2% m/m), budou pod drobnohledem Fedu – vyšší inflační tlaky by patrně přitvrdily odhodlání Fedu sazbami hned tak nehnout. Trh by se také mohl ještě více utvrdit v poměrně silném přesvědčení, jež už pár týdnů má, že sazby Fedu tenhle rok nikam nepůjdou. Což tady Luboš odmítá a říká „tenhle rok pánové dolů půjdete!“ Zajímavými budou jistě i minutes z posledního zasedání FOMC, uvidíme, zda rétorika Fedu doznala vůbec nějakých změn nebo se ještě stále obávají inflace a zaklínají se mantrou „vysokého využívání kapacit.“
- **FI:** dluhopisy budou mít v průběhu týdne několik pozorně sledovaných událostí, důležité bude vystoupení B. Bernankeho a také CPI. Obě tyto události by měly podpořit zvýšenou volatilitu z poslední doby. Nečekáme však žádný trendový pohyb, spíše další kolísání výnosů (desetiletý zhruba mezi 5,00 až 5,30%).
- **FX:** Pro dolar bude rozhodující kombinace vystoupení Bernankeho a dat o vývoji inflace: jakýkoliv příklon k měkčímu vyjadřování nebo nečekaně mírná inflace by daly další impuls oslabování dolaru. Opačný efekt by měl pouze silně jestřábí tón u Bernankeho nebo hodně negativní překvapení u CPI.

datum	USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
17.7	úterý	14:30	USA	PPI		0,1%	0,9%
17.7		15:00	USA	nákupy US aktiv zahraničními investory		90 mld USD	111,8 mld USD
17.7		15:15	USA	Průmyslová produkce		0,4%	0,0%
18.7	středa	14:30	USA	CPI		0,20%	0,7%
18.7		14:30	USA	zahájené stavby domů		1,45 mil.	1,47 mil
18.7		16:00	USA	vystupuje Bernanke			
19.7	čtvrtek	18:00	USA	index filadelfského Fedu		15,00	18,00
19.7		20:00	USA	minutes z posledního FOMC			

Evropa

- **Makro data:** V EU poměrně ticho, které prolomí snad jenom finální údaj za CPI, nicméně moc překvapení pro trh by toto číslo znamenat nemělo, předchozí odhady jsou totiž už známé. Mimo to snad už jen ZEW index, jinak celkem nic.
- **FI:** Evropu by tento týden měl ovlivňovat hlavně vývoj v USA. Platí tedy citlivost na Bernankeho a US CPI, lze čekat vyšší volatilitu.

datum	EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
16.7	pondělí	11:00	EMU	CPI final		1,9%	1,9%
17.7	úterý	11:00	GER	ZEW		19,5	20,3

CEE region

- **Makro data:** Po datové smršti minulý týden (viz. přehled minulého týdne na následující stránce) nás v ČR nás čekají jenom maloobchodní tržby a PPI. Důležitější jsou právě tržby, měly by si udržet stále velice silné meziroční tempo růstu (+10%), což jenom utvrdí jestřábí část Rady v odhodlání sazby na červencovém zasedání polochtat.
- Z ostatních krajin regionu na SK důležitý údaj o HICP, což je právě tím kritériem, které bude rozhodujícím kvůli přijetí Eura. Vzhledem k tomu, že za mírným nárůstem CPI minulý týden bylo zejména imputované nájemné, které v HICP není, nemělo by HICP nepřijemně překvapit. Maďarsko a Polsko mají data o mzdách, což jsou klíčové data kvůli načasování dalších pohybů sazeb. Silnější mzdová data z PL by zvýšily pravděpodobnost hike v červenci (my to zatím vidíme na zářij), naopak, stejný vývoj v HU by snížil pravděpodobnost námi očekávaného červencového cutu.
- **FI:** Delší splatnosti na výnosových křivkách v Polsku a Maďarsku se budou vyvíjet zejména podle nálady na hlavních trzích. S kratšími splatnostmi můžou zejména v Polsku zamávat mzdové data. Rétorika členů bankovní rady je totiž i u zarytých jestřábů překvapivě mírná. Jak však vyplynulo z rozhoru s členkou bankovní rady Halinou Wasilewska-Trenkner, jedním z motivů dubnového hike byla touha zpomalit růst mezd. To se však nepodařilo, a proto v červnu dali ještě jeden hike. Kdyby dynamika mezd dále zrychlila, trh by po poklesu výnosů v minulém týdnu mohl opět začít panikařit.

- **ČR:** krátký konec v zásadě bez pohybu (silnější maloobchod by mohl část trhu přesvědčit, že to bude s růstem sazeb ještě rychlejší, než se zatím čeká – jestřáb Niedermayer taková očekávání v rozhovoru pro agenturu Bloomberg pochopitelně podpořil. Zároveň však řekl, že podporuje spíše menší než větší kroky, což znamená častější 25bp hiky, paragánská padina by se konat neměla.), na delším konci i díky absenci jakýchkoliv aukcí přes léto budou hrát prim globální vlivy.
- **FX:** Korunu vyhnaly problémy se subprime na druhé straně Atlantiku z teritoria kolem 28,65 a poslaly ji směrem k silnějším úrovním kolem 28,30 (některé fondy, u kterých je pravděpodobné, že měly pozice financované z české měny, je patrně zavíraly). Proti delšímu setrvalému posilujícímu trendu mluví sezónnost, skokové posílení typu minulého týdne samozřejmě nelze vyloučit. Fundamenty vidí korunu silnější, domníváme se, že další posílení koruny by jsme mohli vidět v případě nenadálého globálního záchvěvu spjatého s růstem nechuti k riziku (nebo pohyb opačným směrem naopak s obnovením carry) nebo překvapivého výsledku hlasování ČNB na konci měsíce (např. pokud by přeci jenom zvedla sazby o 50 bps.).
- Náladu vůči regionu budou formovat především data z USA, které by mohli ovlivnit ochotu investorů podstupovat riziko. Forint může nadále podporovat boj mezi společnostmi MOLEM a OMV (MOL bude při dalším skupování akcií konvertovat EUR do HUF). Hranice 245 se však zdá být technicky velice silná. Kdyby se jí předci jenom podařilo prolomit, následovalo by v rychlém sledu posílení až ke 242-243. Nálada vůči zlotému je pořád příznivá, další technickou hranicí je několikaleté minimum pod 3,73.

datum	EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
16.7	pondělí	9:00	SK	HICP inflace	1,4-1,5%	-	1,5%
16.7		14:00	PL	Průměrná mzda v podnikovém sektoru	8,5%	9,1%	8,9%
17.7	úterý	9:00	CZ	PPI (m/m)	0,3%	0,3%	0,6%
18.7	středa	9:00	HU	Průměrná mzda	-	8,1%	8,4%
19.7	čtvrtek	14:00	PL	Průmyslová produkce	7,4%	8,5%	8,1%
19.7		14:00	PL	Ceny průmyslových výrobců	1,8%	1,9%	2,2%
19.7		9:00	CZ	Maloobchodní tržby	10,0%	7,2%	8,1%
19.7		14:00	PL	Záznam ze zasedání centrální banky	-	-	-
20-25.7.			PL	Maloobchodní tržby	13,9%	14,9%	14,8%

Obrázek týdne: ABX indexy 2007



- Vedle vidíte graf vývoje jednoho ze subindexů indexu ABX, což je v podstatě index, sledující vývoj credit default swapů (v podstatě kreditní derivát povětšinou fungující jako pojištění pro případ neplnění z bondů) na specifické CDO obligace (obligace kryté jinými aktivy).
- Konkrétně se jedná o standardizovaný koš 20 CDO obligací, krytých rezidenčními hypotékami, přičemž na tomto obrázku je právě index sledující tranže s nejnižším investičním ratingem (BBB- a ekvivalentní) z ledna 2007.
- Od ledna 2007 zaznamenává tento index sestup, první příkrý sešup dolů byl patrný v únoru, druhý právě v červnu a v posledním týdnu. To souvisí právě s tím, jak investoři začali znovu akutněji vnímat problém subprime hypoték po hrozbách ratingových agentur.
- Relativně vyšší riziková averze pak ve spojení s touhle krizí vytáhly korunu.

Přehled otevřených doporučení

#	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 (%)
25	short USDEUR	09.01.07	31.9.07	USD 9M libor EUR 9M libor	1,3000	1,3795	6,12	5,58	11,2
30	short EUR/SKK	04.04.07	29.03.08	12M MM	3,74	33,21	1,03	0,66	2,39
31	short EUR/CZK	06.06.07	06.06.08	12M MM	3,21	28,18	0,33	0,65	6,55
32	long US IRS 10let	08.06.07	8.12.2007	USD 10Y IRS	5,78	5,73	5,2bp.		

Vzad hled

CZ+Region

- Koruna pod 28,40. Vzhledem k našemu otevřenému investičnímu doporučení long CZK/EUR to tady bylo přivítáno jakože „bylo na čase“. Proč tedy teď? Naším vysvětlením je, že se opět prohloubil problém

s nestandardními (subprime) hypotékami na druhé straně Atlantiku – měli jsme tady Bear Sterns a jeho fondy, teď se probudily z hibernace i ratingovky a zahrozily snížením ratingu. Obrázek týdne je výmluvný – ABX index (konstruovaný z credit-default swapů) dramaticky dolů, indexy rizikové averze nahoru. To už je pak jen krůček k „vycukání“ investorů a zavření pozic, mimo jiné i těch z koruny financovaných.

- V **ČR** pak ještě datová smršť – obchodní bilance téměř 7 mld. v plusu - jede EU a spálili jsme méně zemního plynu. Za 5 měsíců tak už přes 44 mld. přebytek, trend je pak jasný – ke konci roku by to lehce nad 80 mělo být. Což je plus pro strategii long CZK/EUR. CPI lehce nahoru (0,3 % m/m, 2,5 % r/r), spíše díky kuřivu a ropě než kvůli horké domácí spotřebitelské poptávce. Společně s nezaměstnaností (dolů na 6,3%) budou argumentem pro červencový hike ČNB. Že se naň většina Rady připravuje bylo zřejmé i ze zápisků ČNB z červencového zasedání.
- Ve zbytku regionu inflace, na **SLK** sice mírný nárůst, ale jenom díky imputovanému nájemnému, což je na druhé straně dobrá zpráva, protože se do HICP (důležitěmu kvůli Maastrichtu) nezapočítává. V **HU** inflace taky o desetinku nahoru (8,6%), nicméně nic dramatického, již na konci léta inflace opět poklesne. Držíme tudíž cut v červenci.

EMU

- Produkt. Hrubý, domácí. A finální číslo je +0.7 q/q a +3.1% r/r, tažen zejména investicemi (dobré pro budoucí produkční kapacitu) a vládami. Spotřebitelská poptávka naopak poklesla. Silný růst ale i tak jistě podpoří část partičky z ECB v tom, aby si s těmi sazbami nedala pokoj. Průmyslová produkce za květen taky vzrostla (2.5% r/r), i když oproti 1. čtvrtletí jsou data za květen i duben o něco slabší. Což by mohlo jiné části Boardu naznačit, že průmysl není již nejsilnější a házet mu pod nohy vyšší sazby není nejrozumnější. Nicméně, ještě jeden hike tam bude téměř najisto.

USA

- Dolar pokračoval v oslabování, primární příčinou byl podle agentur strach z dalšího zhoršování situace u subprime hypoték. Na konci týdne překvapivě slabé maloobchodní tržby: pokud by slabší chuť na nakupování Američanům vydržela, znamenalo by to pro americkou (a přeneseně světovou) ekonomiku problémy.

Prognóza peněžního trhu

	-1M (bb)		-1W (bb)		spot		3M sazby		
					ČS	+1M trh	rozdíl (bb)	ČS	+6M trh
USA	0	0	5,36%	5,4%	5,3%	2	4,8%	5,3%	-48
EMU	7	2	4,22%	4,2%	4,3%	-8	4,4%	4,6%	-25
CZ	8		3,01%	3,1%	3,2%	-14	3,3%	3,8%	-46
HU	-29	-2	7,60%	7,5%	7,6%	-10	7,0%	6,6%	36
PL	30	-1	4,77%	4,8%	4,8%	-8	5,2%	5,3%	-17
SK	4	-1	4,33%	4,3%	4,3%	-2	4,3%	4,4%	-6

Prognóza FI

	-1M (bb)		-1W (bb)		2Y			10Y		
			spot	+1M	+6M	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M	+6M
USA	-10	-7	4,92%	4,9%	4,5%	-7	-9	5,09%	5,1%	4,7%
EMU	2	-1	4,53%	4,4%	4,4%	-4	-8	4,60%	4,6%	4,6%
CZ	19		3,70%	4,0%	4,2%	5		4,47%	4,5%	4,7%
HU	-34	-9	6,91%	6,8%	6,5%	-24	-7	6,71%	6,5%	6,3%
PL	27	-5	5,19%	5,3%	5,6%	12	-3	5,62%	5,7%	5,5%

	-1M		-1W		10Y/2Y spread			10Y Spread to EMU		
			spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M
USA	14	19	17	19	20	52	50	49	54	10
EMU	14	15	7	11	20					
CZ	92		78	50	50	-22		-13	-6	9
HU	-30	-22	-20	-30	-15	231	209	211	195	170
PL	57	40	42	40	-10	85	96	101	110	85

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
CZ	3,59%	3,93%	4,12%	4,23%	4,31%	4,38%	4,43%	4,48%	4,52%	4,56%

Prognóza FX

	-1M (bb)		-1W (bb)		spot		FX		
					ČS	+1M trh	rozdíl (bb)	ČS	+6M trh
USD	3,0%	1,2%	1,379	1,38	1,38	0%	1,38	1,39	0%
CZ	-1,3%	-1,5%	28,21	28,6	28,2	2%	27,4	28,0	-2%
HU	-1,6%	-0,2%	246,2	245	247	-1%	250	248	1%
PL	-1,0%	-0,1%	3,759	3,75	3,74	0%	3,72	3,69	1%
SK	-2,1%	-0,9%	33,23	33,3	33,2	0%	32,5	33,1	-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	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

Head of Research	Friedrich Mostböck	+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	+43 501 00 115 23	guenther.artner@erstebank.at
akcie – sektor ropa, plyn	Tamás Pletser	+361 235 51 33	tpletser@erstebank.com
akcie – sektor bankovnictví	Guenter Hohberger	+43 501 00 173 54	guenter.hohberger@erstebank.at
akcie – sektor bankovnictví	Angelika Zwerenz	+43 501 00 119 03	angelika.zwerenz@erstebank.at
akcie – sektor telekomunikace	Andras Szalkai	+361 235 5134	andras.szalkai@erstebank.com
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+420 224 995 940	urbankovav@ersteinet.cz
akcie – sektor IT	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	daniel.lion@erstebank.at
akcie – sektor strojírenství	Gerald Walek	+43 501 00 163 60	gerald.walek@erstebank.at
akcie – sektor pojišťovnictví	Christoph Schultes	+43 501 00 163 14	christoph.schultes@erstebank.at

Brokerjet

On-line obchodování s CP +420 222 004 444 www.brokerjet.cz