Týdenní Start

Ľuboš Mokráš, Martin Lobotka, Jana Krajčová
e-mail: research@csas.cz

26.9.2011

Sumář pro tento týden

Hlavní trhy

- **Makro data:** Dat bude sice tento týden velké množství, ale pozornost by se měla soustředit především na německé IFO v Evropě a na spotřebitelskou důvěru a objednávky zboží dlouhodobé spotřeby v USA. U Indexu Ifo se čeká další, relativně mírný pokles. Rizikem je pokles výraznější, který by jednak naznačil, že německá ekonomika začíná být citelně postižena dluhovou krizí v EMU a pomalejší globální poptávkou a jednak by určitě pořádně zhoršil náladu na trzích. Volatilní objednávky zboží dlouhodobé spotřeby by měly po silném růstu lehce klesnout, v případě tohoto údaje je však překvapení skoro pravidlem. Trh bude sledovat hlavně objednávky kapitálového zboží očištěné o zbraně a dopravní techniku, což je proxy pro investice. U spotřebitelské důvěry se čeká nepatrné zotavení, tedy setrvání na velmi nízkých úrovních. Hlavním faktorem ovlivňujícím důvěru spotřebitelů je trh práce, vývoj spotřebitelské důvěry tedy naznačí také stav tohoto klíčově důležitého segmentu ekonomiky. Pozorně bude sledováno dění v Řecku a kolem Řecka a také zprávy týkající se dalších států postižených dluhovou krizí. 28.9. hlasuje finský parlament o EFSF, pokud by neschválil rozšíření jeho pravomocí, přililo by to olej do ohně. Promluví značné množství špičkových činitelů Fedu, mezi nimi ve středu Bernanke.
- **FX a FI:** Dolar posílil do okolí 1,35 k euru, krátkodobě by se tam měl držet. Riziko je na straně jeho dalšího posílení, pokud by z eurozóny přicházely znervózňující informace. Výnosy německých a amerických desetiletých dluhopisů se drží po 1,8%, což je úroveň ukazující na zcela extrémní úroveň nervozity a obav z budoucnosti. Předpokládáme, že v blízké budoucnosti se na těchto úrovních udrží. Zlato se propadá, příčinou je pravděpodobně potřeba likvidity kombinovaná s vybíráním zisků. Ani dalším komoditám se nedaří, ropa Brent klesla pod 105 USD/brl. Předpokládáme, že riziková aktiva v nejbližší budoucnosti zůstanou pod tlakem, protože nevidím bezprostřední katalyzátor návratu důvěry na trh.

datum	den	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
26.9	pondělí	10:00	GER	IFO		106,5	108,7
26.9		16:00	USA	Prodeje nových domů (miliony anualizovaně)		295	298
27.9	úterý	10:00	EMU	M3 (r/r)		1,9%	2,0%
27.9	úterý	16:00	USA	Spotřebitelská důvěra		46,5	44,5
28.9	středa	14:30	USA	Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby		-1,0%	4,0%
28.9	středa		GER	CPI předběžný (r/r)		2,4%	2,4%
29.9	čtvrtek	11:00	EMU	Index podnikatelského klimatu		-0,12	0,07
29.9	čtvrtek	11:00	EMU	index důvěry v ekonomiku		96,0	98,3
29.9	čtvrtek	14:30	USA	HDP 2Q (konečný)		1,2%	1,0%
30.9	pátek	8:00	GER	Maloobchodní tržby (r/r)		-1,0%	-1,6%
30.9	pátek	8:45	FRA	Spotřebitelské výdaje (r/r)		1,3%	
30.9		11:00	EMU	CPI předběžný (r/r)		2,5%	2,5%
30.9		14:30	USA	Osobní příjmy		0,1%	0,3%
30.9		14:30	USA	Osobní výdaje		0,2%	0,8%
30.9		14:30	USA	PCE jádrový (r/r)		1,7%	1,6%
30.9		15:45	USA	Chicago PMI		56,5	56,5
30.9		16:00	USA	Michiganský index spotřebitelské důvěry		57,8	57,8

CEE region

- **Makro data**: V regionu absolutně žádná významná data.
- **FI a FX**: Minulý týden jsme sledovali slábnutí regionálních měn. V pátek trápení polského zlotého, který se dostal až na 4,50, ukončila až intervence polské CB a státní banky BGK. Domníváme se, že trh testoval, kam až může beztrestně zajít, a na 4,50 vypadá být namalována čára v písku. Alespoň prozatím. V každém případě, dostat se přes 4,50 bude vyžadovat další eskalaci evropské dluhové krize, což však není vyloučeno. Určitě jsou tyto hodnoty mimo fundament, do voleb příští měsíc však bude přetrvávat spíše negativní sentiment na Polsko : dluhová krize v EMU, nejistota z voleb atd. I tak bychom ale kolem hodnot 4,50 budovaly opatrný short EURPLN. Kačka si pod regionálním tlakem také sáhla na 25, kde se objevila aktivita zajišťovatelů – to dle nás udrží kačku pod 25 i tento týden. Pravděpodobný je však tlak na oslabení – v říjnu/listopadu se podíváme i nad 25.

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Vyhlášky o poctivé prezentaci investičních doporučení (114/2006 Sb.) jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny www.csas.cz/analyza. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními je: www.csas.cz/analyza_upozorneni. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na výše uvedené webové adrese.

datum	CEE4	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
28.9	středa	9:00	HU	Míra nezaměstnanosti		10,8%	10,8%
29.9	čtvrtek	9:00	HU	PPI (r/r)		0,2%	-1,0%

Vzad hleď

CZ+Region

- **(SK)** Slovenský ministr financí Mikloš se snaží protlačit schválení navýšení EFSF na domácí scéně. Hlasování by mělo podle něj proběhnout do 11.10. a mělo by být spojeno s hlasováním o důvěře vlády.
- **(PL)** Polská průmyslová výroba přidala v srpnu 8,1 % r/r, vysoko nad očekáváním trhu 2,7 % a červencovými 1,8 %. Na to konto se nechala slyšet A. Zielinská-Glebocká z NBP, že to nezavdává příčinu ke změně v monetární politice. V situaci, kdy se očekává zpomalení ke konci roku, nevidí prostor pro další zvyšování sazeb.
- **(CZ)** Celá BR ČNB byla na čtvrtečním zasedání za neměnné sazby, první hike se tak určitě odsouvá až nejdřív hluboko do 2012. Snížení sazeb ale není na programu dne – to by musela ekonomika dále propadnout do recese. ČNB tak určitě vítá uvolněnější měnové podmínky skrze CZK a s tím se zatím spokojí.
- **(PL)** Polská CB v pátek už nemohla koukat napadající zloťák a tak začala intervenovat – z minima na 4,52 jej srazila v pátek až pod 4,40. Dle nás oslabení nad 4,50 už j bylo skutečně příliš – je zcela mimo fundament, avšak dluhová krize, podzimní volby a momentum dostaly poláka tam kam jej dostaly.

Svět

- **(EMU)** Agentura Standard & Poor's snížila italský rating kvůli obavám, že slábnoucí růst hospodářství a křehká vláda mohou komplikovat snahy o snížení zadlužení. Rating byl snížen z A+ na A s negativním výhledem. Znepokojivá je DD tendence – italské výnosy se pomalu, navzdory nakupující ECB, sunou nahoru (už teď jsou 5,7%), 5Y CDS jsou už zase poblíž historického maxima 500 bodů… Nebýt ECB, výnosy jsou na 8%, jakkoliv si myslíme, že je to nespravedlivé. Bohužel, to, co díky neschopnosti politiků pozorujeme v Evropě nyní, je run na státy. A run, jak známo, zabije i ex-ante solventní entitu. Posléze přišel MMF s tím, že USA a EMU se můžou znovu vrátit do recese pokud „nezačnou rychle řešit své problémy". No…těžko oponovat. I náš názor je ten, že politická paralýza je teď suverénně největším problémem. V každém případě, růst globální ekonomiky byl snížen na 4%, tahounem rozvíjející se trhy (i když i tam růst pomalejší). To se dotkne i české ekonomiky – momentálně děláme novou prognózu, růst ve 2012 půjde dolů pod 2%.
- **(EMU)** Zasedání Ecofinu ve Vratislavi nic nového nepřineslo. T. Geithner navrhl Evropě, aby EFSF použila jako rezervu pro úvěry od ECB, čímž by fakticky násobně zvýšila objem použitelných prostředků (pákový efekt, přístup ála USA 2008). Jeho nápad ale nenašel u evropských ministrů financí pochopení.
- **(EMU)** Koncem týdne naznačili guvernéři Bundesbanky Weidmann a rakouské CB Nowotny, že ECB na dalším zasedání 6.10. bude zvažovat delší refinanční operace (12M). Dle nás správný krok v situaci zadrhávajícího mezibankovního trhu, ale krize nepůjde spát dokud se razantně do situace nevloží vlády.
- **(GRE)** Řecký předseda vlády Papandreu zrušil cestu do USA, aby doma prosadil požadované škrty. EU a MMF zatím neposlaly zpět do Řecka inspektory, kteří mají hodnotit plnění podmínek (po té, co před několika týdny právě z důvodu jejich neplnění odjeli). Do médií se dostal seznam 15 požadovaných opatření, která EU a MMF předložily Řecku pro uvolnění další tranše. Jde mimo jiné o propouštění státních zaměstnanců, snížení mezd a penzí, uzavření některých státních organizací, omezení výdajů na zdravotnictví a urychlení privatizace. Řeckým tiskem zveřejněná zpráva, že premiér zvažuje referendum o tom, jestli zůstat v EUR, se nám jeví jako sebevražda. Deprese pro Řecko by v tom případě byla jistotou… Telekonference s představiteli EU a MMF dopadla podle řeckého minstra financí Venizelose dobře. Tento týden do Řecka dorazí mise EU k dalšímu vyjednávání a Venizelos bude mezitím jednat s MMF na jeho výročním zasedání. Venizelos také vyzval parlament, aby schválil další snížení výdajů, které je potřeba, aby Řecko vyhovělo podmínkám pro uvolnění další pomoci. Problém je v tom, že ekonomika je v dluhové spirále (snížení deficitu stále více zpomaluje ekonomiku a tím je ještě těžší cíle deficitu splnit). Ani nekončící vlna stávek situaci nevylepšuje (dnes 24h stávka v dopravě, na říjen svolávají odbory 2 generální stávky). Řecko prostě musí zkrachovat – i když tímto opakováním si připadám jako jeden panovník s Kartágem.
- **(EMU)** Dluhová krize se pomalu sune do reálné ekonomiky – komerční banky v úterý v 7D tendru od ECB vzaly 200 mld. EUR, nejvíce od února, což je jasný znak toho, že se bojí. Společně s EURIBOR-OIS spreadem na 80 bodech a růstem využívání marginální facility neklamný znak, že je postižen mezibankovní trh. Špatný, špatný…
- **(EMU)** Náladě nepřidaly ani další zprávy, které ukazují, jak se hroutí důvěra – pilíř oživení. Například, že některé čínské banky (např. B of China) přestaly dělat swapy s evropskými bankami (SocGen,BNP Paribas). Nic moc pro image…
- **(EMU)** Ministři financí Belgie a Španělska se vyslovili pro zavedení daně z finančních transakcí na úrovni EMU pokud se na ní nedokáže dohodnout celá EU. A to asi nedokáže, jelikož jejímu zavedení brání UK. Britové se totiž obávají, že by se finanční instituce začali stěhovat z Londýna – navrhovali, aby se na ní dohodla G20, ale minimálně Američané jsou jednoznačně proti. Nad účelností této tzv. Tobinovi daně (měla by mimo jiné omezit spekulativní obchody) nikdy nepanovala shoda. Každopádně ale platí, že na čím menším území bude zavedena, tím menší bude mít efekt (vytěsní transakce na daňově přívětivější trhy).
- **(USA)** Prezident Obama představil plán na snížení deficitu o 3 biliony USD během následujících 10-ti let. Výměnou za zvýšení daní pro bohaté (mimo jiné i milionářskou „Buffetovu" daň) nebude vetovat snahy republikánů o snížení prostředků v zdravotnickém programu Medicare. Jelikož republikáni (pod tlakem Tea Party) odmítají jakékoliv zvyšování daní, vypadá to na další vleklý střet (Kongres musí schválit rozpočet do 23. prosince, jinak přichází na řadu automatické snižování výdajů) a ze strany Obamy na konec ústupků a začátek boje o voličské hlasy. Možná ještě důležitější než výsledek, bude pro trhy

způsob, jakým se k němu dojde – tedy otázka, zda se politici dokáží dohodnout. Po tahanicích okolo navýšení dluhového stropu v půlce prázdnin, už si asi moc lidí žádné iluze nedělá.

- **(USA)** Zasedání FOMC ve středu pár změn přineslo, ale jejich dopad na ekonomiku… no, těžko říct, ale my jsem názoru, že možnosti Fedu jsou již v této situaci limitovány a měla by se do situace rozhodně vložit vláda. Co tedy Fed udělal: 1) zhoršil výhled (čekat se dalo, ale akcie stejně dolů) 2) oznámil operaci „Twist“ (zkroucení), kde bude za 400 mld. USD nakupovat dlouhé bondy a prodávat krátké ze svého portfolia. 3) Z maturujících dluhopisů, které už má, bude kupovat MBS Cíl? Dále stlačit dlouhý konec a pomoc investicím a hypionám…No…chvályhodné, ale když jsou výnosy na 50-letých minimách, tohle už moc nepomůže…A navíc, objem směšně malý…a navíc do 06/12… Prostě nula celá nula nic…Navíc, stlačování dlouhých sazeb zatím ani moc nezabírá. Sazby hypoték jsou v USA na rekordních minimech (4,09 na 30 let), ale nové žádosti (včetně refinancování) nerostou. Refinancování hypoték na nižší sazby by mělo ulevit domácnostem a podpořit tak spotřebu. Problém je, že masivní refinancování se nekoná. Ceny domů jsou často nižší než výše úvěru (zhruba ve 27% případů), takže ho žádná banka nepřefinancuje. Kredibilita dlužníků poklesla (do toho nezaměstnanost) a banky jsou o poznání opatrnější.
- **(UK)** Další pomoc ekonomice zvažuje i BoE. Podle zápisu z posledního zasedání (8.9.), na kterém ještě hlasování o navýšení balíku na nákup bondů z 200 na 250 mld GBP dopadlo 1:8 pro „nenavýšení“, se tento krok s velkou pravděpodobností v budoucnu může jevit jako nevyhnutelný. Dále se diskutovalo i o prodloužení durace portfolia a dalším snížení klíčové sazby (aktuálně 0,5 %), kterou BoE považovala za neprolomitelnou (raději přistoupila ke QE).
- **(EMU)** Ve čtvrtek data za PMI ukázala, jak se přelévá nervózní situace na trzích (mezibankovních, například) do reálné ekonomiky. PMI v průmyslu spadnul v září na 48,4, ve službách na 49,1. Poprvé od léta 2009 se tak index služeb dostal pod 50, průmysl zůstal pod 50 podruhé po sobě. Pro nás je nepříjemné, že se na hranici 50 dostal i německý průmysl a služby. Co tato data jasně křičí na evropské lídry je: začněte jednat rychle. Jak učí americká zkušenost z roku 2008 (a ve čtvrtek to řekl Geithner), je, že „pokud necháte tyto obavy růst, je velice těžké a mnohem dražší to pak zastavit“. Vyjádřil rovněž přesvědčení, že se politici v EMU v nejbližší době postaví k situaci razantněji. I já věřím, že se potvrdí stará pravda, že politici – když nemají jinou možnost – udělají správnou věc.
- **(USA)** I když v Americe žádná sláva na trhu práce (nové žádosti o podporu v nezaměstnanosti 423 tis.), lepší US předstihové indikátory (4. po sobě jdoucí růst, teď na 116,2) a horší prům.objednávky (za 07/11) v EMU na další tlak proti EUR stačily. Dle očekávání se EUR dostalo pod 1,35, což je fundamentálně odůvodnitelná hranice. ProtiEURový sentiment v nejbližších dnech dále zatlačí na euro – je velice pravděpodobné, že se podíváme pod 1,30.

Prognóza peněžního trhu

3M sazby

	-1M	-1W	spot	+1M			+6M		
				ČS	forward	rozdíl (bb)	ČS	forward	rozdíl (bb)
USA	0,32%	0,35%	0,36%	0,3%	0,4%	-10	0,3%	0,5%	-25
EMU	1,48%	1,48%	1,49%	1,6%	1,2%	39	1,6%	1,0%	62
CZ	1,2%	1,2%	1,17%	1,2%	1,4%	-15	1,4%	1,1%	31
HU	5,0%	5,8%	5,35%	6,1%	6,3%	-23	6,1%	6,7%	-60
PL	4,7%	4,8%	4,76%	4,7%	4,8%	-7	4,9%	4,6%	22

Prognóza FI

FI - swapy

	2Y					10Y				
	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M	+6M	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M	+6M
USA	2	3	0,52%	0,6%	0,8%	-37	-16	1,98%	2,5%	2,7%
EMU	-13	-9	1,38%	1,6%	1,8%	-37	-4	2,44%	2,9%	3,2%
CZ	-10	-6	1,37%	1,4%	2,0%	-31	-11	2,17%	2,5%	3,1%
HU	62	22	6,67%	6,4%	6,4%	61	21	7,26%	6,8%	6,9%
PL	20	7	4,75%	5,2%	5,3%	28	8	5,15%	5,5%	5,7%

FI - spready

	10Y/2Y spread (bb)					10Y Spread to EMU (bb)				
	-1M	-1W	spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M
USA	107	127	146	190	195	0	-12	-46	-45	-45
EMU	83	112	107	135	135					
CZ	59	75	80	108	115	6	-7	-27	-37	-3
HU	58	58	59	40	45	98	25	482	390	370
PL	48	40	40	30	45	65	12	271	260	255

CZ Swapy

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
CZ	1,15%	1,37%	1,42%	1,53%	1,69%	1,81%	1,91%	2,00%	2,09%	2,17%

Prognóza FX

FX

	-1M	-1W	spot	+1M			+6M		
				ČS	forward	diff (bp)	ČS	forward	diff (bp)
USD	1,45	1,37	1,339	1,34	1,34	0%	1,35	1,34	1%
CZ	24,1	24,7	24,87	24,7	24,9	-1%	23,9	24,8	-4%
HU	272	292	290,7	269	291	-8%	267	295	-9%
PL	4,15	4,37	4,396	4,11	4,50	-9%	3,90	4,86	-20%

KONTAKTY

HTTP://WWW.CSAS.CZ/ANALYZA

Odbor Ekonomické a strategické analýzy			
Ředitel odboru, Hlavní ekonom	**David Navrátil**	+420/224 995 439	dnavratil@csas.cz
Makro tým (Střední Evropa)	Jana Krajčová	+420/224 995 232	jkrajcova@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, CEZ & NWR)	Petr Bártek	+420/224 995 227	pbartek@csas.cz
Akciový tým (ČR, CEE Media)	Václav Kmínek	+420/224 995 289	vkminek@csas.cz
Akciový tým (market analyst)	Martin Krajhanzl	+420/224 995 434	mkrajhanzl@csas.cz
Úsek Finanční trhy – prodej a obchodování			
Ředitel úseku	**Libor Vošický**	+420/224 995 800	lvosicky@.csas.cz
	Robert Novotný	+420/224 995 148	rnovotny@csas.cz
Oddělní Debt Capital markets - ředitel	**Tomáš Černý**	+420/224 995 197	tcerny@csas.cz
	Alice Racková	+420/224 995 197	arackova@csas.cz
	Martin Chudoba	+420/224 995 138	mchudoba@csas.cz
Odbor Obchody treasury – ředitel odboru	**Tomáš Picek**	+420/224 995 511	tpicek@csas.cz
Odbor Obchody na kapitálových trzích – ředitel odboru	**Ondřej Čech**	+420/224 995 577	ocech@csas.cz
Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty– ředitel odboru	**Viktor Kotlán**	+420/224 995 217	vkotlan@csas.cz
Odbor Proprietary trading	Robert Novotný	+420/224 995 417	rnovotny@csas.cz
Úsek Investiční bankovnictví			
Ředitel úseku	**Jan Brabec**	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
Oddělní Private Equity a Venture Capital	**František Havrda**	+420/224 995 836	fhavrda@csas.cz
Oddělní korespondenční bankovnictví– ředitel	Barbora Procházková	+420/224 995 338	bprochazkova@csas.cz
Odbor Finanční instituce – ředitel odboru	**Pavel Bříza**	+420/224 995 176	pbriza@csas.cz
Odbor Primární emise – ředitel odboru	**Antonín Piskáček**	+420/224 995 810	apiskacek@csas.cz
	Hanna Zikmundová	+420/224 995 259	hzikmundova@csas.cz
M&A	**Frank Nosek**	+420/224 995 231	frank.nosek@erste-cf.com
	Jan Vrátník	+420/224 995 211	jan.vratnik@erste-cf.com
Erste Bank Vídeň – CEE Equity			
Head of Group 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, CFA	+43 501 00 115 23	guenther.artner@erstebank.at
akcie – sektor stavebnictví a ocel	Franz Hoerl	+43 501 00 18 506	Franz.hoerl@csas.cz
akcie – sektor bankovnictví	Guenter Hohberger	+43 501 00 173 54	guenter.hohberger@erstebank.at
akcie – sektor bankovnictví	Gernot Jany	+43 501 00 119 03	Černot.jany@erstebank.at
akcie – sektor telekomunikace	Thomas Unger	+43 501 00 17 344	Thomas.unger@erstebank.com
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+43 501 00 17 343	Vladimira.urbankova@erstebank.at
akcie – sektor IT	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	daniel.lion@erstebank.at
akcie – sektor strojírenství	Gerald Walek, CFA	+43 501 00 163 60	gerald.walek@erstebank.at
akcie – sektor pojišťovnictví	Christoph Schultes	+43 501 00 163 14	christoph.schultes@erstebank.at
akcie – sektor doprava	Martina Pasching	+43 501 00 11 913	martina.pasching@erstebank.at
Erste Bank Vídeň –Macro/Fixed Income			
Head of Macro/ Fixed Income Research	Gudrun Egger	+43 501 00 119 09	Gudrun.Egger@erstebank.at
Co-Head of CEE Fixed Income Research	Rainer Singer	+43 501 00 111 85	rainer.singer@erstebank.at
Co-Head of CEE Fixed Income Research	Juraj Kotian	+43 501 00 173 57	juraj.kotian@erstebank.at
Brokerjet	On-line obchodování s CP	+420 224 995 777	www.brokerjet.cz