

SPECIÁL: 007 ve 3 alternativách

„Soft-landing“ v US (= hlavní scénář) je pro emerging markets nejlepší variantou

12. ledna 2007

Téměř pokaždé lze kromě tzv. „základního scénáře vývoje“ identifikovat i možné vývoje alternativní. Pro rok 2007 panuje ovšem mezi prognostiky neobvykle velká nejistota o tom, který ze scénářů nastane. Dovoluji si proto zaslat hlavní obrysy tří často diskutovaných scénářů. Jak lze z tabulky vyčíst, i vývoj české koruny a úrokových sazeb bude letos hodně záviset na tom, do jaké míry bude americký spotřebitel schopen vyrovnat pokles příjmů plynoucích z rostoucích cen nemovitostí (prostřednictvím tzv. MEWs – mortgage equity withdrawals) z jiných zdrojů...

	Makro	Sazby/výnosy	EUR/USD	Akcie	Emerging mkts
(1) Základní scénář trhů (soft-landing)	Zpomalení v US na 2,6-2,8% z loňských 3,3%. Headline inflace kolem 2,5%. Ropa stabilní.	FF mírně dolů na 5%, ale obrovský rozptyl v očekáváních. My čekáme 4,5% (pokud core inflace pod 2%) a první cut už 3/07 (trh jen 5%). 10Y UST mírně nahoru na 4,95%. Podle nás spíše kolem 4,7%. ECB na 4% (my: 3,75%)	Konsensus dle BBG je 1,33 na 12/07. My vidíme větší oslabování na 1,35-1,40.	US trh: čeká se další pokles P/E při růstu cen kolem 7,2% a EPS 4-5% (strategové, analytici jsou stran EPS optimističtější)	Nejlepší scénář pro EM (nízké US výnosy a stabilní makro). Může ale vzrůst volatilita. CZK/EUR na 27,3, sazby na 3,0-3,25%.
(2) Rychlejší US růst (no fears)	Nemovitosti (MEW) neuberou spotřebiteli tolik + probral se trh práce. Růst kolem 3-3,5%. Dobré i pro Evropu a EMs. Ropa nahoru.	Klíčová otázka: budou podniky na růst mezd reagovat cutováním marží (nižší sazby) nebo růstem cen (vyšší sazby). FF na 5,75% a rizika nahoru; 10Y UST směrem k 5,5%. ECB nad 4,0%.	Posílení na 1,20-1,25. Nejistotou (směrem k nižšímu EUR/USD je Asie).	Růst zisků nad 8,5%, ale ještě rychlejší růst cen => konečně růst valuací. Uzavírání FED Modelu oběma směry (růst výnosů bondů, pokles výnosů akcií).	Vyšší sazby v US = odliv peněz z EMs, i když měny mohou profitovat z růstu exportů (exportní akcie moc v CEE nejsou). Ropa nahoru, ale zřejmě pod maximem 06. FI nic moc (revize sazeb v HU a PL díky ECB). CZK/EUR na 27,0, sazby na 2,75-3,0%.
(3) Pomalejší US růst (hard-landing)	Nemovitosti, ropa a přísný Fed = zpomalení k 0-1,5% růstu. Ropa klesá.	Po zjištění hard-landing FF prudce dolů na 4%, totéž 10Y UST.	USD nejprve padá pod 1,35, ale po nákaze zbytku světa nízkým růstem převáží „safe-haven“ pocit a USD posiluje nad 1,25.	Akcie padají o 10%, jedinou dobrou investicí je USD a americké bondy. ECB cutuje pomaleji a Evropské akcie tak padají více.	EM padá. CZK relativně stabilní vůči zbytku, protože se zavírají pozice z ní financované. CZK/EUR 28,50-29,00 a sazby 3-3,5%.

Zdroj: Česká spořitelna, Bloomberg, Business Week