

Ľuboš Mokráš, Mária Fehérová
tel.: 224 995 439 / 232, e-mail: lmokras@csas.cz, mfeherova@csas.cz

20.8.2007

Sumář pro tento týden

USA

- **Makro data:** tento týden opět chudý na makroekonomické údaje. Až v pátek přijdou objednávky dlouhodobé spotřeby a prodeje nových domů. Oba údaje mohou mít značný dopad, především pokud by byly slabé. To by posílilo přesvědčení, že se Fed nevyhne snížení sazeb. Sledováno bude opět především dění kolem subprime hypoték a návazné problémy kreditu. Uvidíme, zda páteční snížení diskontní sazby bude stačit na zklidnění trhů.
- **FX a FI:** Trhy by měly zůstat hodně volatili a nervózní. Páteční pozitivní reakce na snížení diskontní sazby může být jen přechodná, především pokud by na trh přišly zprávy o dalších problémech finančních institucí (což se stalo už v pátek pozdě večer – zkrachovala společnost Sentinel Management Group).

datum	USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
24.8	pátek	14:30	USA	Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby		1.00%	1.40%
24.8		16:00	USA	Prodeje nových domů		825000.00	834000.00

Evropa

- **Makro data:** V Evropě také relativně málo důležitých dat. ZEW by mohl ukázat jak analytici a investoři vidí rizika svázaná s neklidem na finančních trzích. Riziko je na straně většího než očekávaného poklesu.
- **FX a FI:** Stejně jako v USA by měla pokračovat zvýšená volatilita. Tón by měly nadále udávat USA a trh bude sledovat především zprávy ohledně zdraví finančních institucí.

datum	EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
21.8	úterý	11:00	GER	ZEW		85.50	88.20
22.8	středa	11:00	EMU	zakázky v průmyslu		12.10%	9.10%
23.8	čtvrtek	8:00	GER	HDP - struktura		0.30%	0.30%
24.8	pátek	10:00	EMU	PMI průmysl (předběžné)		54.50	54.90
25.8	sobota	11:00	EMU	PMI služby (předběžné)		57.00	57.50

CEE region

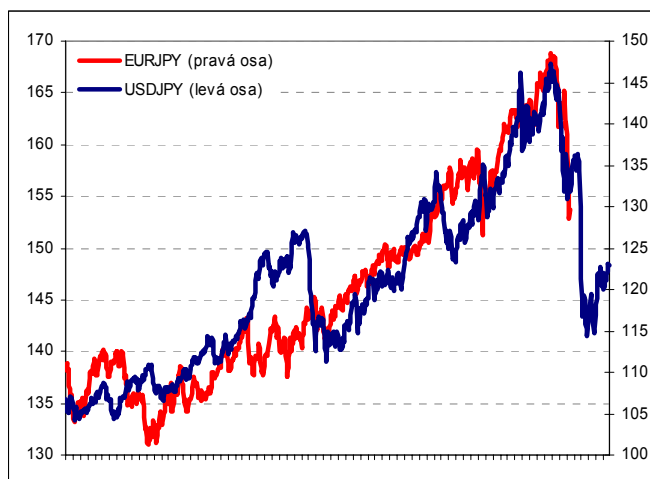
- **Makro data:** V pondělí je v Maďarsku svátek, zbytek regionu čeká práce. Žádná extra důležitá makro data však na programu nejsou, oživením bude jenom Polsko. Průmyslová produkce by měla podle našeho odhadu urychlit a opět dosáhnout dvojciferného růstu. Důvodem je, že vymizí efekt menšího počtu pracovních dní. Maloobchodní tržby v závěru týdne potvrdí, že poptávka ze strany domácností je pořád silná a lidi neztrácejí chuť utrácet. Naopak, v Maďarsku tržby v maloobchodu nadále nedosahují úroveň minulého roka, jelikož balíček na ozdravení rozpočtu výrazně omezil kupní sílu domácností (pozor, na rozdíl od Polska se zde jedná o číslo očištěné o inflaci, tj., reálné maloobchodní tržby).
- **FX a FI:** Politické dění bude zajímavé zejména v ČR a Polsku. Polský parlament se 22. srpna vrací z prázdnin, klíčové hlasování o předčasných volbách se však očekává až začátkem září. Vláda chce totiž ještě stihnout schválit některé nekonfliktní zákony jako třeba ty potřebné na zapojení Polska do Schengenu. V české Poslanecké sněmovně by se mělo odehrát třetí (finální) hlasování o návrhu fiskální reformy. Vyjednávání můžou být kvůli poslanci Tlustému ještě zapeklitá (údajně však nebude dělat problémy). Na trhy by však hlasování mělo vliv jenom pokud by reforma neprošla a i zde by měla být reakce spíše jenom málá. Mnohem důležitější jsou v současnosti totiž globální faktory. Panika na hlavních trzích zatím nejeví známky výraznějšího oslabování a regionální měny jsou pořád pod tlakem. Pokud se situace neuklidní, bude region pokračovat v oslabování a česká koruna naopak dále posílí. Z technického hlediska je důležité sledovat hladiny 3,84 a 3,86 pro PLN, 260 a 264,7 pro HUF a 33,7 pro SKK. Zvýšená nervozita škodí i dluhopisem. Riziková přírážka vůči euru vyskočila během týdne o 30-40 bodů v Polsku a na maďarských dluhopisech do konce o 35-55 bodů!

datum	CEE4	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
20.8	pondělí	14:00	PL	Průmyslová produkce (% y/y)	10.1%	10.5%	5.6%
20.8		14:00	PL	Ceny průmyslových výrobců (% y/y)	1.5%	1.5%	1.8%
23.8	čtvrtek	14:00	PL	Záznam z červencového zasedání CB	-	-	-
24.8	pátek	9:00	HU	Malobchodní tržby (% y/y)	-1.6%	-1.7%	-2.8%
21-27.8.		10:00	PL	Malobchodní tržby (% y/y)	16.9%	16.9%	16.2%

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	1,3500	3,84	3,20	5,2
30	short EUR/SKK	04.04.07	29.03.08	12M MM EUR/SKK	3,74 33,47	33,59	1,42 -0,36	-0,52	-1,38
31	short EUR/CZK	06.06.07	06.06.08	12M MM EUR/CZK	3,21 28,40	27,74	0,66 2,39	2,14	10,74
32	long US IRS 10let	08.06.07	8.12.2007	USD 10Y IRS	5,78	5,44	34,8bp.		

Obrázek týdne: Déja vu



- Dnešní graf ukazuje srovnání vývoje kurzu jenu k dolaru od roku 1996 do roku 1998 a jenu keuru od roku 2005 do současnosti.
- V obou případech bylo oslabení jenu taženo carry trades (obchody využívajícími úrokového diferenciálu) a v obou případech tento typ obchodů zničila finanční krize. V roce 1998 to byla asijsko/ruská krize, v současnosti je to americká hypoteční krize.
- Dělat příliš velké analogie se nevyplatí, není proto jisté, že se kurz jenu keuru bude do budoucna nadále vyvíjet v tak pěkném souladu se svým vzorem zpřed skoro deseti let.

Stalo se

USA

- Uplynulý týden přinesl řadu údajů. Z nejdůležitějších: Jádový CPI a PPI v souladu s očekáváním, pro trh dobrá zpráva. Zvýšení celkového PPI je přechodné, pokles cen ropy povede k poklesu toho indikátoru. Maloobchodní tržby a průmyslová výroba mírně rostly. Růst je sice pomalý, ale zatím je. Zahájené stavby domů opět o něco poklesly. Je to negativní z hlediska výkonnosti ekonomiky, ale pozitivní z hlediska nastolení rovnováhy na trhu s nemovitostmi. Index filadelfského Fedu podstatně slabší než se čekalo, což je sice varovné, ale jde pouze o lokální údaj, který by musel být potvrzen celostátními indexy typu ISM.
- Na konci týdne Fed snížil diskontní sazbu z 6,25% na 5,756% a konstatoval, že rizika pro ekonomiku

v souvislosti s turbulencemi na finančních trzích rostou. Dalším logickým opatřením pokud snížení diskontní sazby nebude dostatečné je snížení hlavní overnight sazby na fed funds.

ČR + region

- Tenhle týden promluvil viceguvernér ČNB Luděk Niedermayer, který vyjádřil přesvědčení, že klíčové sazby by měly zamířit výš. Stojí tak na stejné straně barikády jako Mojmir Hampl, zatím co Robert Holman naopak nevidí důvod se zvyšováním sazeb pospíchat. Vzhledem k tomu, že koruna je nyní o 2-3% silnější než ČNB předpokládala v prognóze a vzhledem na nejistoty ohledně dalšího počínání ECB si myslíme, že šance na srpnové zvýšení sazeb v ČR se výrazně ztenčily. Stále však držíme scénář

jednoho hiku do konce roku (o 25 bodů) a pro konec příštího roku předpokládáme klíčovou sazbu na úrovni 3,75%.

- Maďarským aktivům kromě zvýšené rizikové averze uškodily i data. Ekonomika ve druhém kvartálu v srovnání s předešlým rokem vzrostla pouze o 1,4%. Příčiny zatím nejsou známy (struktura bude zveřejněna až později, pravděpodobně byla nižší vládní spotřeba a investice), každopádně jde o nejslabší růst od roku 1996. Inflace poklesla včetně jadrové složky. Mzdy sice urychlily, ale to jenom kvůli dřívější výplatě bonusů ve veřejném sektoru. Dynamika mezd v privátním sektoru bez bonusů (centrální bankou více sledovaný ukazatel) naopak zpomalila. Z hlediska dat tedy jasný prostor pro snížení sazeb. ALE, maďarská centrální banka bere v potaz i sentiment na trhu, který maďarským aktivům momentálně nekloněný není. Proto roste riziko, že by mohla odsunout námi i trhem očekávaný srpnový cut na později. Navíc už i podle oficiálních

zdrojů by mohly ceny potravin zaznamenat šok a vzrůst o 10-15% (odhad ministerstva financí). I když jde o položku mimo dosah měnové politiky, obavy ze sekundárních dopadů by mohly přibrzdit tempo uvolňování měnové politiky.

- Jak jsme předpokládali, v Polsku data neumazala očekávání o tom, že klíčové sazby budou muset brzy vzrůst. Inflace sice poklesla o 0,3 procentního bodu na 2,3%, což je opět pod cílem centrální banky (2,5%). Důvody však byly spíše technické (efekt srovnávací báze) a drtivá většina prognostiků včetně samotné centrální banky takovýhle vývoj čekala. Po dalším poklesu v srpnu začne od září inflace opět růst. Mzdy v podnikovém sektoru si nadále udržují vysokou dynamiku (9,3%), což spolu se svižným růstem zaměstnanosti vede k podstatnému zvyšování kupní síly domácností. V prosinci čekáme klíčovou sazbu na úrovni 5,0%, což je o 50 bodů víc než v současnosti.

Prognóza peněžního trhu

	-1M (bb)		-1W (bb)		3M sazby			+6M		
	spot	ČS	+1M trh	rozdí (bb)	ČS	trh	rozdí (bb)			
USA	5,4%	5,6%	5,50%	5,2%	5,1%	12	4,7%	4,6%	14	
EMU	4,2%	4,5%	4,65%	4,4%	4,3%	1	4,4%	4,2%	19	
CZ	3,1%	3,3%	3,28%	3,3%	3,3%	-3	3,6%	3,6%	-4	
HU	7,5%	7,8%	7,77%	7,4%	7,7%	-25	6,7%	7,3%	-54	
PL	4,8%	4,9%	4,92%	5,0%	5,0%	-5	5,3%	5,4%	-14	
SK	4,4%	4,4%	4,31%	4,3%	4,3%	-1	4,3%	4,5%	-12	

Prognóza FI

	-1M (bb)		-1W (bb)		2Y			10Y		
	spot	+1M	+6M	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M	+6M		
USA	4,8%	4,5%	4,20%	4,7%	4,4%	5,0%	4,8%	4,70%	4,8%	4,6%
EMU	4,4%	4,2%	4,01%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,30%	4,6%	4,7%
CZ	3,6%	3,8%	3,72%	3,7%	4,1%	4,4%	4,5%	4,31%	4,5%	4,8%
HU	6,8%	7,2%	7,53%	7,0%	6,4%	6,6%	6,9%	7,17%	6,6%	6,3%
PL	5,1%	5,2%	5,32%	5,3%	5,6%	5,6%	5,6%	5,73%	5,5%	5,5%

	-1M		-1W		10Y/2Y spread			10Y Spread to EMU		
	spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M		
USA	18	34	50	10	20	51	45	39	20	-7
EMU	2	13	30	18	27					
CZ	81	69	59	87	63	0	11	1	-5	9
HU	-22	-34	-36	-40	-9	218	253	287	200	164
PL	48	38	41	25	-8	113	121	142	90	85

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
CZ	3,55%	3,76%	3,88%	3,96%	4,04%	4,10%	4,17%	4,23%	4,29%	4,35%

Prognóza FX

	-1M (bb)		-1W (bb)		FX			+6M		
	spot	ČS	+1M trh	rozdí (bb)	ČS	trh	rozdí (bb)			
USD	1,38	1,37	1,350	1,40	1,35	4%	1,34	1,36	-1%	
CZ	28,2	28,1	27,78	28,0	27,7	1%	27,4	27,6	-1%	
HU	246	252	257,0	253	257	-2%	249	259	-4%	
PL	3,77	3,78	3,825	3,80	3,81	0%	3,71	3,80	-3%	
SK	33,2	33,5	33,68	33,1	33,7	-2%	32,2	33,5	-4%	

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 – 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 ropa, plyn	Guenther Hohberger	+43 501 00 173 54	guenther.hohberger@erstebank.at
akcie – sektor bankovnictví	Gernot Jany	+43 501 00 119 03	gernot.jany@erstebank.at
akcie – sektor telekomunikace	Vera Sutedja, CFA	+43 501 00 119 05	vera.sutedja@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, CFA	+43 501 00 163 60	gerald.walek@erstebank.at
akcie – sektor pojišťovnictví	Christoph Schultes	+43 501 00 163 14	christoph.schultes@erstebank.at
Head of Macro/ Fixed Income Research: Global Macro	Veronika Lammer	+43 501 00 119 09	veronika.lammer@erstebank.at
Head of CEE Macro/ Fixed Income Research	Rainer Singer	+43 501 00 111 85	rainer.singer@erstebank.at
Brokerjet	On-line obchodování s CP	+420 222 004 444	www.brokerjet.cz