

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

27.8.2007



USA

- **Makro data:** tento týden relativně hodně dat, důležitými samozřejmě data o HDP (očekávání se přehodnotily, zejména díky exportu), i když v současné situaci by zřejmě jenom velice velké pozitivní překvapení mělo vliv na trh (v podstatě každý teď čeká, že Fed půjde se sazbou dolů – nejspíše 18.9.). Pro FED bude určující i PCE index jádrový, což je jeho primární inflační ukazatel, bude důležité, jestli se situace na dluhovém trhu dále upokojí a jestli data samotná dají FEDu opětovně příležitost se zaklínat na nejbližším zasedání inflací. V současné situaci budou mít spíše historický význam poznámky z posledního zasedání FOMC.
- **FX a FI:** Na nervozitě trhů se nejspíše nic nezmění, i když jsou známky lehce se uklidňující situace (ceny krátkých amerických vládních bondů klesly přes týden). Otázkou zůstává, jak dlouho takhle volatilita vydrží. Samozřejmě, delší období působí psychologicky na Fed., druhá věc je, že by to mohlo způsobit těžkou hlavu více institucím, které spoléhají na krátkodobé financování (a to nejen hedge fondy; Bloomberg oznámil, že v nejbližších 90 dnech bude maturovat cca 550 mld. USD krátkodobých komerčních papírů). Situaci jistě vyostří jakákoliv mrtvola á la Soward, která vyplave od nějakého hedge fondu nebo banky na povrch.

datum	USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
27.8	pondělí	16:00	USA	Prodeje existujících domů		5,7 mil	5,75 mil
28.8	úterý	16:00	USA	Spotřebitelská důvěra		105.30	112.60
28.8			USA	FOMC minutes			
30.8	čtvrtek	14:30	USA	HDP (2.odhad)		4.00%	3.40%
31.8	pátek	14:30	USA	Osobní příjmy		0.30%	0.30%
31.8		14:30	USA	Osobní výdaje		1.90%	1.90%
31.8		14:30	USA	PCE index jádrový		1.90%	1.90%
31.8		15:45	USA	Chicagský PMI		53.00	53.70

Evropa

- **Makro data:** V Evropě také mnohem důležitější data, než minulý týden. M3 je již tradičně sledován ECB, i když pochybuji, že se stane něco takového, co by ECB vůbec komentovala. Na postoji ECB se – mnoho lidí se domnívalo - nic nezměnilo ani kvůli současné situaci na kreditním trhu (jak praví stránka ECB „The position of the Governing Council of the ECB on its monetary policy stance was expressed by its President on 2 August 2007“), nicméně v pátek ještě vyšla na Reuters zpráva, že „zdroj z ECB řekl, že tato reference neznamená nutně hike na nejbližším zasedání“, takže uvidíme. Nicméně další důvod, proč by mohla ČNB počkat.
- **FX a FI:** Evropa by měla i tento týden zůstat pod dominantním vlivem USA. Hodně špatné IFO by mohlo zpochybnit zvýšení sazeb. Za nepřítomnosti jobovek by měla převládat tendence k uklidňování situace a tedy mírnému růstu výnosů.

datum	EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
28.8	úterý	10:00	GER	IFO		105.4	106.40
28.8	úterý	10:00	EMU	M3		11.0%	10.90%
31.8	pátek	11:00	EMU	CPI předběžný		1.80%	1.80%

CEE region

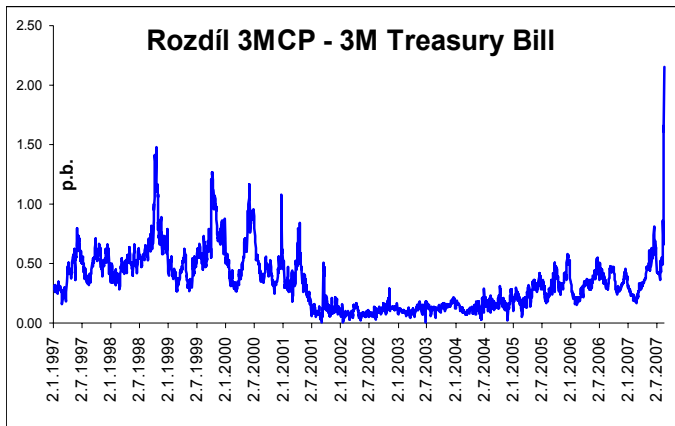
- **Makro data:** Ve čtvrtek zasedání ČNB, sazby vidíme tenhle měsíc jako neměnné (i když zdaleka to není tak úplně jednoznačné), i když hikovací odhodlání ČNB jistě nechybí. Důvodem, proč podle nás vyčkají, je nervozita na trzích, poměrně nepřehledná situace co se budoucnosti týče a s tím související posílení koruny. ČNB vyčkáním o měsíc nic neztratí. V Maďarsku a Polsku taky zasedá centrbanka, my nečekáme změnu ani od jedné z nich, nicméně v PL to může být těsné (pro o měsíc pozdější termín růstu sazeb mluví zejména data o HDP, která budou zveřejněna později).
- **FX a FI:** Pozvolný pokles rizikové přirážky, pokud se potvrdí, bude pro středoevropské měny pozitivní, českou korunu by ale znovuobnovení chuti ke carry trades poslalo patrně směrem ke slabším úrovním. Na koruně je podstatná hladina odporu na 27.70 (její proražení by mohlo odstartovat další rychlejší oslabení). Celkově bude vývoj dost pozorně sledovat vývoj v zahraničí, i případný růst sazeb z ČNB by nebyl pro trh překvapením (růst se nadále očekává, i když trh trošičku vyměkl co se týče jeho timingu).

datum	CEE4	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
27.8	pondělí	14:00	HU	Zasedání centrální banky k sazbám	nic	nic	nic
28.8	úterý	9:00	SK	Ceny průmyslových výrobců (% y/y)	1.0%	1.0%	1.3%
28.8		-	SK	Zasedání centrální banky k sazbám	nic	nic	nic

28.8	-	SK	Běžný účet (mld. SKK)	-6.2	-	-8.7
29.8	středa	14:00	PL Zasedání centrální banky k sazbám	nic	+25bp	nic
30.8	čtvrtek	9:00	HU Ceny průmyslových výrobců (% y/y)	-3.0%	-3.0%	-2.0%
30.8			CZ Zasedání centrální banky k sazbám	nic	nic	nic
30.8		10:00	PL Reálný HDP 2Q (% y/y)	6.2%	6.1%	7.4%



#	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	1,3675	5,19	4,53	7,2
30	short EUR/SKK	04.04.07	29.03.08	12M MM EUR/SKK	3,74 33,47	33,68	1,49 -0,61	-0,79	-1,97
31	short EUR/CZK	06.06.07	06.06.08	12M MM EUR/CZK	3,21 28,40	27,73	0,72 2,40	2,13	9,74
32	long US IRS 10let	08.06.07	8.12.2007	USD 10Y IRS	5,78	5,28	50,9bp.		



- Dnešní graf ukazuje rozdíl mezi výnosem 90-denních komerčních papírů (krátkodobých papírů emitovaných nefinančními a finančními společnostmi) a 3M vládními dluhopisy US (v procentních bodech)
- Současná krize vyhnala tenhle rozdíl až nad 200 bazických bodů, což je od roku 1997 suverénně nejvíce. Rozdíl byl daný jednak dramaticky se propadnuvšími výnosy z Treasury, v menší míře taky růstem výnosů z komerčních papírů.
- Je ale vidno, že tento spread byl zejména v letech 2001 a 2004 (2005) velice nízký. Což se mimochodem překrývá s rozmachem hypotečního trhu v USA (nízké sazby až do dubna 2004) a růstem sekuritizace a přílehlých aktivit (např. podíl aktivy krytých krátkodobých komerčních papírů na celkovém objemu vzrostl z 37.5 % v lednu 2001 na 50 % k lednu 2004).
- Co dál? Mezičasem se situace trošičku uklidnila, nicméně zdaleka ještě není konec – uvidíme, kolik společností ještě trhy překvapí ztrátami ze strukturovaných produktů. Můj osobní tip je, že bude ještě chvíli na co na tom černém monitoru koukat...

nehnul), nicméně po opadnutí nervozity to může být vnímané jako důkaz toho, že ekonomika na tom není špatně (=pokud se situace s kreditem uklidní, může relativně rychle vyšumět holubičí nálada trhu ohledně Fedu, čili jako jestli si chcete zariskovat, pak hurá na Fed funds futures :) Co se týče domů, důležité bude, co dnes udělají prodejci existujících domů.



USA

- Za USA nejdůležitější údaje až v pátek po poledni, v současné situaci byla poměrně pečlivě sledována data o prodeji nových domů, zejména kvůli zostřeným obavám z toho, zda horší data nepřinutí společně s problémy MM FED ke snížení sazeb.
- Americký peněžní trh se mírně uklidnil, 3M Treasury vyšplhaly o cca 50 bodů nahoru s tím, jak se trh začal trošičku uklidňovat. Na to, jestli se skutečně situace vrátí do normálu, je podle mně těžké odpovědět – osobně spíše zastávám názor, že dokud se nevyloží karty na stůl (=dokud nebude jasné, co kdo vlastně za „AAA“ dluhopisy nakoupil) a dokud budou po světě další tajemné Sowody a Landesbanky s kostlivci ve skříních, situace zůstane volatilní, s nenadálými překvapeními, které trh dokáže nafouknout mimo proporcii.
- Daleko lepší data než se čekalo z pátku (vyšší objednávky zboží dlouhodobé spotřeby, vyšší prodeje nových domů) asi v současném chaosu vyšumí do ztracena (dolar se ani

ČR + region

- V ČR prošla reforma veřejných financí, tudíž od příštího roku můžeme čekat nižší daně z příjmů, vyšší sníženou sazbu DPH, platby za návštěvy u lékaře a několik dalších věcí, o kterých jsme už několikrát psali.
- Dopad reformy příští rok proinflační, většina ale na vrub administrativním opatřením, pro agregátní výdaje reforma příští rok jako celek mírně negativní (přínos z přímých daní je o něco nižší než škrt v sociálních výdajích).
- V PL se ozvalo pár centrálních bankéřů, nicméně nic se nemění na našem očekávání hiku v září (i když jenom těsně; možný je už i srpen).



3M sazby

	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M			+6M		
				ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)
USA	5,4%	5,5%	5,51%	5,2%	5,3%	-8	4,7%	4,8%	-9
EMU	4,2%	4,7%	4,74%	4,4%	4,5%	-17	4,4%	4,4%	-4
CZ	3,2%	3,3%	3,30%	3,3%	3,4%	-6	3,6%	3,7%	-10
HU	7,6%	7,8%	7,81%	7,4%	7,6%	-23	6,7%	7,1%	-35
PL	4,8%	4,9%	4,95%	5,0%	5,1%	-8	5,3%	5,4%	-15
SK	4,4%	4,3%	4,29%	4,3%	4,6%	-27	4,3%	4,4%	-9



FI - výnosy

	-1M (bb)	-1W (bb)	2Y			-1M (bb)	-1W (bb)	10Y		
			spot	+1M	+6M			spot	+1M	+6M
USA	4,5%	4,2%	4,31%	4,7%	4,4%	4,8%	4,7%	4,64%	4,8%	4,6%
EMU	4,3%	4,0%	4,09%	4,4%	4,4%	4,3%	4,3%	4,29%	4,6%	4,7%
CZ	3,6%	3,7%	3,66%	3,7%	4,1%	4,4%	4,4%	4,47%	4,5%	4,8%
HU	7,2%	7,5%	7,44%	7,0%	6,4%	6,8%	7,2%	7,03%	6,6%	6,3%
PL	5,1%	5,3%	5,31%	5,3%	5,6%	5,6%	5,7%	5,79%	5,5%	5,7%

FI - spready

	-1M	-1W	10Y/2Y spread			10Y Spread to EMU				
			spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M
USA	25	50	33	10	20	43	39	35	20	-7
EMU	6	32	20	18	27					
CZ	75	71	82	87	63	7	10	18	-5	9
HU	-34	-36	-41	-40	-9	251	288	274	200	164
PL	44	38	49	25	10	126	141	151	90	102

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
CZ	3,65%	3,87%	3,95%	4,02%	4,08%	4,15%	4,22%	4,29%	4,34%	4,40%



FX

	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M			+6M		
				ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)
USD	1,36	1,35	1,368	1,40	1,37	2%	1,34	1,37	-2%
CZ	28,0	27,8	27,76	27,8	27,7	0%	27,4	27,6	-1%
HU	252	258	257,0	253	257	-2%	249	259	-4%
PL	3,80	3,82	3,832	3,80	3,81	0%	3,71	3,80	-2%
SK	33,4	33,6	33,71	33,1	33,7	-2%	32,2	33,6	-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