

Sumář pro tento týden

USA

- **Makro data:** Tento týden dvě sady velmi důležitých dat: nejprve indexy nákupních manažerů, které mají předstihový charakter a naznačí tedy, zda se krize na peněžním trhu přenáší nebo nepřenáší do reálné ekonomiky. To co tyto ukazatele předvedou bude velmi důležité pro odhad postupu Fedu: pokud by pokračovalo postupné uklidňování situace na trzích a pokud by ISM indexy neukazovaly na podstatné zhoršení situace v reálné ekonomice, snažil by se patrně Fed vyhnout snížení sazeb. Data z trhu práce na konci týdne ukáží, jaká je perspektiva vývoje spotřebitelské poptávky. Vzhledem k tomu, že jde o zpožděný ukazatel, nebude mít význam z hlediska posouzení vlivu aktuální situace na reálnou ekonomiku. Slabší trh práce by otevíral cestu ke snížení sazeb do konce roku i v případě uklidnění situace na finančním trhu.
- **FX a FI:** Trh bude na začátku týdne pod vlivem Bernankeho projevu a Bushových opatření na podporu subprime dlužníků. Výnosy by měly růst, dolar kolísat. Dobré ISM by urychlilo růst výnosů a posílilo dolar, podobně i trh práce.

USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
úterý	16:00	USA	ISM výrobní		53.00	53.80
středa	16:00	USA	Probíhající prodeje domů		-2.00%	5.00%
		USA	běžová kniha			
čtvrtek	16:00	USA	ISM nevýrobní		54.50	55.80
pátek	14:30	USA	Změna počtu pracovních míst		115000	92000
	14:30	USA	míra nezaměstnanosti		4.60%	4.60%

Evropa

- **Makro data:** Zajímavé budou maloobchodní tržby a HDP za eurozónu a tovární zakázky a průmyslová produkce za Německo. Ovšem událostí týdne bude zasedání ECB, tentokrát po mnoha měsících poprvé se silnou nejistotou. Bude ECB reagovat na krizi na finančních trzích a odloží zvýšení sazeb nebo ne? Názory se kloní spíše k odložení zvýšení, pokud by však trhy zřetelně zklidňovaly může si to ECB ještě klidně rozmyslet.
- **FX a FI:** Tento týden hodně ve znamení Evropy: ECB může trhem pořádně zamávat, obzvlášť pokud sazby zvedne. Mohla by tím opět rozvířit usazující se prach.

EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
úterý	11:00	EMU	PPI		1.70%	2.30%
úterý	11:00	EMU	Maloobchodní tržby		1.10%	0.90%
	11:00	EMU	HDP		2.50%	2.50%
čtvrtek	12:00	GER	Tovární zakázky		10.50%	15.90%
čtvrtek	13:45	EMU	ECB	4.25%	4.00%	4.00%
pátek	12:00	GER	Průmyslová produkce		5.00%	5.10%

CEE region

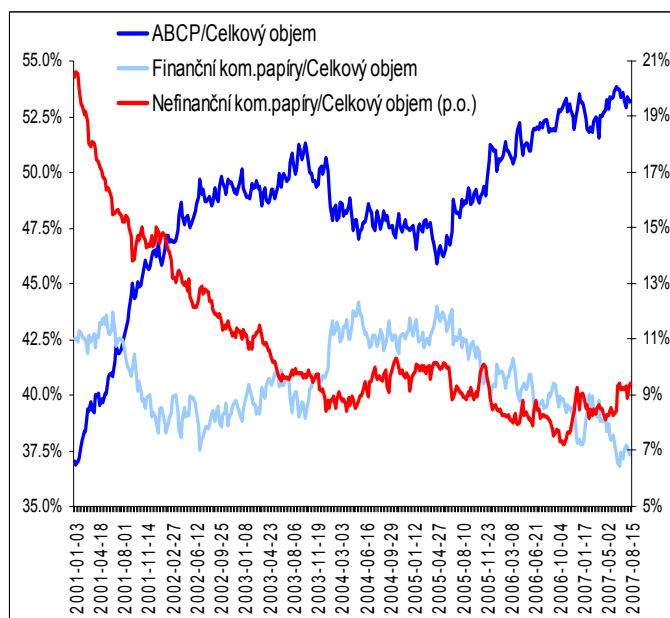
- **Makro data:** Příští týden v regionu data za HDP, v ČR to bude už finální číslo, my čekáme růst 5.2 %, což bude oproti prvnímu kvartálu mírné zpomalení (na vrub investic a čistého exportu), tahounem ale zůstane stále velmi rychlá spotřeba domácností (reálná mzda v druhém kvartálu rostla o téměř 5 procent). Jinak nás čekají i odhady růstu HDP ve zbylých krajínách regionu (HU,SK), na strukturu si ale budeme muset počkat. V ČR pak je na programu taky údaj za obchodní bilanci v červenci, tam čekáme mírné zhoršení kvůli sezónnosti a vyšším cenám ropy, nicméně bez dopadu na trh.
- **FX a FI:** Jak bondy tak měny budou pod vlivem zahraničních událostí. Co se týče CZK, nedomníváme se, že oslabí, carry obchody se v současné napjaté situaci na trzích asi jen tak neobnoví. Růst úrokových sazeb v ČR pomalu uzavírá úrokový diferenciál, což taky carry obchody dělá méně atraktivními.

datum	CEE4	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
4.9	úterý	9:00	CZ	Obchodní bilance (Červenec),mld.CZK	-1.5	0.0	9.3
4.9		9:00	SK	Průměrná mzda Q2, SKK	-	-	18511.0
4.9		9:00	SK	HDP Q2 (odhad)	-	-	9.2%
6.9	čtvrtek	17:00	HU	Rozpočet (YTD), Srpen	-	-	
7.9	pátek	10:00	CZ	Hrubý domácí produkt (Q2)	5.2%	6.0%	6.1%
7.9		9:00	HU	HDP Q2 (odhad)	-	-	1.4%
4.9	úterý	9:00	CZ	Obchodní bilance (Červenec),mld.CZK	-1.5	0.0	9.3

Přehled otevřených doporučení

#	doporučení	otevření pozice	cílené uzavření pozice	instrumenty	vstupní hodnota	dnešní hodnota	flat P/L jednotl. (%)	flat P/L vč. carry (%)
25	short USDEUR	09.01.07	31.9.07	USD 9M libor EUR 9M libor	1,3000	1,3644	4,95	4,27
30	short EUR/SKK	04.04.07	29.03.08	12M MM EUR/SKK	3,74	33,75	1,56 -0,81	-1,00
31	short EUR/CZK	06.06.07	06.06.08	12M MM EUR/CZK	3,21 28,40	27,72	0,78 2,46	2,16
32	long US IRS 10let	08.06.07	8.12.2007	USD 10Y IRS	5,78	5,22	56,8bp.	

Obrázek týdne: Komerční cenní papíry



- Že se trh krátkodobých cenných papírů, jež v minulosti sloužil primárně klasickým (nefinančním) společnostem k profinancování krátkodobých potřeb, proměnil a že často na něm teď vystupují hráči finančního trhu, ukazuje dnešní obrázek.
- Je vidno, že podíl papírů emitovaných nefinančními emitenty klesl od roku 2001 na dnešních zhruba jenom 7 procent . naopak, dramaticky vzrostl počet tzv. asset-backed komerčních cenných papírů, což jsou papíry vydávané oproti aktivům v portfoliu emitenta.
- Nemalou část těchto krátkodobých cenných papírů vydávají tzv. SPV (special purpose vehicles), což jsou speciální společnosti zakládané bankami, které hrají podstatnou roli v procesu sekuritizace.
- Tyto SPV od svých mateřských bank kupují nelikvidní aktiva (hypotéky, jiné dluhy), čímž zbavují své matky nelikvidních aktiv (a např. povinnosti tvořit rezervy). Oproti nim vydávají právě krátkodobé CP, které rolují. Jsou to právě SPV bank a jejich neschopnost sehnat likviditu, která v poslední krizi sehrála nemalou roli.
- Více ve Speciálu, jež vyšel minulý týden. Pokud nedostáváte, napište si.

Stalo se

USA

- **Páteční projev Bernankeho:** podle mně celkem dovish. BB očekává, že problémy mohou dále růst, nepřímo zmínil problém možného credit crunch. Fed je podle něj ready k „dalším akcím k podpoře likvidity na trhu“ a „FOMC bude monitorovat situaci a reagovat tak, aby zabránilo nepříznivým dopadům (krize) na ekonomiku“. Já to čtu jako snížení sazeb na nejbližším zasedání (16.9.) o 25bps minimálně + celkovou změnu v náhledu na měnovou politiku.
- Uplynulý týden přinesl řadu údajů, hned v pondělí **prodeje nových domů**, ty sice mírně nad očekávání, nicméně růst zásoby neprodaných domů je do budoucna spíše negativní zprávou. Spotřebitelská důvěra naopak slabší, patrně ty titulky v novinách na Američany zapůsobily. **Zápisky z posledního zasedání FOMC (z 07/08/07)** potvrdily, že FED si je vědom situace na finančních trzích, ale že „očekává návrat k normálnějším podmínkám, přičemž ale připustí, že tento proces si vyžádá jistý čas, zejména u věcí spjatých se subprime“. FED si sice byl vědom toho, že se některé aktiva kryté hypotékami „staly nelikvidními“, nicméně stále předpokládají, že růst bude tažen silným trhem práce a růstem příjmů (=spotřebou). A samozřejmě se obává, že „inflace nezpomalí tak, jak se očekává“. Můj názor je, že to s tím rychlým snížením v září nemusí být zas tak horký – Fed to asi bude raději hrát opatrně, jakékoliv náznaky zlepšení situace mu dodají argument k tomu, aby sazby dolu nešly. Spíše budou využívat jiné nástroje na řešení problémů na finančním trhu, hlavní sazba bude pro řešení problémů širší ekonomiky a tu Fed vidí stále relativně silnou a potenciálně inflační.
- HDP za Q2 v USA vysoké (druhý odhad): 4%, všechny složky v podstatě lepší v porovnání s odhadem číslo 1

kromě rezidenční výstavby. Ta má ještě nějaký čas před sebou, než bude líp.

- V Evropě vysoké M3, možná spjaté s náběhem k současné krizi a růstem využití kreditních linek ještě před tím, než se situace vyhrotila.

ČR + region

- V ČR vzrostly sazby. Klíčová 2T repo sazba tak nyní je na 3.25%. My jsme čekali, že ke zvýšení sazeb dojde, nicméně mírně jsme se klonili k odkladu o měsíc. Pro hike již tento měsíc mluvila stále silná domácí ekonomika, solidní reálný růst mezd (4.9 % ve druhém čtvrtletí) a spotřeby, silně jestřábí červencová prognóza a v neposlední řadě naše srpnové setkání s některými členy BR, ze kterého vyplynulo, že Rada diskutovala už o 50 bps. hiku v na svém červencovém zasedání. Proti mluvila zejména současná situace na finančních trzích, spjatá s posílením české koruny, a nejistota kolem vývoje sazeb v klíčových ekonomikách. Guvernér Tůma ale řekl, že mu „není mi úplně jasné, na co že bychom to měli čekat“, já si zase neumím představit, co jiného on měl za sebe říci. Nicméně, tiskovka jestřábí i když vzhledem k nejtěsnějšímu hlasování asi byl na místě opatrnější tón, zvláště když přiznal, že většina faktorů je rizikem spíše protiinflačním.
- V Maďarsku, Polsku a na Slovensku taky zasedaly cébéčka. Poláci sazby zvedly také o 25 bodů, jejich ekonomika jede podobně jak česká, naplno (HDP za Q2 +6.7%), spotřeba ani neřikám (+9.3 % r/r), takže ten důvod tam je. My vidíme do konce roku sazby na 5.00, čili ještě 1 hike, další růst sazeb potom. Maďari nakonec sazby nechali v klidu, současná nervozita na trzích a zranitelnost forintu je vedla k opatrnosti. Slovinci už budou jen sledovat kroky ECB takže moc napětí člověk už asi neužije.

Prognóza peněžního trhu

	-1M (bb)		-1W (bb)		3M sazby			+6M		
	spot	ČS	+1M trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)
USA	5,4%	5,5%	5,62%	5,0%	5,4%	-40	4,6%	4,6%	-4	
EMU	4,3%	4,7%	4,74%	4,4%	4,6%	-25	4,4%	4,4%	-3	
CZ	3,2%	3,3%	3,41%	3,3%	3,5%	-21	3,6%	3,9%	-32	
HU	7,6%	7,9%	7,87%	7,2%	7,6%	-38	6,6%	7,0%	-46	
PL	4,8%	5,0%	5,03%	5,1%	5,1%	-7	5,3%	5,4%	-11	
SK	4,4%	4,3%	4,34%	4,3%	4,4%	-2	4,3%	4,4%	-9	

Prognóza FI

	-1M (bb)		-1W (bb)		2Y			10Y		
	spot	+1M	+6M	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M	+6M		
USA	4,4%	4,3%	4,16%	4,8%	4,3%	4,7%	4,6%	4,53%	4,8%	4,6%
EMU	4,3%	4,1%	4,02%	4,4%	4,4%	4,3%	4,3%	4,25%	4,6%	4,8%
CZ	3,8%	3,7%	3,86%	3,9%	4,2%	4,5%	4,5%	4,57%	4,6%	4,9%
HU	7,2%	7,4%	7,29%	6,9%	0,0%	6,9%	7,0%	6,90%	6,5%	6,3%
PL	5,1%	5,3%	5,33%	5,3%	5,6%	5,6%	5,8%	5,78%	5,6%	5,7%

	-1M		-1W		10Y/2Y spread			10Y Spread to EMU		
	spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M		
USA	26	32	37	5	35	37	35	28	19	-17
EMU	2	21	23	21	37					
CZ	71	83	71	73	68	19	22	32	0	9
HU	-30	-41	-39	-36	627	255	276	265	192	150
PL	44	51	46	22	7	126	150	153	94	94

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
CZ	3,80%	4,01%	4,08%	4,14%	4,20%	4,25%	4,31%	4,36%	4,40%	4,44%

Prognóza FX

	-1M (bb)		-1W (bb)		FX			+6M		
	spot	ČS	+1M trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)
USD	1,38	1,37	1,364	1,39	1,37	2%	1,33	1,37	-3%	
CZ	28,1	27,7	27,74	27,8	27,7	0%	27,3	27,6	-1%	
HU	253	257	254,5	253	255	-1%	249	257	-3%	
PL	3,80	3,83	3,825	3,77	3,80	-1%	3,70	3,77	-2%	
SK	33,4	33,8	33,75	33,0	33,7	-2%	32,1	33,6	-5%	

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