

Martin Lobotka, David Navrátil  
tel.: 224 995 192, e-mail: mlobotka@csas.cz

10.9.2007

V Polsku se objevila hejna piraní. A nejde o žádný eufemismus k současné politické situaci. Prostě piraně jsou ve Visle (http://zpravy.idnes.cz/v-polske-visle-se-objevila-hejna-pirani-d9f-zajimavosti.asp?c=A070906\_141054\_zajimavosti\_dp). Zatím jen ve Visle... Ale blíží se... Čekám, kdy se začnou ztrácet rybáři na Vltavě... A on si Karel myslel, že to budou mloci...

## Sumář pro tento týden

### USA

- **Makro data:** Sledujte především obchodní bilanci a maloobchod. Po pátečním negativním překvapením z trhu práce budou sledovány známky přenosu do slabší spotřební poptávky. Případný pokles dovozů by byl zajímavý i z hlediska globální ekonomiky, protože by naznačoval snižování apetitu amerických investorů po dovozech. Maloobchodní tržby: slabý údaj podpoří varování, které přišlo v pátek z trhu práce. Jednotlivé indikátory naznačují, že průmyslová produkce by měla mírně růst. Týden uzavře spotřebitelská důvěra.
- **FI a FX :** Páteční payroll situaci „zjednodušily“ tím, že vedle rizik spojených s finančními trhem se začíná realizovat i negativní scénář v reálné ekonomice. Proto spotřebitelské data tento týden budou bedlivě sledovány. Trh tak zvýšil pravděpodobnost cutu Fedu, dokonce 75% čeká -50bodů. Samozřejmě stále hrozí provalení dalších průšvihů ve finančním sektoru, takže současná nálada jednoznačně směřuje k nižším výnosům a slabšímu dolaru.

USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
úterý	14:30	USA	obchodní bilance (mld. USD)		-59 mld.	-58,1 mld.
pátek	14:30	USA	Maloobchodní tržby		0.50%	0.30%
	15:15	USA	Průmyslová produkce		0.30%	1.50%
	15:15	USA	Využití kapacit		82.00%	81.90%
	16:00	USA	Michiganský index spotřebitel. dův.		84.0	83.4

### Evropa

- **Makro data:** Minimum dat. Sledujte aktivity ECB na peněžním trhu, které budou indikovat jinak poměrně skrytý vývoj finanční krize.
- **FI:** Amerika by měla dodat na trhy dostatek pesimismu, aby udržela nízko i výnosy v EMU.

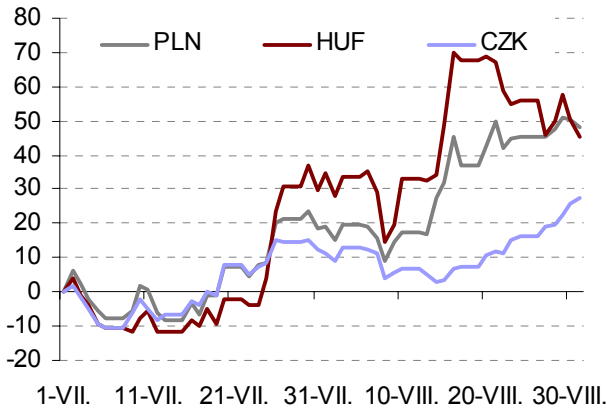
EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
pondělí	11:00	FRA	Průmyslová produkce		1.20%	-0.80%
čtvrtek	11:00	FRA	CPI		1.20%	1.20%

### CEE region

- **Makro data:** V Česku data za CPI (srpen), čekáme mírné zpomalení na 2.2% y/y. Mezi dalšími daty budou data o průmyslové výrobě (čekáme +9.4 %), nezaměstnanosti a běžném účtu (-23.6 mld., odliv dividend plus záporní obchodní bilance). Ve zbytku regionu také data o inflaci za srpen (HU,SK), zejména Slováci si hlídají inflaci jakou oko v hlavě (teda, tu harmonizovanou, kterou zveřejní v pátek a která by měla být na úrovni 1.2 % y/y).
- **FI:** Pro dluhopisy budou zajímavá inflační data, ale v současné situaci hrají prim spíše globálnější faktory (viz. obrázek týdne). V Polsku je podstatným faktorem předvolební amok a vláda chce rozdávat (viz. naše nová Měsíční strategie), což je rizikem jak pro výnosy (vyšší emisní potřeby a tudíž vyšší výnosy) a pro kurz (slabší posílení, než náš základní scénář). České dluhopisy nejméně postihuje globál ve srovnání s CEE (i díky záporné čisté emisí ve 3Q).
- **FX:** Krátkodobě nevidíme impulzy pro výraznější posílení české koruny. Obnovení chuti ke carry v současné situaci nehrozí, nejistota kolem konání americké centrální banky také brzdí chuť k brání rizika, výrazně slabší číslo za běžný účet by mohlo koruně krátkodobě poškodit. Zbytek regionu plně ve vleku globálního vývoje, výjimkou by mohl být politický vývoj v Polsku.

datum	CEE4	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
10.9	pondělí	9:00	CZ	CPI, Srpen 2007, y/y %	2.2	2.4	2.3
10.9		9:00	CZ	Průmyslová produkce, y/y	9.4%	8.5%	6.9
10.9		9:00	CZ	Nezaměstnanost (srpen)	6.4%	6.40%	6.4%
11.9	úterý	9:00	HU	CPI (srpen), y/y	8.0%	8.20%	0.0%
11.9		9:00	SK	CPI (srpen), y/y	2.2%	2.2%	2.3%
11.9		9:00	SK	Zahraniční obchod (červenec), mld. SKK	-1.8	-2.3	-4.5
12.9	středa	10:00	CZ	Běžný účet (červenec), bn. CZK	-23.6	-19	-13.3
13.9	čtvrtek		PD	CPI (srpen), y/y %		-	2.3%
14.9	pátek		SK	HICP (srpen), y/y	1.2%	1.3%	

## Obrázek týdne: Riziková přírážka na regionálních dluhopisech



- Dnes obrázek od čerstvé manželky, p. Márii Hermanové (kdysi dávno známé též jako sl. Fehérová). Ukazuje vývoj (změnu) rizikové přírážky (spreadu) na CEE bondech vůči Eurozóně ve srovnání s počátkem července (10Y dluhopis)
- Co je zřejmé je skutečnost, že nejvíce trpí momentální nejistotou polské a maďarské body, naopak bondy české si vedou poměrně dobře, i když i tam se útek ke kvalitě (americkým nebo německým dluhopisům) projevil.
- V současné napjaté situaci podle mně sehrává svou roli i reálný fundament, respektive alespoň jeho relativní úroveň v porovnání se dalšími CEE zeměmi. V Polsku komplikuje situaci předvolební nejistota a sliby vlády rozdávat plnými hrstmi, v Maďarsku je ekonomika po reformách vlády z počátku roku (pro ilustraci : růst HDP v Q2 1.2 %) také vnímána jako relativně slabší. Dobrá ekonomika a její výhled je polštářem pro české bondy.

## Přehled otevřených doporučení

top	doporučení	otevření pozice	cílené uzavření pozice	instrumenty	vstupní hodnota	dnešní hodnota	flat P/L jednotliv. (%)	flat P/L vč. carry (%)	P/L v p.a. vč. carry (%)	cílová hodnota	cílový P/L v flat (%)
25	short USDEUR	09.01.07	31.9.07	USD 9M libor EUR 9M libor	1,3000	1,3770	5,92	5,22	7,8	1,4000	6,7
30	short EUR/SKK	04.04.07	29.03.08	12M MM EUR/SKK	3,74	33,72	1,63 -0,73	-0,93	-2,10	-	3,83
32	long US IRS 10let	08.06.07	8.12.2007	USD 10Y IRS	5,78	5,04	74,5bp.			4,80	98,5 bp.

## Vzad hled

### USA

- Předstihový ukazatel ISM (nevýrobní) zůstal nezměněn, čekal se ale jeho pokles. Jmenovitě **ISM** v nevýrobním sektoru, ten namísto očekávaného poklesu zůstal nezměněn na 55.8 i když index zaměstnanosti ukázal na kontrakci po prvé od července 2004. Zda je to již důsledek srpnových událostí na finančních trzích je asi ještě brzy říct, je to ale docela možné.
- MBA zveřejnila **data o nesplácení hypoték za Q2** – růst zejména v segmentu ARM (hypotéky s krátkou fixací, do 2 let), u subprime ARM o 120 bazických bodů (16.95%), u prime ARM o 46 bodů. U FRM hypoték taky nárůst, nicméně podstatně menší. Je jasné, že problém se kumuluje u ARM hypoték – já si myslím, že míry nesplácení už o moc nahoru nepůjdou, většína hypoték, jež teď mění sazbu, byla brána na podzim 2005, kdy sazby už byly kolem 3.50 a nebylo zdaleka jisté, že je to poslední zvyšování. Domnívám se, že lidé, kteří si v té době brali hypotéky už toto riziko reflektovali více než ti, kteří si je brali při sazbách kolem 1 %.
- Vždy ostře sledovaná data z amerického trhu práce o počtu nově vytvořených pracovních míst (za srpen) překvapila negativně: místo očekávaného růstu o 80000 pokles o 4000 (čekalo se +100 tis.). Počet nezaměstnaných se rozšířil o 316 tis., zároveň poklesl balík pracovní síly o 592 tis., takže nezaměstnanost v souladu s očekáváním (4,6%). Data podpoří Fed ve snížení sazeb: zasedání a cut čekáme 18.9.

### EMU

- ECB na svém zasedání klíčové sazby nezměnila, ačkoliv do poslední chvíle se tvářila, že platí srpnové „strong vigilance“. Vypadá to, že ECB bude nyní hrát více na

jistotu. Úplně se odhodlání hikovat nevzdali, to ne (Trichet zdůraznil, že se nemění hodnocení aktuálního makra: evropská ekonomika roste solidním tempem, ve střednědobém a dlouhodobém výhledu převažuje riziko vyšší inflace“), nicméně časování teď bude spíše podle toho, co se na kreditních trzích bude dít. My držíme ještě jeden hike v listopadu.

### Region

- V regionu data za HDP, **Slovensko** růst 9.4%, růst reálných mezd zůstává pod tempem růstu produktivity, což vytváří prostor pro pokojnou měnovou politiku. Slovákům zůstává udělat jeden cut, aby dohnali EMU a mohli tak přijmout EURO, budou ale spíše hrát na jistotu a tudíž se do toho zatím asi moc nepohrnou. Spíše čekáme, že sazby na podzim ještě zvedne ECB.
- V **ČR** taky impresivní růst HDP o 6.0%, kvůli vysoké domácí poptávce. Zabraly i investice, téměř z poloviny směrem do nerezidenčního bydlení (příspěvek 3p.b. k růstu). Příspěvek čistého exportu byl slabší (0.3 p.b.) kvůli změnám v cenách dovozu a vývozu. Bankovní rada v pátek zveřejnila zápisky ze svého posledního zasedání, nevěnovala se ale tolik současné krizi a jejím dopadům na ČR. Spíše se věnovala reformám (ty v její základní prognóze nebyly) a kurzu ( kde i simulace se silnějším kurzem projektuje růst sazeb, i když nejspíš ne tak razantní jak scénář, ve kterém koruna osciluje do konce roku kolem 28.20).
- V **HU** odhad HDP za Q2 – kam se hrabou na bývalé Československo. Anemických 1.2 % je spíše číslo, které bychom čekali od některé z krajín západní Evropy. Inu, budou muset s tím něco udělat.

## Prognóza peněžního trhu

	3M sazby								
	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M			+6M		
				ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)
USA	5,6%	5,6%	5,73%	4,9%	5,4%	-48	4,6%	4,3%	26
EMU	4,5%	4,7%	4,75%	4,5%	4,7%	-20	4,4%	4,2%	13
CZ	3,3%	3,4%	3,44%	3,3%	3,5%	-22	3,6%	3,8%	-29
HU	7,8%	7,9%	7,75%	7,4%	7,6%	-20	6,9%	7,1%	-15
PL	4,9%	5,0%	5,10%	5,2%	5,1%	0	5,3%	5,4%	-8
SK	4,4%	4,3%	4,33%	4,3%	4,3%	-1	4,3%	4,4%	-7

## Prognóza FI

	FI - výnosy									
			2Y					10Y		
	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M	+6M	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M	+6M
USA	4,5%	4,2%	3,90%	4,2%	4,3%	4,8%	4,5%	4,37%	4,7%	4,6%
EMU	4,2%	4,0%	3,93%	4,1%	4,3%	4,4%	4,2%	4,12%	4,6%	4,7%
CZ	3,8%	3,9%	3,67%	3,9%	4,2%	4,5%	4,5%	4,52%	4,7%	4,9%
HU	7,2%	7,3%	7,35%	7,1%	6,6%	6,9%	6,9%	6,91%	6,6%	6,3%
PL	5,2%	5,3%	5,37%	5,4%	5,6%	5,6%	5,8%	5,77%	5,7%	5,7%

	FI - spready									
			10Y/2Y spread			10Y Spread to EMU				
	-1M	-1W	spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M
USA	34	37	47	50	35	45	28	25	15	-10
EMU	13	21	19	45	37					
CZ	69	69	85	80	72	11	30	40	13	17
HU	-34	-39	-44	-45	-29	253	265	279	205	156
PL	38	46	39	37	8	121	151	164	117	102

swapy	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
<b>CZ</b>	3,74%	3,94%	4,00%	4,07%	4,13%	4,19%	4,25%	4,30%	4,34%	4,39%

## Prognóza FX

	FX								
	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M			+6M		
				ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)
USD	1,37	1,36	1,378	1,35	1,38	-2%	1,33	1,38	-4%
CZ	28,1	27,7	27,57	27,8	27,5	1%	27,3	27,4	0%
HU	252	255	257,7	253	258	-2%	249	260	-4%
PL	3,78	3,82	3,818	3,77	3,79	-1%	3,70	3,78	-2%
SK	33,5	33,7	33,78	33,1	33,8	-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	<b>Viktor Kotlán</b>	+420/224 995 217	<a href="mailto:vkotlan@csas.cz">vkotlan@csas.cz</a>
Makro tým (Střední Evropa)	Mária Fehérová	+420/224 995 232	<a href="mailto:mfeherova@csas.cz">mfeherova@csas.cz</a>
Makro tým (ČR)	Martin Lobotka	+420/224 995 192	<a href="mailto:mlobotka@csas.cz">mlobotka@csas.cz</a>
Makro tým (USA, EMU)	Luboš Mokráš	+420/224 995 456	<a href="mailto:lmokras@csas.cz">lmokras@csas.cz</a>
Makro tým (ČR), team-leader	David Navrátil	+420/224 995 439	<a href="mailto:dnavratil@csas.cz">dnavratil@csas.cz</a>
Akciový tým (CEE Real Estate)	Petr Bártek	+420/224 995 227	<a href="mailto:pbartek@csas.cz">pbartek@csas.cz</a>
Akciový tým (svět)	Ján Hájek	+420/224 995 324	<a href="mailto:janhajek@csas.cz">janhajek@csas.cz</a>
Akciový tým (ČR)	Radim Kramule	+420/224 995 213	<a href="mailto:rkramule@csas.cz">rkramule@csas.cz</a>
Akciový tým (ČR, CEE Media), team-leader	Jakub Židoň	+420/224 995 340	<a href="mailto:jzidon@csas.cz">jzidon@csas.cz</a>

### Úsek Finanční trhy – prodej a obchodování

Ředitel úseku	<b>Petr Witowski</b>	+420/224 995 800	<a href="mailto:pwitowski@csas.cz">pwitowski@csas.cz</a>
<b>Odbor Obchody treasury</b> – ředitel odboru	<b>Robert Novotný</b>	+420/224 995 148	<a href="mailto:rnovotny@csas.cz">rnovotny@csas.cz</a>
<b>Odbor Obchody na kapitálových trzích</b> – ředitel odboru	<b>Libor Vošický</b>	+420/224 995 592	<a href="mailto:lvosicky@csas.cz">lvosicky@csas.cz</a>
<b>Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty</b> – ředitel odboru	<b>Pavel Křivonožka</b>	+420/224 995 565	<a href="mailto:pkrivonozka@csas.cz">pkrivonozka@csas.cz</a>
<b>Odbor Proprietary trading</b>	<b>Daniel Drahotský</b>	+420/224 995 178	<a href="mailto:ddrahotsky@csas.cz">ddrahotsky@csas.cz</a>
	Dušan Vaškovic	+420/224 995 417	<a href="mailto:dvaskovic@csas.cz">dvaskovic@csas.cz</a>

### Úsek Investiční bankovnictví

Ředitel úseku	<b>Jan Brabec</b>	+420/224 995 816	<a href="mailto:jbrabec@csas.cz">jbrabec@csas.cz</a>
<b>Odbor Primární emise</b>	<b>Jiří Hrbáček</b>	+420/224 995 836	<a href="mailto:jhrbacek@csas.cz">jhrbacek@csas.cz</a>
<b>Odbor Finanční instituce</b> – ředitel odboru	Alice Racková	+420/224 995 197	<a href="mailto:arackova@csas.cz">arackova@csas.cz</a>
<b>Odbor Obchodování a distribuce aktiv</b> – ředitel odboru	Jana Daňková	+420/224 995 128	<a href="mailto:jandankova@csas.cz">jandankova@csas.cz</a>
	<b>Jan Brabec</b>	+420/224 995 816	<a href="mailto:jbrabec@csas.cz">jbrabec@csas.cz</a>

### Erste Bank Vídeň – Global Macro & CEE

<b>Equity</b>	<b>Friedrich Mostböck</b>	+43 501 00 119 02	<a href="mailto:friedrich.mostboeck@erstebank.at">friedrich.mostboeck@erstebank.at</a>
Head of Research	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	<a href="mailto:henning.esskuchen@erstebank.at">henning.esskuchen@erstebank.at</a>
Co-Head of CEE Equities	Guenther Artner	+43 501 00 115 23	<a href="mailto:guenther.artner@erstebank.at">guenther.artner@erstebank.at</a>
Co-Head of CEE Equities	Tamás Pletser	+361 235 51 33	<a href="mailto:tpletser@erstebank.com">tpletser@erstebank.com</a>
akcie – sektor ropa, plyn	Guenther Hohberger	+43 501 00 173 54	<a href="mailto:guenther.hohberger@erstebank.at">guenther.hohberger@erstebank.at</a>
akcie – sektor bankovnictví	Angelika Zwerenz	+43 501 00 119 03	<a href="mailto:angelika.zwerenz@erstebank.at">angelika.zwerenz@erstebank.at</a>
akcie – sektor bankovnictví	Andras Szalkai	+361 235 5134	<a href="mailto:andras.szalkai@erstebank.com">andras.szalkai@erstebank.com</a>
akcie – sektor telekomunikace	Vladimíra Urbánková	+420 224 995 940	<a href="mailto:urbankovav@ersteinet.cz">urbankovav@ersteinet.cz</a>
akcie – sektor farmacie	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	<a href="mailto:daniel.lion@erstebank.at">daniel.lion@erstebank.at</a>
akcie – sektor IT	Gerald Walek	+43 501 00 163 60	<a href="mailto:gerald.walek@erstebank.at">gerald.walek@erstebank.at</a>
akcie – sektor strojírenství	Christoph Schultes	+43 501 00 163 14	<a href="mailto:christoph.schultes@erstebank.at">christoph.schultes@erstebank.at</a>
akcie – sektor pojišťovnictví			
<b>Brokerjet</b>	On-line obchodování s CP	+420 222 004 444	<a href="http://www.brokerjet.cz">www.brokerjet.cz</a>