

Martin Lobotka, Luboš Mokráš, Mária Hermanová
tel.: 224 995 192, e-mail: mlobotka@csas.cz

17.9.2007

Čo Martin sľúbil, ja musím dodržať. Správne riešenie piatočného minikvízu (ako mnohí z Vás správne uhádli) je nasledovné: čižmy=holinky vankúš= polštář, doska=prkno, riad= nádobí a uškatec=lachtan. Za odmenu sme sa naučili aj my pár krásnych českých slov (rampouch=cencúľ a pod.), stále však nerozumiem jednému typicky českému výrazu. Nájde sa dobrovoľník čo mi vysvetlí, čo znamená „hrdobec“?

Príjemný štart do nového (a dúfam úspešného) týždňa ! (Dnes kvôli technickým problémom s nekompletnými tabuľkami)

Sumár pro tento týden

USA

- **Makro data:** Dlouho očekávané zasedání Fedu je tady. Drtivá většina trhu je za cut, někteří i za 50 bodový, já bych byl nejráději, kdyby neudělali nic, protože jinak mně (ML) čeká návštěva jednoho Lubošova oblíbeného nejmenovaného podniku, který právě já nemám rád. Přes to všechno, vypadá to tak (zejména po pátečních maloobchodních tržbách, které meziměsíčně poklesly bez aut o -0.4 %) že to snížení přijde. Otázkou zůstává, jestli 50 nebo 25 bodů. Pro 25 bodů mluví to, že akademik Bernanke asi nebude chtít vypadat, jako že je záchrance nerozvážných investorů (a že plodí „moral hazard“). Zajímavý bude komentář posléze, inflace, jež hrála dodnes v minutes klíčovou roli zmizela jako mávnutím kouzelného proutku, asi se tam objeví obava z utažených kreditních podmínek a slabosti reálné ekonomiky. Bernanke má před sebou celkem perný týden – ve čtvrtek má expozé před americkým Kongresem, chce ctihodným členům vysvětlit krizi kolem subprime hypoték a její řešení. Takže uvidíme, jak to vidí a co s tím hodlá dále dělat.
- V tomto vzrušujícím týdnu asi zapadnou data o PPI a CPI, i když zejména CPI donedávna ještě hrála silnou roli v rétorice Fedu. Páteční slabé maloobchodní tržby trh naladily na přinejmenším 0,25%-ní snížení sazeb, obavy z dalšího slábnutí ekonomiky by měly držet výnosy spíše nízkou a dolar slabý. Výraznější snížení sazeb by mohlo paradoxně pomoci dolaru a zvýšit strmost výnosové křivky, protože by investoři předpokládali, že se ekonomika rychle zotaví. Bernanke ve čtvrtek může dále posílit spíše optimistické naladění trhu a posunout výnosy poněkud nahoru a dolar na mírně silnější pozici.

USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
úterý	14:30	USA	PPI		-0.20%	0.60%
	14:30	USA	PPI jádro		0.10%	0.10%
	15:00	USA	TIC flows		60 mld USD	58,8 mld USD
	20:15	USA	FOMC	5.00%	5.00%	5.25%
středa	14:30	USA	CPI		0.00%	0.20%
	14:30	USA	CPI jádro		0.20%	0.20%
	14:30	USA	zahájené stavby domů		1,35 mil.	1,381 mil.
	14:30	USA	stavební povolení		1,343 mil.	1,373 mil.
čtvrtek	18:00	USA	Index filadelfského Fedu		2.3	0.0

Evropa

- **Makro data:** Zajímavý bude ZEW, který ukáže jakou míru pesimismu mezi investory a analytiky vyvolaly srpnové turbulence. Naopak předběžné indexy nákupních manažerů ukáží jaký (jestli vůbec nějaký) byl vliv na reálnou ekonomiku.
- **FI:** Evropská data by měla být na vedlejší koleji, obchodovat by se mělo pod vlivem FOMC a zpráv o zdraví finančního sektoru. Další zprávy typu Northern Rock (britská banka, která se dostala do potíží) by držely investory v ostražitosti.

EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
úterý	11:00	GER	ZEW			80.20
středa	8:00	GER	PPI			1.10%
pátek	10:00	EMU	PMI výrobní (předběžné)			
pátek	10:00	EMU	PMI služby (předběžné)			

CEE region

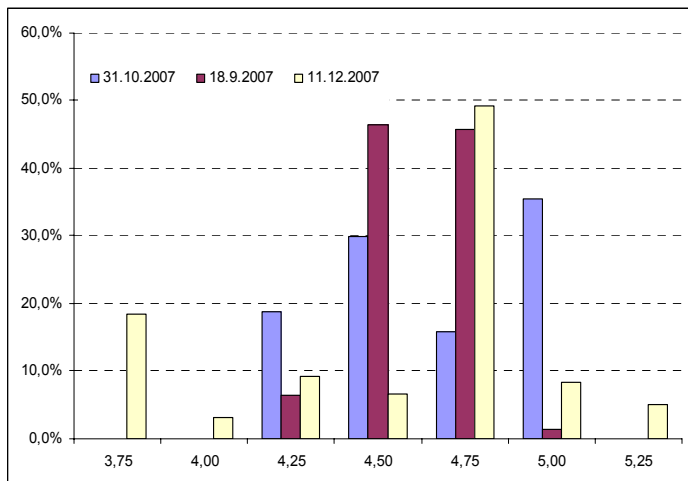
- **Makro data:** V Česku z dat tenhle týden nic, vláda se postaví čelem k návrhu rozpočtu. V cashové metodice počítá s deficitem zhruba 71 mld. CZK, v metodice ESA pak kolem 112 mld. CZK, což by mělo být pod 3% HDP. Po 17% meziročním nárůstu státního dluhu mezi 06/2006 a 06/2007 při ekonomice rozjeté naplno se žádá dodat – bylo načase! V PL data za mzdy, sice očekáváme mírné zpomalení jejich růstu, ten však zůstane vysoký. A jak vyjde najevo po zveřejnění dat o průmyslové produkci, pořad překračuje dynamiku produktivity. Vývoj mezd poodhalí i **maďarský** Staťák. Na rozhodování měnové politiky by mohlo mít

vliv jenom nečekané urychlení mzdových požadavků. Pokud však mzdy v soukromní sféře potvrdí tendenci utlumování růstu, data budou neutrální a o načasování dalšího snížení sazeb rozhodne zejména vývoj sentimentu a požadované rizikové přírážky.

- **FI:** V PL by se po datech o vývoji mezd mohla dostavit jemná korekce na dluhopisech po euforii z minulého týdne (po překvapivě nízké inflaci), zápisky ze srpnového zasedání budou asi ještě jestřábí (konec-konců, v tenhle měsíc rostly sazby) ale i jestřáb Noga se nechal slyšet, že ačkoliv pár měsíců ještě hiking bias vydrží (slíbil jeden hike tenhle rok), ve druhé polovině 2008 již se možná dočkají i toho...cutu !!! My tento názor nesdílíme, nicméně pro dluhopisy je jemná rétorika drsného jestřába balzámem na duši. Jinak nás nečeká z domácích dat nic, co by dluhopisy zamávalo, podstatnější bude situace za oceánem, zejména trio Fed + Bernankeho výpověď před Kongresem + inflace.
- **FX:** Měny již tradičně pod vlivem události v zahraničí, tenhle týden více než kdy jindy (Fed a zasedání FOMC).

datum	CEE4	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
17.9	pondělí	14:00	PL	Průměrná mzda v podnikovém sektoru (% y/y)	9.0%	9.2%	9.3%
19.9	středa	9:00	HU	Průměrná mzda (% y/y)	-	-	10.0%
19.9		10:00	HU	Vláda diskutuje o rozpočtu za rok 2008	-	-	-
19.9		14:00	PL	Průmyslová produkce (% y/y)	10.9%	9.5%	10.4%
19.9		14:00	PL	Ceny průmyslových výrobců (% y/y)	1.8%	1.8%	1.5%
20.9	čtvrtek	14:00	PL	Záznam ze zasedání centrální banky (srpen)	-	-	-
21-25.9.			PL	Maloobchodní tržby (% y/y)	16.6%	16.7%	17.1%

Obrázek týdne: Zasedání FOMC



- Příští týden zasedání FOMC, tam se čeká cut úplně na kompletu, otázkou je jestli 25 bodů nebo 50 bodů.
- My čekáme spíše 25 bodů, do konce roku pak možná ještě jednou, i když to je jenom možná.
- Na obrázku jsou pravděpodobnosti (vypočteny z opcí na Fed Funds) ohledně nastavení základní sazby FEDu pro zbývající 3 zasedání Fedu pro tento rok. Je vidět, že zhruba 20 % investorů si myslí, že sazby do konce roku půjdou až na 3.75%. Já si myslím, že tak dramaticky se akademik Bernanke střelcovi Greenspanovi podobat nebude chtít :)

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	1,3874	6,72	6,01	8,9	1,4000	6,7
30	short EUR/SKK	04.04.07	29.03.08	12M MM EUR/SKK	3,74	33,77	1,68 -0,89	-1,09	-2,40	-	3,83
32	long US IRS 10let	08.06.07	8.12.2007	USD 10Y IRS	5,78	5,09	69,2bp.			4,80	98,5 bp.

Vzad hled

USA

- V Americe klíčová data v pátek, maloobchodní tržby, ty byly slabé, ale ne katastrofální. To, že hypoteční firmy nemají nejlepší chvíle zrovna se projevilo i např. v tom, že Countrywide, největší poskytovatel hypoték v USA propouští pětinu svých lidí (12000).
- Zpomalují týdenní poklesy zůstatků aktivity krytých cenných papírů (ABCP), což jsou právě ty instrumenty, které to v momentální krizi schytaly naplno (a které výrazně zkomplikovaly život i např. Countrywide). Krize ale zdaleka není zažehnána, tohle světýlko naděje je příliš slabé a Fed

asi neuspokojí, zejména po slabších maloobchodních tržbách a rostoucích obavách o slabost reálné ekonomiky.

EMU

- V Evropě byl klid (teda až na britskou banku Northern Star, která si musela půjčit u BoE následně se dočkala runu – to je v současnosti ve vyspělých státech dost raritní jev, BoE to možná se svým tvrdým postojem k finančnímu sektoru poněkud přehání).

Region

- V regionu dost dat, zejména v **ČR datová smršť**. Inflace meziměsíčně 0.3%, téměř na kompletu díky cigaretám.

Poptávkovou inflací straší ČNB už dlouho, uvidíme, jestli se ten růst poptávkové inflace, co projektuje na podzim, skutečně vyplní. Podle nás koruna ceny udrží na uzdě. Průmysl v srpnu jel +11.5 %, mzdy rostou (+7% reálně), produktivita roste. Nezaměstnanost stagnovala na 6.4%, což bude blízko strukturálních limitů – nyní je množství volných míst (133 tis.) a 370 tis. nezaměstnaných (jejichž skladba a hlavně motivace neodpovídá poptávce po práci). V pátek ještě maloobchod, tam napnul svaly český, moravský (abych neurazil kolegu Bártka) a slezský spotřebitel a...+7.4% reálně bez aut, s nimi pak 8.9% (prodeje aut a opravy aut +15.2% - no jo, jenom u nás v kanceláři David, Jakub...)

- **Polsko překvapilo** analytiky poklesem míry **inflace** růst 1.5%, Zlevnily potraviny (sezónnost – čerstvá úroda, česká

inflace v srpnu taky vykazala pokles cen např. brambor), ale hlavně jádrová inflace (bez paliv a potravin) překvapila zpomalením (na 1.1% z červencových 1.5%). Data jsou to překvapivá, nicméně vzhledem k trhu práce, silné poptávce a ekonomice s pozitivní mezerou výstupu se domníváme, že inflační hrozba zažehnána není a že sazby tenhle rok ještě jednou půjdou nahoru.

- **Slováky vystrašil** Eurostat, zahrozil, že bude nutno přehodnotit deficit za 2006, což je potenciálně i rizikem pro deficit 2007, projektovaný na baťovských 2.96% HDP (Maastricht chce <3%). Nervozitu na trzích by definitivní rozhodnutí o nutnosti revidovat deficit mohlo vyvolat, nicméně věříme, že vláda se s odsunem některých výdajů na příští rok účetně s tím deficitem dokáže vyrovnat.

Prognóza peněžního trhu

	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	3M sazby						
				+1M			+6M			
				ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)	
USA				4.9%			4.6%			
EMU				4.5%			4.4%			
CZ				3.3%			3.6%			
HU				7.4%			6.9%			
PL				5.2%			5.3%			
SK				4.3%			4.3%			

Prognóza FI

	-1M (bb)	-1W (bb)	FI - výnosy							
			2Y			10Y				
			spot	+1M	+6M	spot	+1M	+6M		
USA				4.2%	4.3%			4.7%	4.6%	
EMU				4.1%	4.3%			4.6%	4.7%	
CZ				3.9%	4.2%			4.7%	4.9%	
HU				7.1%	6.6%			6.6%	6.3%	
PL				5.4%	5.6%			5.7%	5.7%	

	-1M	-1W	FI - spready				-1M	-1W	10Y Spread to EMU		
			10Y/2Y spread		10Y Spread to EMU						
			spot	+1M	+6M	spot			+1M	+6M	
USA				50	35			15	-10		
EMU				45	37						
CZ				80	72			13	17		
HU				-45	-29			205	156		
PL				37	8			117	102		

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
CZ										

Prognóza FX

	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	FX						
				+1M			+6M			
				ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)	
USD				1.37			1.33			
CZ				27.8			27.3			
HU				254			249			
PL				3.80			3.70			
SK				33.1			32.1			

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 – Global Macro & CEE

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