

Sumář pro tento týden

USA

- **Makro data:** Týden z hlediska makroekonomických údajů začíná úterní spotřebitelskou důvěrou. Slabé číslo by na trh vrátilo obavy z recese, což by neprospělo dolaru a posunulo výnosy na krátkém konci výnosové křivky dolů a na dlouhém nahoru. Prodeje nových a existujících domů asi podpoří dojem stále slabého trhu s nemovitostmi, klíčovým ale bude preferovaný ukazatel Fedu v pátek jádrový index PCE, ten ale po dobrých číslech za CPI (viď. vzad hled) nejspíš také bude velice dobrý a dá Fedu alespoň psychologicky více jistoty, že 50 bodů z minulého týdne inflační tlání nerozdmýchá. V pátek taky hodně důležitý Michiganský index, ten bude dalším indikátorem z reálné ekonomiky – v současnosti budou všechna data z reálné ekonomiky více sledována, obzvlášť po nepřilíh zdatných maloobchodních tržbách a payrollech z předchozího měsíce.
- **FX+FI:** "Dlouhý konec výnosové křivky by se měl ještě poněkud zvednout v doznívající reakci na zvýšení inflačních očekávání a zlepšení perspektiv US ekonomiky po snížení sazeb Fedem. Dolar, který zareagoval hodně prudce, by spíše měl začít korigovat. Pouze v případě kumulace slabých dat ukazujících na vyšší riziko recese a tedy podstatnějšího poklesu sazeb by dolar dál oslaboval. Výnosy by v případě slabých makročísel rostly výrazněji než v případě neutrálních (podle očekávání) údajů.

USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
úterý	16:00	USA	Spotřebitelská důvěra		104,5	105,0
	16:00	USA	Prodeje existujících domů		5,5 mil.	5,75 mil.
středa	14:30	USA	Zboží dlouhodobé spotřeby		-2,50%	5,90%
čtvrtek	16:00	USA	Prodeje nových domů		830000,0	870000,0
pátek	14:30	USA	Osobní příjmy		0,40%	0,50%
	14:30	USA	Osobní výdaje		0,40%	0,40%
	14:30	USA	PCE jádrový index		1,80%	1,90%
	14:30	USA	Michiganský index nákupních manažerů		53,0	53,8

Evropa

- **Makro data:** Po slabém ZEW více do reálu hledící IFO, ten dá známku o tom, jestli pesimizmus analytiků (kterých expozice vůči research notům, různým reportům a vůbec dění na trhu v nich často vyvolává více pesimizmu než je zdrávo) sdílí také více prakticky orientovaní vedoucí korporací. M3 téměř jistě vysoká, ale ECB má teď jiné starosti než ohlížet se po důvodech proč sazby brzo zvednout.
- **FI:** M3 by měl trh ignorovat, IFO by obchodování ovlivnilo pouze pokud by .bylo podstatně horší než se čeká (to by mělo ovlivnit náhled na další vývoj sazeb ECB – už žádný další hike). Jinak by opět měly dominovat USA a jejich datová smršť.

EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
čtvrtek	10:00	EMU	M3			11.7%
úterý	10:00	GER	IFO			105.8

CEE region

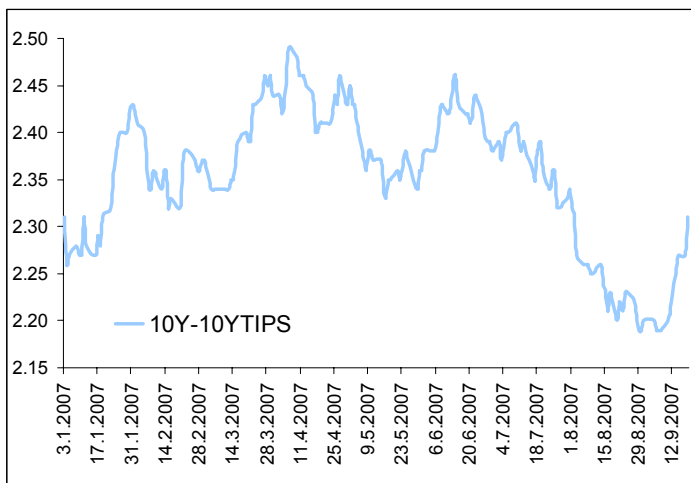
- **Makro data:** V Česku z dat tenhle týden nic, zasedá ale ČNB, domníváme se společně s trhem, že žádná aktivita nebude, sazby tudíž zůstanou na 3.25%. Za posledních pár dnů se k tomu, že se mu sazby momentálně jeví jako OK, doznali dva členové Rady – kromě p. Tomšika také L. Niedermayer, mnohem říznější inflační bojovník z partičky ze Senovážní. Tomu se také zdá, že sazby jsou prozatím v podstatě OK a že za to může CZK. Už minule bylo hlasování těsné (4/3), nyní tam ale snad kromě Tůmy (a to taky není vůbec jasné) nikdo nebude operovat inflační hrozbou. Mimo CZK - domnívám se také, že vzhledem k tomu, že se zatím neví, v jaké míře dopadnou problémy s držbou kreditních derivátů na domácí banky, je opatrnější přístup na místě. V Maďarsku také zasedání centrbanky, tam se téměř en bloc čeká snížení, toho se Maďaři minulý měsíc nedočkali jen kvůli momentální turbulenci na globálních peněžních trzích, kdy centrbanka patrně nechtěla více jítřit situaci a případně vyvolat tlak na forint (hlasování bylo těsné 5:5, nakonec to rozsekl guvernér). Centrbanky v PL i SK změnu nepřinesou, v PL ale ještě s hikováním utrum není, v říjnu nebo listopadu tam ještě zvýšení sazeb bude.
- **FI:** Snížení sazeb v USA nepomohlo jenom měnám, ale i dluhopisům. Riziková přírážka na polských dluhopisech vůči kolegyním z Eurozóny se za týden utáhla o dalších 5-15 bodů. Ještě výraznější pohyb byl u Maďarů, kde se přírážka snížila o 25-30 bodů. Snížení sazeb v HU o 25bb příští týden je už zahrnuto v cenách na trhu. Domnívám se však, že když centrální banka očekávání trhu naplní, může to navnadit některé hráče, aby zvýšili sázky pro rozsah budoucího uvolnění měnové politiky. Profitoval by z toho zejména krátký konec křivky. V Polsku nás na začátku týdne čeká příznivý údaj o jádrové inflaci, ten by mohl pomoci udržet pozitivní

náladu na dluhopisech. Nicméně maloobchodní tržby a prohlášení po zasedání centrální banky by měly trhům opět připomenout, že sazby jednoduše nahoru půjdou. Proto by měly být případné zisky na dluhopisech (plynoucí z pozitivního regionálního sentimentu) omezené.

- **FX:** CZK se svezla na všeobecném tlaku na dolar a posílila na historicky nejsilnější úroveň (v jistý moment až 19.50). Po příští týden budou nejdůležitější události ve světě, i když, samozřejmě, překvapivé rozhodnutí ČNB by mohlo korunou zamávat (trh čeká stabilitu sazeb). Rozhodnutí FEDu snížit sazby mělo pozitivní dopad i na region. Největší zisky si připsal forint, o trochu menší posílení zaznamenal zlotý. Slovenská koruna se tentokrát od regionu odpojila a posunula do slabšího pásma. Je možné, že svou roli hraje i nejistota kolem avizované revize fiskálního deficitu a s tím spojená opatrnost investorů (přijetí eura je pořád nejpravděpodobnější variantou, i když čekání na rozhodnutí Eurostatu může být zdrojem nervozity). Pokud je tato hypotéza pravdivá, může slovenská koruna za regionem zaostávat ještě ten týden-dva (dokdy se nerozhodne o potřebě revize fiskálu a jejím rozsahu). Zlotý a forint by se příští týden měly stabilizovat kolem stávajících silnějších úrovní. K mírnému oslabení forntu by mohlo vést výraznější snížení sazeb než 25 bodů (čemu však nepřisuzujeme velikou pravděpodobnost.

datum	CEE4	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
24.9	pondělí	9:00	HU	Maloobchodní tržby (% y/y)	-2.9%	-3.3%	-3.6%
24.9		14:00	PL	Jádrová inflace (% y/y)	1.1%	1.2%	1.5%
24.9		14:00	HU	Zasedání centrální banky k sazbám	-25bp	-25bp	nic
25.9	úterý	10:00	PL	Maloobchodní tržby (% y/y)	16.6%	16.7%	17.1%
25.9			SK	Zasedání centrální banky k sazbám	nic	nic	nic
25.9			SK	Běžný účet (mld. SK)	-12.6	-10.9	-2.1
26.9	středa	14:00	PL	Zasedání centrální banky k sazbám	nic	nic	+25bp
27.9	čtvrtek		CZ	Zasedání centrální banky k sazbám	nic	nic	+25bp
28.9	pátek	8:30	HU	Běžný účet (2Q, mld. EUR)	-1.000	-	-1.102
28.9		9:00	HU	Ceny průmyslových výrobců (% y/y)	-2.6%	-2.6%	-2.8%
28.9		9:00	SK	Ceny průmyslových výrobců (% y/y)	0.9%	-	1.3%

Obrázek týdne: TIPS aneb hrozí Americe inflace ?



- Minulý týden Fed snížil sazbu o 50 bodů. Akciový trh to ocenil, méně ale už bondy, kde se lidé začali obávat toho, že Fed postupuje laxněji, než je zapotřebí a že zadělává na inflačně černější budoucnost.
- Na obrázku vidíte rozdíl mezi 10Y dluhopisem a 10Y TIPS (Treasury inflation-protected securities, v zásadě bondy indexované k inflaci).
- Odvozování inflačních očekávání z TIPS má své problémy (např. nižší likvidita TIPS), nicméně logika je jasná: když dojde k přehodnocení inflačních očekávání směrem nahoru, měli bychom pozorovat rozšiřování spreadu mezi výnosy neindexovaných a indexovaných dluhopisů. Tedy: ceteris paribus, při růstu inflačních očekávání by měly výnosy neindexovaných dluhopisů růst a výnosy TIPS by neměly růst. Proč? Z podmínky neexistence arbitráže musí být očekávaný *reálný* výnos neindexovaných vládních dluhopisů roven očekávanému výnosu z TIPS (ten je jasný ex ante, protože je riziko inflace eliminováno). Rozdíl mezi TIPS a standardním dluhopisem je to, čeho jsou investoři v průměru ochotni se vzdát jakožto ceny za ochranu proti riziku inflace, jinými slovy, je to očekávaná průměrná inflace v nejbližších 10 letech. Když jejich inflační očekávání vzrostou, očekávané reálné výnosy se vyrovnají právě rozšířením spreadu.
- Mírný růst spreadu tam je, i když v současné krizové situaci a útěku ke kvalitě nižší likvidita TIPS může něco z něho uměle přidávat...

Subprime fokus aneb co týden dal v amerických hypnách ?

- Anglická centrbanka začala po vzoru Fedu a ECB dodávat (ač sice do minulého týdne tvrdil její guvernér King něco jiného) na trh likviditu a slíbila, že tomu tak ještě nejbližší týden bude. Na trh je připravená dodávat likviditu tak, aby se obnovila funkčnost peněžního trhu.
- Reportovaly velké americké investiční banky, což mělo naznačit, jak velkou expozici vůči kreditním derivátům jednotlivé bankovní domy mají a jaký dopad na jejich finanční zdraví turbulence spjaté se subprime hypotékami budou mít. Výsledky jsou smíšené- zatímco Bear&Stearns dostal pořádnou ránu (čistý příjem se propadl o 61% v Q3), Goldman Sachs si připsal 3. nejvyšší zisk za 138-letou historii. Lehman Bros. A Morgan Stanley vykázaly poklesy zisků, nicméně zdaleka nic tak dramatického jako u Bear. Klíčovým pro Evropu ale bude, když se dozvíme to, jak velkou expozici vůči americkým subprime hypotékám mají velké evropské banky a jestli jejich bilance neutrpí právě pod tíhou nárůstu rizikové vážených aktiv, což by mělo negativní vliv na jejich schopnosti půjčovat podnikům.
- Bernanke vykládal o tom, co a jak s Američany, jež si na svá bedra vzali víc, než měli, a co s firmami, jež to jejich krátkozraké rozhodnutí rozprodaly v strukturovaných dluhopisech kdekomu po světě. V zásadě ale projev nebyl analyticky příliš přínosný, hodně se věnoval přehledu dávných-nedávných událostí v subprime sektoru a pak legislativním a regulačním opatřením určeným k tomu, aby se něco podobného neopakovalo. Co se týče vyhlášení s implikací pro nejbližší období, v podstatě jen zopakoval prohlášení po zasedání (nejistoty pro růst se po turbulencích na finančních trzích zvětšily, FED je připraven konat tak, aby podpořil cenovou stabilitu a udržitelný růst). Bernanke očekává, že počet lidí neschopných splácet úvěry se ještě zvýší. Nedávný nárůst rizikové prémie označil za zdravý vývoj (rizikové prémie byly dlouho příliš nízké) a jenom nešťastná kombinace s nárůstem kreditního rizika a obtížností s oceňováním složitých strukturovaných produktů způsobila výrazné napětí na trhu. Bernanke však optimisticky dodává, že finanční systém je v silné pozici turbulence ustát.

Přehled otevřených doporučení

Vzad hled

USA

- All American week. V Americe klíčové zasedání Fedu minulý týden, které dopadlo (pro analytiky) poměrně překvapivě. Většina (ze 134) jich čekala, že Fed sice se sazbou dolů půjde, nicméně ne o 50 bodů. Trh naopak čekal 50 bodů. No, **Fed** se nakonec rozhodl jinak a dodal na trh **50 bodů směrem dolů** („k čemu jsou analytici?“), což okamžitě rozdělilo komentátory na ty, kteří Fed velebili za moudré rozhodnutí a ty, kteří mu naopak spílali za to, že se nechal vmanévrovat do pozice zachránců nezodpovědných. Můj (ML) osobní názor je, že doufám, že Fed zvážil vše pro a proti a z porovnání očekávaných nákladů a přínosů mu vyšlo, že náklady současné nečinnosti jsou vyšší než očekávané náklady spojené s posílením představy, že se na levné prachy od Fedu bude dat vždy spolehnout.
- Co to znamená ? Pro mě, kvůli prohrané sázce, návštěvu nejmenovaného mnou zrovna nevyhledávaného podniku (✓) a pro trhy trošičku uklidnění (✗): rozdíl mezi LIBORem a FedFunds je stále 46 bodů, což je oproti klidové hodnotě za posledních 6-7 let (medián 15 bodů) stále hodně.
- Výhledově bude důležité, jestli se peněžní trh rozjede nebo jestli bude muset Fed sáhnout k dalšímu snižování, k čemuž se v prohlášení po zasedání přihlásil. Inlace zůstala v prohlášení, nicméně pokud se situace nevrátí do normálu, inflace zůstane v úzadí. Konec-konců, Fed se o inflaci tolik teď bát nemusí - jádrová inflace v pořádku, v srpnu +0.2%, celková inflaci pomohly paliva, tudíž meziměsíčně dokonce pokles o -0.1% (první od 10/06).. Trendově inflace na sestupu, i když samozřejmě hledí Fed na budoucnost.

- Data z trhu s nemovitostmi potvrdila problémy tohoto sektoru, když jak počet vydaných stavebních povolení, tak započatých staveb dosáhl 12-leté dno.
- Co dál? Trh teď započítává další snižování, s tím rostou inflační očekávání (vid' obrázek týdne), myslíme si ale že Fed už neudělá dalších 50 bodů tak, jak to tehle rok čeká ještě podstatná část trhu a po jistě (obtížně říct jak dlouhé) době se vrátí ke svým inflačně jestřábím kořenům. Výnosy z tohoto titulu tudíž nahoru a pak zas dolů.

Region

- V regionu v **ČR** bez dat, vláda schválila rozpočet, se kterým se půjde do Parlamentu hádat s opozicí: Deficit cca 71 mld. CZK (cashová metodika) při příjmech a výdajích lehce přes 1000 mld. To jako že přes 100000000000 CZK, jestli mi rozumíte. Jako, je to asi lepší než touhle dobou minulý rok a státnímu dluhu to taky přidá méně než 17 procent (jako letos), i když mně prostě přijde hrozně zvláštní, že jak si stát jednou zvykne žít na dluh, tak sám od sebe se prostě neprobere (a musí ho někdy probrat až trhy, např. Latinská Amerika). Prostě, 70 mld. při růstu ekonomiky o 6 procent je fakt zvláštní. Nic, dále...
- Rozpočet řešili i na sever od nás (PL) – kreativním plánováním ulevili na daních a deficit nezvedli. Jak to ? No, prý budou mít více z EU fondů a dividend. Vidíte, vládo, že to jde i jinak, než tady drážděním odborářů :)))
- V **PL** mzdy v podnikové sféře překvapily dynamickým růstem o 10,5%. Po zohlednění růstu zaměstnanosti a očištění o inflaci jsou v agregátním měřítku peněženky domácností meziročně plnější o reálných 14,1%! Nemluvě o ostatních příjmech domácností (nižší odvody, transfery ze zahraničí). Výsledek: sazby ještě půjdou nahoru, na podzim (10-11/07)

Prognóza peněžního trhu

	-1M (bb)		-1W (bb)		3M sazby			+6M		
	spot	ČS	+1M trh	rozdí (bb)	ČS	trh	rozdí (bb)	ČS	trh	rozdí (bb)
USA	5,5%	5,6%	5,20%	4,9%	5,0%	-15	4,6%	4,5%	15	
EMU	4,7%	4,7%	4,72%	4,5%	4,6%	-19	4,4%	4,3%	10	
CZ	3,3%	3,5%	3,48%	3,3%	3,6%	-25	3,6%	3,8%	-23	
HU	7,9%	7,7%	7,50%	7,4%	7,4%	2	6,9%	6,7%	24	
PL	5,0%	5,1%	5,10%	5,2%	5,2%	-4	5,3%	5,4%	-8	
SK	4,3%	4,3%	4,30%	4,3%	4,3%	3	4,3%	4,4%	-2	

Prognóza FI

	-1M (bb)		-1W (bb)		2Y			10Y		
	spot	+1M	+6M	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M	+6M		
USA	4,3%	4,0%	4,10%	4,2%	4,3%	4,6%	4,5%	4,66%	4,7%	4,6%
EMU	4,1%	4,0%	4,05%	4,1%	4,3%	4,3%	4,2%	4,37%	4,6%	4,7%
CZ	3,7%	3,8%	3,89%	3,9%	4,2%	4,5%	4,5%	4,61%	4,7%	4,9%
HU	7,4%	7,2%	7,06%	7,1%	6,6%	7,0%	6,8%	6,72%	6,6%	6,3%
PL	5,3%	5,2%	5,31%	5,4%	5,6%	5,8%	5,6%	5,69%	5,7%	5,7%

	-1M		-1W		10Y/2Y spread			10Y Spread to EMU		
	spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M		
USA	32	41	56	50	35	35	29	29	15	-10
EMU	21	17	32	45	37					
CZ	83	69	72	80	72	22	34	24	13	17
HU	-41	-39	-34	-45	-29	276	265	235	205	156
PL	51	46	37	37	8	150	148	132	117	102

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
CZ	3,75%	3,95%	4,06%	4,14%	4,21%	4,27%	4,33%	4,38%	4,43%	4,49%

Prognóza FX

	-1M (bb)		-1W (bb)		FX			+6M		
	spot	ČS	+1M trh	rozdí (bb)	ČS	trh	rozdí (bb)	ČS	trh	rozdí (bb)
USD	1,37	1,39	1,413	1,37	1,41	-3%	1,33	1,42	-6%	
CZ	27,7	27,4	27,59	27,6	27,6	0%	27,3	27,4	0%	
HU	257	255	249,9	254	250	2%	249	252	-1%	
PL	3,83	3,78	3,758	3,80	3,75	1%	3,70	3,77	-2%	
SK	33,8	33,7	34,06	33,1	34,0	-3%	32,1	34,0	-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 Hermanová (Fehérová)	+420/224 995 232	MHermanova@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	Guenther Hohberger	+43 501 00 173 54	guenther.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