

Sumář pro tento týden

USA

- **Makro data:** Týden z hlediska makroekonomických údajů má v podstatě dva důležité údaje – ISM výrobní a nevýrobní počátkem týdne, na konci týdne pak payrollly. Ty budou důležité zejména kvůli tomu, že poslední číslo bylo slabé a sehrálo asi svou roli v rozhodnutí Fedu snížit sazby. Další slabé číslo by dodalo více jistoty představám, že Fed sníží sazby ještě níž. Naopak, pokud to vyjde dobře, může se na srpnová data rychle zapomenout jako na výkyv způsobený panikou na trzích. Dobré číslo by upevnilo přesvědčení, že cut Fedu (minimálně v psychologické rovině) zafungoval. Probíhající prodeje domů doplní relativně chudší nabídku makrodat.
- **FX+FI:** Páteční chicagský PMI naznačil, že ISM indexy by mohly přinést pozitivní překvapení. Pokud tomu tak skutečně bude měla by odstartovat korekce na značně přehnaném oslabení dolaru a výnosová křivka by se měla posunout poněkud nahoru. Páteční data z trhu práce ovlivní především obchodování na začátku příštího týdne. Pokud se potvrdí relativně optimistická očekávání mělo by to prohloubit korekci na kurzu eura k dolaru a výnosová křivka by se měla dále mírně zvednout.

USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
pondělí	16:00	USA	ISM výrobní		52.5	52.9
středa	16:00	USA	ISM nevýrobní		55.0	55.8
pátek	14:30	USA	Payrolls (tis.)		115	-4

Evropa

- **Makro data:** V Evropě PMI jak ve výrobě, tak ve službách, což je po slabších indexech IFO a Zew důležité. Nejdůležitější událostí ale samozřejmě zasedání ECB k sazbám, nemyslíme si, že by se sazby měnily, konec-konců, situace je stále poměrně nepřehledná, pesimismus je vyšší (IFO), inflace není natolik velkou hrozbou, aby se muselo za každou cenu konat. Naším názorem je tedy, že nejlepší v dané situaci je počkat.
- **FI:** Obchodování v Evropě by mělo být částečně pod vlivem vývoje v USA a podepsat by se na něm měla i data a především zasedání ECB. Sazby zůstanou velmi pravděpodobně beze změny, hodně však může zapůsobit tiskovka po zasedání.

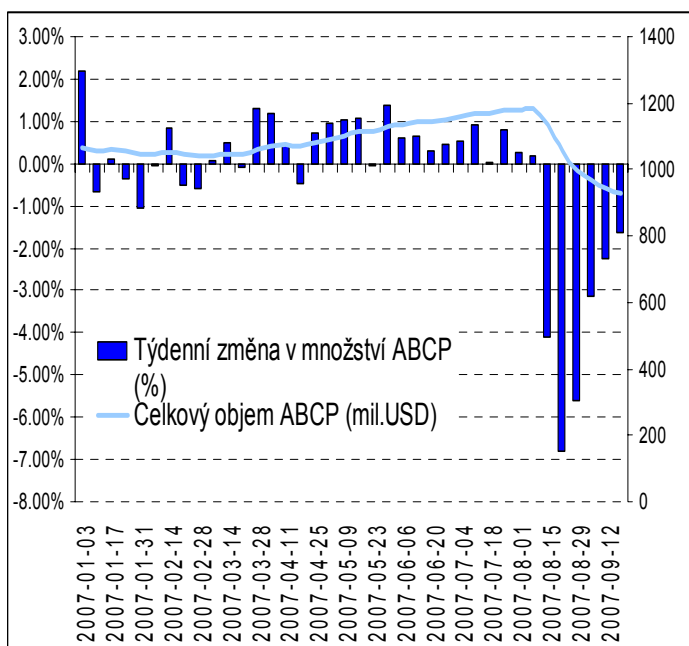
EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
pondělí	10:00	EMU	PMI výrobní			52.5
úterý	10:00	EMU	PPI (% m/m)			0.3
	10:00	EMU	PMI služby (F)			54.0
středa	11:00	EMU	Maloobchodní tržby (srpen, % m/m)			0.1
čtvrtek	13:45	EMU	ECB sazby		4.00%	4.00%

CEE region

- **Makro data:** Tohle tu už dlouho nebylo: v celém regionu není jediné podstatnější makro sdělení (normálně nám na přelom měsíce vychází alespoň zasedání CB, všechny si to ale odbyly již minulý týden). Takže, jak tady akciáři s oblibou říkají: No major news!
- **FI&FX:** Domácí zprávy žádné nejsou, tudíž jak měny tak výnosy v pohybu díky událostem mimo jednotlivé krajiny.

datum	CEE4	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
-------	------	--------	------	---------	----------	-----	---------

Obrázek týdne: ABCP aneb kde je dno?



- Na obrázku vidíte týdenní procentuální změny v množství komerčních CP krytých jinými aktivy (ABCP – asset backed commercial papers) a celkový objem ABCP. Vše za Spojené státy.
- Dvě pozorování jsou zřejmá: ABCP se staly nechtěnou věcí v polovině srpna, týdenní propady o až 7% indikovaly, že mnoho z investorů si uvědomilo, že vlastně moc neví, čím že jsou to tyto papíry kryté a že je nechce.
- Z toho mála pozorování, co zatím máme se ale zdá, že právě probíhající „korekce“ vypadá, jako že dochází ke zpomalování poklesu množství těchto papírů.
- Dalším znakem, že celková situace nemusí být až tak vážná, přichází z Anglie - to, že si anglické banky tento týden od CB nepůjčily nic v 3M aukci je sice možná nepříjemné pro image BoE, nicméně indikuje to, že možná ten problém s likviditou v (minimálně britském) bankovním sektoru není až tak rozsáhlý.
- Situace je však stále nejistá a nepřehledná – mám ale pocit, že je víc věcí pro scénář, že to dopadne dobře než naopak.

Subprime fokus

Anglická centrbanka odešla po první aukci 3M peněz s nepořízenou. Banky si za 6.75% půjčovat nechtěly, když se 3M peníze vrátili k 6.30%. K uklidnění situace ale zřejmě přispěl slib BoE, že peníze budou, takže je spíše otázka, co způsobilo co. V každém případě, blbě vypadá zejména guvernér King, když po rádobu drsném odhodlání nedělat 3M aukce a nerozšiřovat kolaterál udělal přesný opak. Stále si ale myslím, že je to lepší způsob, než plošné snížení sazby o 50 bodů, kterého účinnost na zablokovaný trh je doteď nikterak velká. Je ale rovněž možné (doufám, že to tak je a tedy že rozhodnutí z 18.9. není panickou reakcí), že americká ekonomika se Fedu jeví inherentně slabší a tudíž by musel jednat tak jako tak. Uvidíme.

Přehled otevřených doporučení

top	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 (%)
30	short EUR/SKK	04.04.07	29.03.08	12M MM EUR/SKK	3,74 33,47	33,89	1,85 -1,23	-1,45	-2,89
32	long US IRS 10let	08.06.07	8.12.2007	USD 10Y IRS	5,78	5,19	59,4bp.		

Vzad hled

USA

- Pár dat z reálné ekonomiky se objevilo a nebyla moc dobrá: **spotřebitelská důvěra** propadla (na 99.8 oproti 105.8 z předchozího měsíce), což je zpráva, která je při možné netoliko-těsném-jak-jsme-doufali trhu práce a peněžním trhu stále daleko od normálu ránou pro stěžejní pilíř ekonomiky. Můj názor je, že jak trh práce (z 1 čísla se na trend zatím usuzovat nedá) tak důvěra jsou funkcí krize peněžního trhu. Jestli Fed vidí jasnou spojitost mezi těmito věci, pak je o krok blíž k realizaci slibu „uděláme co bude potřeba k zajištění udržitelného růstu“. Doplnkem k slabé důvěře spotřebitelů byl nečekaně výrazný propad **objednávek zboží dlouhodobé spotřeby**, toto číslo je ovšem chronicky volatilní.
- **Prodeje existujících domů** taky žádná sláva – anualizovaně zhruba 5.5 mil. baráků (nejméně od 08/02). Když si člověk uvědomí, že existující domy jsou zhruba 9/10 celkového trhu, není to málo. Počet neprodaných domů je cca 4.6 mil, zhruba dost na dalších deset měsíců, jestliže se bude prodávat jak nyní. Situaci můžou pomoci mírně klesající prime sazby na hypotékách, i když o oživení v subprime sektoru nemůže být ani řeči (ARM prime sazby se moc nehnuly a riziková prémie je vysoká).. Sektor nemovitostí má tak ještě těžké dny před sebou. **Prodeje nových domů** nedopadly o nic lépe než prodeje existujících: pokles o 8,3% meziměsíčně na 795000 anualizovaně doplnil obrázek bídy s nouzí na americkém trhu s nemovitostmi.
- Pátek ovšem dost mizerný obrázek americké ekonomiky z předchozích dnů poněkud poopravil: **osobní výdaje** rostly

nečekaně rychleji, domácnosti tedy vesele dál utrácení a hlavní hnací motor se zatím nezadírá, **chicagský PMI** o něco lepší než se čekalo, což dává naději, že ani celostátní ISM nebude vyloženě špatný a nakonec také nečekaný mírný růst **stavební výroby** (díky průmyslovým stavbám).

EMU

- **IFO** slabší, jak co se týče očekávání tak i hodnocení současné situace, zejména kvůli silnějšímu Euro (německá ekonomika dost těžší z exportů např. strojírenských celků) a dražší ropě (i když silnější euro tento druhý kanál tlumí). Klíčovou otázkou podle mně ale výhledově bude, co s kreditem. Jestli se do tohoto mixu přidá déle trvající turbulence na kreditním trhu, může být toto Ifo předskokanem zpomalení v Evropě. Že tomu tak zatím není ukazují i data za německou nezaměstnanost (8.8%), která je nejnižší za posledních 14 let. Prostě, Němci jedou.

Region

- V regionu zasedaly centrbanky, až na maďarskou (kde sazby šly o 25 bodů dolů) se nic nestalo. Maďaři se chystali snížit sazby už minulý měsíc, srpnové události na trzích však vyvolaly opatrnější přístup, sazby tedy dolů až nyní. Slováci čekají, co udělá ECB, české hlídače cen vystrašilo posílení koruny (podle vyjádření v médiích před zasedáním vyměkl i jestřáb Niedermayer) a zvýšená nejistota vnějšího prostředí, Poláci si taky dali pauzu, i když zůstávají v hřivocím módu (25 bodů by měli dodat v listopadu).

Prognóza peněžního trhu

	3M sazby								
	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M			+6M		
				ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)
USA	5,6%	5,2%	5,23%	4,9%	5,1%	-16	4,3%	4,5%	-18
EMU	4,7%	4,7%	4,79%	4,4%	4,7%	-31	4,4%	4,3%	1
CZ	3,4%	3,5%	3,50%	3,3%	3,6%	-26	3,6%	3,8%	-22
HU	7,9%	7,4%	7,42%	7,2%	7,4%	-17	6,9%	6,8%	11
PL	5,0%	5,1%	5,10%	5,2%	5,2%	-4	5,4%	5,4%	4
SK	4,3%	4,3%	4,30%	4,3%	4,3%	1	4,3%	4,4%	-10

Prognóza FI

	FI - výnosy									
			2Y					10Y		
	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M	+6M	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M	+6M
USA	4,2%	4,1%	3,97%	4,3%	4,2%	4,5%	4,6%	4,57%	4,7%	4,7%
EMU	4,0%	4,1%	4,03%	4,2%	4,4%	4,2%	4,4%	4,34%	4,6%	4,7%
CZ	3,9%	3,9%	3,89%	3,9%	4,2%	4,5%	4,6%	4,59%	4,8%	4,9%
HU	7,3%	7,1%	7,10%	6,9%	0,0%	6,9%	6,7%	6,77%	6,5%	6,2%
PL	5,3%	5,2%	5,32%	5,4%	5,7%	5,8%	5,7%	5,70%	5,7%	5,7%

	FI - spready									
			10Y/2Y spread			10Y Spread to EMU				
	-1M	-1W	spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M
USA	37	57	60	40	55	28	27	23	10	0
EMU	21	30	31	45	35					
CZ	69	72	70	81	69	30	25	25	15	18
HU	-39	-34	-33	-45	622	265	236	243	190	152
PL	46	42	38	26	6	151	131	136	108	104

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
CZ	3,77%	3,95%	4,06%	4,13%	4,20%	4,26%	4,32%	4,37%	4,42%	4,47%

Prognóza FX

	FX								
	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M			+6M		
				ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)
USD	1,36	1,41	1,426	1,37	1,43	-4%	1,32	1,43	-8%
CZ	27,7	27,6	27,61	27,6	27,6	0%	27,2	27,5	-1%
HU	255	250	251,2	252	252	0%	248	253	-2%
PL	3,82	3,76	3,772	3,75	3,76	0%	3,70	3,77	-2%
SK	33,7	34,1	33,90	32,8	33,9	-3%	32,1	33,8	-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