

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

15.10.2007

Zima jak v psírně, navíc nám ekonomové změnili závist: na základě experimentu bylo zjištěno, že „nejchudší se však dokonce ve 44 % případech byli ochotni vzdát části svého hubeného majetku, a to jen proto, aby poškodili nejbohatšího hráče“ (<http://www.scienceworld.cz/sw.nsf/byzbys/79E6FDB9ACEB02DFC12572BC003BCE36?OpenDocument&cast=1>). Tak proto má daňová reforma tak malou popularitu, proto existují daně, jejichž výběr stojí více než kolik nakonec vynese... Žádný pozitivní začátek týdne, ale ono je pondělí, v pátek to bude lepší...

Sumář pro tento týden

USA

- **Makro data:** sledujte **CPI**, podle posledních minutes to vypadá, že Fed je stále obezřetný, nicméně očekávané zpomalení eko. růstu přece jen dává více prostoru k manévrování se sazbami. CPI bude prvním indikátorem, nakolik bude platit, že „účastníci zasedání mírně jistější tím, že pokles inflace z předchozích měsíců roku 2007 bude udržitelný“ (z posledních minutek). Dále: **Běžová kniha**, což je méně makro, více mikro sbírka poznatků „o situaci přímo na zemi“ z jednotlivých regionů USA. **Zahájené stavby domů**, další z plejády slabších čísel, u tohoto se projevuje efekt převisu stávající nabídky domů na trhu nad poptávkou. A to se jen tak nezmění s prouděním vyššího množství domů po neschopnosti spláčet úvěry jejich majitelů.
- **FX+FI:** trh se bude koncentrovat na CPI, především na jádro. Celková inflace bude kvůli benzínu vysoká, což může vyplašit trh (dolar by měl posílit, výnosy nahoru). Průmyslová produkce a zahájené stavby domů by trh ovlivnit neměly. Běžová kniha by mohla, pokud bude pozitivní: podstatně klesne očekávání dalšího snížení sazeb, čili opět pozitivní pro USD a negativní pro dluhopisy.

USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
úterý	15:15	USA	Průmyslová produkce		0.10%	0.20%
	15:15	USA	Využití kapacit		82.10%	82.20%
středa	14:30	USA	CPI		0.20%	-0.10%
	14:30	USA	CPI jádro		0.20%	0.20%
	14:30	USA	Zahájené stavby domů		1,28 mil.	1,331 mil.
	14:30	USA	stavební povolení		1,288 mil.	1,307mil.

Evropa

- **Makro data:** V Evropě ZEW čili pohled analytiků a portfolio manažerů na současnou situaci. V minulosti byl ZEW více negativní, než jak to nakonec dopadlo. Jinak celkem nic, už tradičně se více děje za oceánem než tady na starém kontinentě.
- **FI:** dominantně pod vlivem USA, to znamená prostor pro růst výnosů.

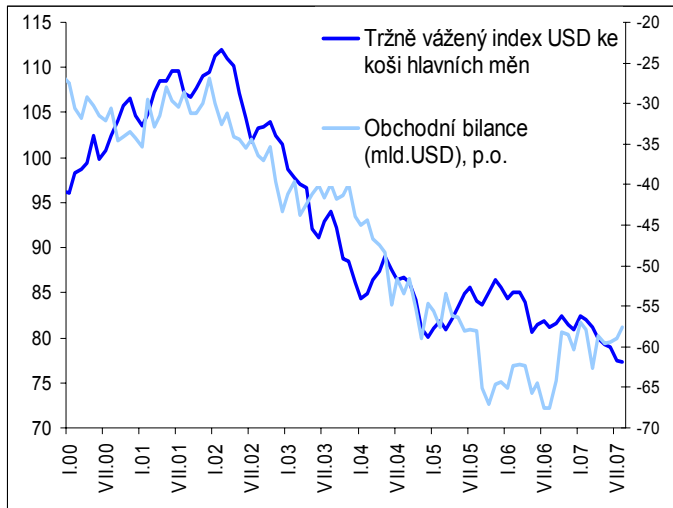
EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
úterý	11:00	GER	ZEW			-18.1
pátek	8:00	GER	PPI			1.0%

CEE region

- V Polsku přes víkend parlamentní volby (21.10.). Dle průzkumů se stane politická scéna méně roztržštěná, jelikož do parlamentu by se měly dostat jenom 3-4 strany. Trh by nejvíce přivítal koalici s Občanskou platformou (OP), která upřednostňuje brzké přijetí eura, reformy (kupříkladu rovnou daň) a privatizaci. Bude však záležet i na síle PiS. Stále nevylučujeme možnost veliké koalice PiS-OP. Pokud však PiS skončí v opozici a bude kontrolovat min. 2/5 křesel, bude zkomplikovat a až znemožnit práci koalice (prezident je totiž dvojče Kaczyński a pokud nějaký zákon vetuje, parlament může veto prolomit jediné třipětinovou většinou). V tomhle případě by byl dopad voleb neutrální. Nejméně příznivá varianta: dlouhé období nejistoty a vyjednávání, případně vznik menšinové vlády (možné pokud by vyhrála PiS, ale nemohla najít koaliciho partnera).
- **Makro data:** Z ekonomických dat v **Česku** tenhle týden běžný účet za srpen (-7.9 mld. CZK) a (současný hnací motore růstu=) maloobchodní tržby za srpen (čekáme +8 %). V **Polsku** i **Maďarsku** mzdy, důležité pro další vývoj měnové politiky (zejména v Maďarsku je důležité, jestli bude mzdy udělají prostor pro další snížení sazeb v listopadu, přestože se blázní ceny potravin). Na Slovensku HICP index, s inflačním kritériem by SK nemělo mít.
- **FI:** Pokles rizikové averze pomáhá utahovat spready na dluhopisech vůči bundům. Data by měly být v PL z hlediska dluhopisů spíše negativní (růst inflace, stále rychlé zvyšování mezd, pomalá průmyslová produkce). Pro HU dluhopisy budou důležitá mzdová data.
- **FX:** I tady se projevilo pokles rizikové averze a měny posílily. Bez jobovek z hlavních trhů bude pozitivní sentiment přetrvávat. Nejbližší technické překážky pro měny v cestě na silnější úroveň jsou 249 HUF, 33,5 SKK a 3,72 PLN. My počítáme s neutrálním resp. jenom mírně pozitivním výsledkem voleb v Polsku (pokračování dosavadní hospodářské politiky bez ambicióznějšího ekonomického programu, absence motivace k snižování rozpočtového deficitu). Pokud by volby překvapily a nová vláda přišla s reformním programem, zlotý by dostal další výrazný impulz pro zhodnocení.

datum	CEE4	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
15.10	pondělí	14:00	PL	CPI inflace (% y/y)	1.9%	1.9%	1.5%
15.10		14:00	PL	Průměrná mzda v podnikovém sektoru (% y/y)	9.9%	10.7%	10.5%
15.10		14:00	PL	Běžný účet (EUR mn)	-1232	-960	-1300
15.10		10:00	CZ	Běžný účet srpen (CZK mn)	-7.90	-9.00	
16.10	úterý	9:00	SK	HICP inflace (% y/y)	1.7%	-	1.2%
17.10	středa	9:00	HU	Průměrná mzda (% y/y)	-	9.0%	10.0%
18.10	čtvrtek	14:00	PL	Průmyslová produkce (% y/y)	4.9%	6.3%	9.0%
18.10		9:00	CZ	Maloobchodní tržby	8.0%	7.8%	8.9%
18.10		14:00	PL	Ceny průmyslových výrobců (% y/y)	2.1%	1.9%	1.7%
21.10	neděle		PL	Parlamentní volby			

Obrázek týdne: Obchodní bilance a greenback



- Obrázek týdne je tržně vážený kurz dolaru ke koši měn a jeho vztah k obchodní bilanci. Trošku paradoxně vidíme oslabování dolaru a současně zhoršování bilance, což je něco, co jednoduchá teorie nepředpokládá.
- Samozřejmě, to co vidíme, je korelace, nikoli kauzalita, nicméně jedna z hypotéz, která se k současnému vývoji dá položit, je tato :
- Oslabování USD zhruba od počátku roku 2002 se shoduje s obdobím fiskální expanze v USA -dramatický nárůst deficitů rozpočtu federální vlády. Kauzalita je tedy od (více-méně) exogenní fiskální expanze (a zhoršující se obchodní bilance) ke slabšímu kurzu.
- Možná že se vývoj ale začíná obracet - z (více-či méně) exogenních příčin slabý dolar může začít eventuálně vést k zlepšování obchodní bilance. Že by čísla z posledního týdne byly začátkem?

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 (%)	cílová hodnota	cílový P/L v flat (%)
30	short EUR/SKK	04.04.07	29.03.08	12M MM EUR/SKK	3,74 33,47		2,00 -0,35	-0,59	-1,10	- 32,10	3,83
32	long US IRS 10let	08.06.07	8.12.2007	USD 10Y IRS	5,78	5,30	48,9bp.			4,80	98,5 bp.

Vzad hled'

USA

- V **US** pár dat a zejména zápisky ze zasedání Fedu, ty byly docela dlouhé. Zaujalo: Fed už v září neveril moc číslům z trhu práce (které nakonec prošly brutální revizí), a že byl poměrně optimistický na výhled inflace („Participants were little more confident that the decline in inflation earlier this year would be sustained“) a také na uklidnění na trzích (“Although financial markets were expected to stabilize over time, ...“). Prostě, kdybych nevěděl, že udělali 50 bodů, tak bych z těch zápisků usoudil, že to je max. na 25 bodů. Nicméně, domníváme se, že „jednou a dost“ je poměrně možný, základní scénář je ještě jedna 25 do konce roku.
- Z Ameriky i jiné pozitivní zprávy – obchodní bilance lepší než očekávání (vid' obrázek týdne), i když bez dolarové odezvy, žádosti o podporu v nezaměstnanosti také nižší (i po zohlednění volatility). To je již druhý indikátor za poslední týden, že trh práce je relativně v dobrém stavu (revize chaoticky spočtených srpnových payrollů byla první, i když ty v rozhodnutí Fedu dle minutes příliš nezavázaly). To je samozřejmě pro americkou ekonomiku nyní dobrá zpráva.

- Celkový PPI vyšší než se čekalo (ropa a potraviny), jádro ovšem poněkud nižší, takže žádný velký dopad na trh. Maloobchodní tržby znatelně lepší, okamžitě se zlepšilo vnímání stavu a vyhlídek ekonomiky a tedy snížilo očekávání dalšího poklesu sazeb. Ovšem reakce bondů a dolaru uhodně tlumená.

Region

- V **ČR** inflace, nezaměstnanost (6.2%) i průmyslová výroba (+6.6 % sezónně očištěno). Nejdůležitější inflace - meziroční inflace se vyhoupla na 2,8%. Za růstem meziroční inflace stojí především nižší sezónní pokles cen rekreací, dále klesaly ceny benzínu, naopak rostly ceny „zimních“ paliv. Do konce roku očekáváme akceleraci y/y inflace nad 3,5%, ale zase především díky plynu, ropě a potravinám. Centrální bankou nejvíce sledovaná část inflace, tzv. poptávková inflace, nerostla, ale stagnovala a od počátku roku nevykazuje přesvědčivý rostoucí trend. Po jestřábi exhibici začala ČNB od července se silicím důrazem uvádět, že protiinflačním rizikem je právě vývoj poptávkové inflace. K tomu se přidala i silnější koruna, tudíž ten růst sazeb asi nebude tak horký, jak se v červenci zdálo. To, že se ale zcela nezastaví, je jasné – trh práce (odbory se chystají na

razantní mzdové požadavky) je úzkým místem, což potvrzuje i vývoj produktivity a mezd v průmyslu (uzavírání kladné mezery). To připouští i nejmladší členové bankovní Rady, pánové Tomšík a Hampl. Oba se shodují na tom, že střednědobě sazby nahoru musí, Hampl se rovnou domnívá, že ani silnější koruna ani globální turbulence nejsou dostatečným důvodem k delší pauze.

- V regionu také inflace v **Maďarsku** a na **Slovensku**. Na SLK spotřebitelská inflace v září vzrostla (2.8 % y/y) kvůli nižší srovnávací základně z předchozího roku, poptávkové tlaky zůstávají stále utlumené. HICP index (by ale SLK mělo mít v souladu s Maastrichtem. Inflace v Maďarsku mírně vyšší, než se čekalo (6.4 %), zejména kvůli potravinám, rizika z tohoto titulu tedy přetrvávají. Důležitá

budou mzdová data; domníváme se, že se počká s vyhodnocením stávajících rizik a další cut přijde až v listopadu.

- Na SLK byl schválený vládou rozpočet na rok 2008 - schodek 2.3 %HDP, a to z toho ještě 1.4 p.b. dělá reforma důchodů. Jo, holt, i ten Fico má z EK zřejmě strach :)

Prognóza peněžního trhu

	-1M (bb)		-1W (bb)		3M sazby			+6M		
	spot	ČS	+1M	trh	rozdl (bb)	ČS	trh	rozdl (bb)		
USA	5,6%	5,2%	5,22%	4,9%	5,0%	-14	4,6%	4,7%	-11	
EMU	4,7%	4,8%	4,68%	4,5%	4,6%	-14	4,4%	4,4%	-7	
CZ	3,5%	3,5%	3,54%	3,3%	3,6%	-30	3,6%	3,8%	-22	
HU	7,7%	7,4%	7,35%	7,4%	7,3%	7	6,9%	6,8%	15	
PL	5,1%	5,1%	5,09%	5,1%	5,2%	-7	5,3%	5,3%	-4	
SK	4,3%	4,3%	4,32%	4,3%	4,6%	-30	4,3%	4,5%	-14	

Prognóza FI

	-1M (bb)		-1W (bb)		2Y			10Y		
	spot	+1M	+6M	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M	+6M		
USA	4,0%	4,1%	4,24%	4,3%	4,2%	4,5%	4,6%	4,69%	4,7%	4,6%
EMU	4,0%	4,0%	4,24%	4,2%	4,4%	4,2%	4,4%	4,43%	4,6%	4,7%
CZ	3,8%	3,9%	3,93%	3,9%	4,2%	4,5%	4,5%	4,59%	4,7%	4,9%
HU	7,2%	7,2%	7,05%	6,9%	6,3%	6,8%	6,8%	6,79%	6,5%	6,3%
PL	5,2%	5,3%	5,28%	5,3%	5,7%	5,6%	5,7%	5,70%	5,7%	5,7%

	-1M		-1W		10Y/2Y spread			10Y Spread to EMU		
	spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M		
USA	41	55	45	40	45	29	29	26	15	-10
EMU	17	32	20	40	35					
CZ	69	60	65	74	68	34	15	15	13	17
HU	-39	-38	-26	-30	0	265	247	236	200	160
PL	46	45	42	40	0	148	135	127	115	100

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
CZ	3,78%	3,97%	4,08%	4,16%	4,23%	4,29%	4,34%	4,39%	4,44%	4,49%

Prognóza FX

	-1M (bb)		-1W (bb)		FX			+6M		
	spot	ČS	+1M	trh	rozdl (bb)	ČS	trh	rozdl (bb)		
USD	1,39	1,41	1,418	1,38	1,42	-3%	1,36	1,42	-4%	
CZ	27,4	27,6	27,51	27,5	27,5	0%	27,3	27,4	0%	
HU	255	251	250,3	249	251	-1%	249	252	-2%	
PL	3,78	3,77	3,721	3,75	3,72	1%	3,70	3,72	0%	
SK	33,7	33,8	33,60	33,5	33,6	0%	32,1	33,5	-4%	

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