

## Sumář pro tento týden

I když jsme v metru přes víkend potkávali davы polských turistů, někteří Poláci zjevně předci jenom zvolili alternativní program a šli k volbám. A zvolili zněnu.... Účast dosáhla rekordně vysokých 55%. Předvolební průzkumy překvapivě nepřekvapily. Na základě sčítaných 73,7% hlasů by se jasným vítězem voleb měla stát opoziční Občanská platforma. Navíc její náskok před Kaczynského Právo a spravedlnost (PiS) je výrazný – 10 procentních bodů. Vytváří se tak prostor pro koalici se Stranou polských rolníků. Tyto dvě strany by měly dohromady kontrolovat víc než polovinu křesel v parlamentu. A co to znamená? Minimálně naději na fiskální disciplínu a brzké přijetí eura. Na tom se tyto dvě strany shodnou. Dalším důležitým aspektem je, že PiS nemá dost hlasů na to, aby s pomocí prezidentova veta blokovala parlament. Celkově tedy trhy volby potěší.

### USA

- **Makro data:** V Americe nemovitostní folklór – prodeje existujících domů a prodeje nových domů, zejména prodeje nových domů jsou dolů tlačeny celkovou situací na trhu: vysoké míry nesplácení na trh přináší množství domů, jejich ceny (mírně, zatím) klesají, není tudíž divu, že se moc do stavění firmy nehrnou. Z vrcholu kolem 1,4 mil nových prodaných domů (anualizovaně) v roce 2005 jsme se dostaly až k 0,8 mil. dnes a nevypadá to tak, že se to hned příští měsíc zlepší. Momentálně se k starosti kolem trhu s nemovitostmi přidávají i vyšší ceny ropy (o vlivu cen ropy na růst ve Spojených státech vyjde snad příští týden speciál, sledujte), na druhé straně působí pak samozřejmě slabší dolar (lepší pro vývoz, vid. Boeing, horší pro dovoz, kvůli vyšší možné importované inflaci, i když otázkou zůstává, nakolik by se to skutečně v ekonomice jako US projevilo) a stále zatím dobrý trh práce. Prostě, Fedem bych teď být nechtěl.
- **FX+FI:** v centru pozornosti by měl být stav trhu s nemovitostmi, tj. prodeje nových a existujících domů. Dají se očekávat spíše slabší čísla, tj. podpora nově se tvořícího negativního sentimentu. Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby jako vždy ve hvězdách kvůli vysoké volatilitě. Trh by měl být citlivý spíše na negativní překvapení. Celkově výnosy dolů a tlak proti dolaru. U dolaru se může projevit schůzka G-7.

USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
středa	16:00	USA	Prodeje existujících domů		5,30mil.	5,50mil.
čtvrtek	14:30	USA	objednávky zboží dlouhodobé spotřeby		1.50%	-4.90%
	16:00	USA	Prodeje nových domů		0,78mil.	0,795mil.

### Evropa

- **Makro data:** V Evropě předběžné PMI, těžko říct, co s ním udělá silnější EUR (na nových rekordech vůči dolaru). Z podobného důvodu pak důležité i objednávky v průmyslu. M3 dostane asi větší prostor v argumentaci ECB až poté, co přestane reflektovat růst z titulu likviditní krize a co se ECB rozhodne, že další hike je pro další hospodářský vývoj v Eurozóně nezbytný.
- **FI:** PMI a částečně objednávky v průmyslu mohou ovlivnit náladu, v současné nejisté situaci jsou více sledovány také projevy lidí z ECB. Dominovat by ovšem stále měl vliv sentimentu v USA.

EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
úterý	11:00	EMU	Objednávky v průmyslu			10.9%
středa	10:00	EMU	PMI výrobní (předběžné)			53.2
	10:00	EMU	PMI služby (předběžné)			54.2
pátek	10:00	EMU	M3			11.6%
úterý	8:45	FRA	Maloobchodní tržby			3.6%
čtvrtek	8:45	FRA	Podnikatelská důvěra			110.0

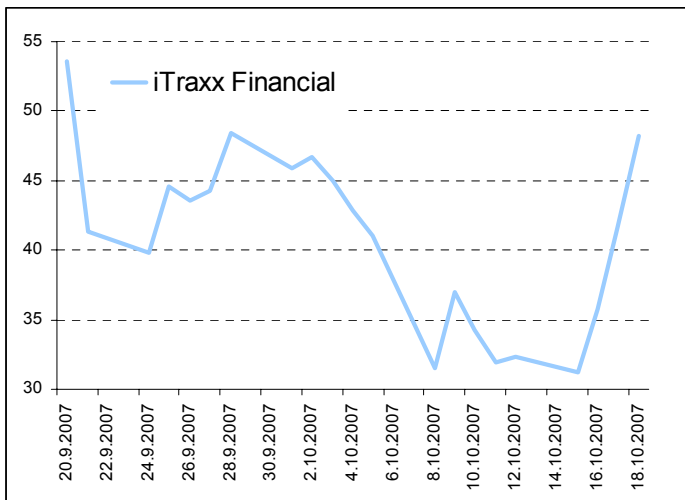
### CEE region

- **Makro data:** V ČR mají v Radě už asi náhled nové prognózy – tedy, alespoň to tak vypadá podle vyjádření z Bankovní rady. Jako, nikdo nic na rovinu nefekne, ale vyjádření typu „silnější koruna může snížit další potřebu zvyšování sazeb v blízké budoucnosti“ (Tomšík) nebo „Silná koruna pravděpodobně povede ke snížení trajektorie úrokových sazeb v nové inflační prognóze“ (Niedermayer) dávají tušit, že nová inflačka sice k růstu sazeb povede, ale mnohem pomalejším tempem. Samozřejmě, rizikem zůstává trh práce, což bude podle nás inflační riziko č. 1 v prognóze. My čekáme tenhle čtvrtek sazby bez změny, nicméně riziko zůstává, že se hike již teď, preventivně (a s novou prognózou to jde vždy lépe). V PL inflace, tedy jádro, podle našich kalkulací tam k překvapivému růstu, jako jsme viděli v headlinu (2.3 % meziročně, díky potravinám a palivům), nedejde, i když růst mezd je stále impresivní (což se ukáže patrně i v dalším čísle příští týden – v maloobchodních tržbách). Pro jádro čekáme tedy 1.3 %. Zlatým hřebem však byly nedělnější volby.

- **FI:** Přírážky na maďarských a polských dluhopisech vůči Eurozóně se přes minulý týden rozšířily kvůli nervóznější atmosféře na hlavních trzích. V Polsku se k tomu přidala data, která trhu připomněla, že sazby budou ještě muset jít výš. I příští týden bude vývoj rizikové averze a evropských dluhopisů hlavním tahounem pro region. Pozitivní výsledek polských voleb by mohl působit opačným směrem, pravděpodobně však jenom na dlouhém a středním konci.
- **FX:** Koruna na rekordu vůči dolaru i EUR, zejména vůči dolaru se hecla, atakovala hranici 19 CZK za dolar. Nový rekord i vůči EUR, pod 27.30, pozitivní nálada vůči regionu, pokud přetrvá, může ještě mírné posílení přinést. Důležitým impulz od eurodolaru, což pro příští týden neveští (pro dolar) nic supr. I ostatní měny regionu posílily, zloťák se dostal dokonce pod 3.69. Technické indikátory naznačují možnou překoupenost zlotého. Avšak vzhledem na příznivý výsledek polských předčasných voleb (i když zatím není definitivní, spočítalo se jenom 74% hlasů) si myslíme, že zlotý bude pokračovat nejbližší dny v posilování navzdory technice. Když se posuneme na mapě více na jih, hlavní událostí bude zveřejnění revidovaných údajů o vývoji veřejných financí na Slovensku. Revize pro tento rok výrazně větší než 0,2-0,3% HDP by vedla k oslabení koruny, které by mohlo být i výraznější. Opačnou reakci lze čekat v případě, že by revize nebyla velká a vidina eura by tak nabyla reálnější črty. Ještě více na jih (v HU) budou první dva dni týdne trhy zavřené. Proto pohyby forintu budou v první radě kopírovat region a kvůli nižší likviditě je možná i vyšší volatilita.

datum	CEE4	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
22.10	pondělí	14:00	PL	CPI inflace, jádro (% y/y)	1.3%	1.2%	1.2%
23.10	úterý		PL	Maloobchodní tržby (% y/y)	14.1%	16.5%	17.4%
25.10	čtvrtek		CZ	Zasedání centrální banky k sazbám	3.25%	3.25%	3.25%
25.10		9:00	HU	Maloobchodní tržby (% y/y)	-3.9%	-4.4%	-4.2%
25.10		14:00	PL	Záznam ze zasedání centrální banky(09/2007)	-	-	-
26.10	pátek	9:00	SK	Ceny průmyslových výrobců (% y/y)	1.1%	1.1%	0.5%

## Obrázek týdne: ITraxx aneb SIV znovu útočí



- Na obrázku je vývoj iTraxx indexu (resp. jeho části, pokrývající finanční společnosti), který sumarizuje náklady pojištění (tak, jak vyplývají z CDS, čili credit default swapů).
- CDS jsou v podstatě kreditní deriváty s funkcí pojištění – za prémii, kterou platí ten, jež se chce pojistit, dostává od toho, kdo CDS prodává, ochranu vůči případnému defaultu konkrétní společnosti. iTraxx pak tyto ceny sumarizuje – tudíž je zrcadlem toho, jak trh oceňuje riziko toho, že některá konkrétní společnost bude mít potíže se splácením svého emitovaného dluhu.
- Minulý týden zveřejnily velké 3 americké banky plán vytvořit velký fond, jež by měl zabránit panickým nuceným výprodejům aktiv z SIV. Následně ale oznámily dvě mimorozvahové společnosti (jedna vlastněná německou IKB, ano, tou ze srpna, a jedna vlastněná Cheney Capital Management), že jako se splácením svých dluhů to nebude žádná hitparáda. To nanovo přivzilo obavy z toho, jak vlastně na tom jsou tyto SIV u jiných bank, a co to udělá následně s jejich mateřskými bankami.
- To se samozřejmě odrazilo v iTraxx indexu finančních korporací. Ten vzrostl o 17 bodů (jeden bazický bod znamená 1000 USD v pojišťovacích nákladech na 10 mil. USD nominální hodnoty bondů). Naplňuje se tak zčásti scénář s periodickými výbuchy nervozity, kdy se sice celkově situace pozvolna uklidňuje ale ohniska napětí se vynořují. Dokud nebude úplně jasné, kdo a jak velké ztráty a kde udělal, je možné, že nás budou podobní kostlivci vypadávající ze skříní překvapovat.

## 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 (%)
30	short EUR/SKK	04.04.07	29.03.08	12M MM EUR/SKK	3,74	33,59	2,00 -0,35	-0,59	-1,10	-	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** zejména inflace, ta jádrová meziměsíčně v souladu s očekáváním (0.2%); co celkově urychlilo byly potraviny,

energie a nájemné, což může být důsledkem toho, jak množství lidí ztrácí svá obydlí a tudíž je nucena hledat alternativu v nájemném bydlení. Samozřejmě, větší počet domů na trhu by měl v probíhající korekci a při nedostatku

kupujících působit též na rozšíření ponuky nájemného bydlení. V čistém je tudíž efekt ex ante nejasný.

- Z Běžové knihy : ekonomická aktivita sice pokračuje v růstu, nicméně tempo se od srpna snížilo. Aktivita byla charakterizována jako „mírná“ nebo „smíšená“. Což je mimochodem i slovo, vystihující můj dojem z americké ekonomiky.
- Z trhu s nemovitostmi další špatné zprávy – stavební povolení i započaté stavby nových domů pod očekáváními, situace tudíž ještě nějakou dobu bude na trhu s nemovitostmi špatná.

## Region

- V ČR z dat minulý týden maloobchodní tržby a běžný účet. Zejména účet překvapil velkým deficitem (-32 mld.), nicméně jedná se podle nás o jednorázový výkyv, způsobený odlivem dividend (pokud by byl tento odliv rozložený do víc měsíců, jak jsme čekali, neviděli bychom takovýto srpnový úlet) a odhadem dividend a reinvestovaného zisku ze strany ČNB. Maloobchodní tržby za srpen sice pomalejší ( „jen“ 7.2 % bez aut ), ale to je jenom technická záležitost (dovolené v srpnu, příprava na Vánoce, ohlášení slev např. u elektroniky). Zpomalení spotřeby přijde až příští rok, s efektem reformy, i když trh práce bude proti tomuto efektu působit.

- Tůma spílal své korunou zviklané kolegy, že správním postupem je počkat na prognózu a pak se rozhodnout. Čekáme, že v ní bude inflace zvýšena, ale jen díky reformám, možná i kvůli potravinám a ropě... ale že by se zvyšovala i poptávková inflace? Kurz silnější, poptávková inflace nižší než ČNB čekala... Čekáme proto růst sazeb, ale rychlostí umírněnou.
- **Slovenské HICP** dosáhlo 1,7% y/y, více než čekala NBSka. S inflačním kritériem by SK nemělo mít výraznější problém (jo, mám samozřejmě na mysli splnění kvantitativního kritéria, nikoliv udržitelnosti), od centrální banky čekáme sazby stabilní.
- **V Polsku inflace a mzdy**, zejména ze strany inflace překvapení (na 2.3 %), kdy se konečně do cen promítly ceny potravin. Korporátní mzdy také zůstaly velice rychlé, 9,5 %, meziročně, celkově po započtení změny zaměstnanosti a růstu mezd vzrostly se celkové mzdy zvýšily o přes 12 procent. Whoa! Dopad na měnovou politiku bude ve směru mírného ochlazení holubičí rétoriky, která poslední dobou z centrbanky zaznívala (tedy, kromě Dariusza Filara, ten zní docela jestřábě pořád), i když jen růst z titulu potravin není tím, co by (ceteris paribus) mělo banku prvoplánově rozčilovat.

## Prognóza peněžního trhu

3M sazby

	-1M (bb)		-1W (bb)		spot			+1M		
					ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)
USA	5,2%	5,2%	5,15%	4,9%	4,8%	6	4,6%	4,3%	27	
EMU	4,7%	4,7%	4,63%	4,5%	4,5%	-10	4,4%	4,3%	4	
CZ	3,5%	3,5%	3,57%	3,3%	3,6%	-34	3,6%	3,8%	-26	
HU	7,4%	7,4%	7,26%	7,4%	7,2%	15	6,9%	6,7%	19	
PL	5,1%	5,1%	5,15%	5,1%	5,2%	-15	5,3%	5,5%	-15	
SK	4,3%	4,3%	4,35%	4,3%	4,4%	-13	4,3%	4,5%	-15	

## Prognóza FI

FI - výnosy

	-1M (bb)		2Y			-1M (bb)		10Y		
			spot	+1M	+6M			spot	+1M	+6M
USA	4,1%	4,2%	3,81%	4,3%	4,2%	4,6%	4,7%	4,40%	4,7%	4,6%
EMU	4,1%	4,2%	4,00%	4,2%	4,4%	4,4%	4,4%	4,22%	4,6%	4,7%
CZ	3,9%	3,9%	3,94%	3,9%	4,2%	4,6%	4,6%	4,48%	4,7%	4,9%
HU	7,1%	7,1%	7,06%	6,9%	6,3%	6,7%	6,8%	6,77%	6,5%	6,3%
PL	5,2%	5,2%	5,39%	5,3%	5,7%	5,7%	5,7%	5,72%	5,7%	5,7%

FI - spready

	-1M		10Y/2Y spread			-1M		10Y Spread to EMU		
			spot	+1M	+6M			spot	+1M	+6M
USA	57	45	59	40	45	27	26	18	15	-10
EMU	30	20	22	40	35					
CZ	72	63	54	74	68	25	13	26	13	17
HU	-34	-26	-29	-30	0	236	236	256	200	160
PL	42	46	33	40	0	131	126	150	115	100

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
<b>CZ</b>	3,78%	3,94%	4,04%	4,10%	4,16%	4,22%	4,27%	4,32%	4,37%	4,42%

## Prognóza FX

FX

	-1M (bb)		-1W (bb)		spot			+1M		
			ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)		
USD	1,41	1,42	1,432	1,42	1,43	-1%	1,36	1,43	-5%	

CZ	27,6	27,5	27,22	27,6	27,2	1%	27,3	27,1	1%
HU	250	250	252,6	249	253	-2%	249	255	-2%
PL	3,76	3,72	3,688	3,75	3,69	2%	3,70	3,72	-1%
SK	34,1	33,6	33,52	33,5	33,5	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	<b>Viktor Kotlán</b>	+420/224 995 217	<a href="mailto:vkotlan@csas.cz">vkotlan@csas.cz</a>
Makro tým (Střední Evropa)	Mária Hermanová (Fehérová)	+420/224 995 232	<a href="mailto:MHermanova@csas.cz">MHermanova@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>
akcie – sektor ropa, plyn	Tamás Pletser	+361 235 51 33	<a href="mailto:tpletser@erstebank.com">tpletser@erstebank.com</a>
akcie – sektor bankovníctví	Guenther Hohberger	+43 501 00 173 54	<a href="mailto:guenther.hohberger@erstebank.at">guenther.hohberger@erstebank.at</a>
akcie – sektor bankovníctví	Angelika Zwerenz	+43 501 00 119 03	<a href="mailto:angelika.zwerenz@erstebank.at">angelika.zwerenz@erstebank.at</a>
akcie – sektor telekomunikace	Andras Szalkai	+361 235 5134	<a href="mailto:andras.szalkai@erstebank.com">andras.szalkai@erstebank.com</a>
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+420 224 995 940	<a href="mailto:urbankovav@ersteinet.cz">urbankovav@ersteinet.cz</a>
akcie – sektor IT	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	<a href="mailto:daniel.lion@erstebank.at">daniel.lion@erstebank.at</a>
akcie – sektor strojírenství	Gerald Walek	+43 501 00 163 60	<a href="mailto:gerald.walek@erstebank.at">gerald.walek@erstebank.at</a>
akcie – sektor pojišťovnictví	Christoph Schultes	+43 501 00 163 14	<a href="mailto:christoph.schultes@erstebank.at">christoph.schultes@erstebank.at</a>
<b>Brokerjet</b>	On-line obchodování s CP	+420 222 004 444	<a href="http://www.brokerjet.cz">www.brokerjet.cz</a>