

## Sumář po tento týden

### USA

- **Makro data:** Tento týden je v Americe množství dat. Vrcholnou událostí týdne bude **zasedání FOMC**, trh nyní po posledních datech z nemovitostního trhu počítá už s pravděpodobností 1 se snížením sazeb (podle futures) alespoň o čtvrt procentního bodu. Naši analytici z Vídně se domnívají, že si Fed se zvýšením sazeb počká až na prosincové zasedání, zejména kvůli tomu, že trh práce zatím stále vykazuje solidní formu, spotřebitelská poptávka zůstává relativně silná. Dalším z důvodů může být i to, že jedním z podstatných zdůvodnění, které Fed nabídl po 50-bodové snížení v září, byla snaha o zmírnění potenciálního dopadu utážených finančních podmínek na ekonomický růst. Zatímco někde k obnovení zdání normality došlo (trh komerčních cenných papírů), jinde zatím ne (LIBOR), tudíž si Fed může vybrat interpretaci jakou chce (otázkou je, jestli by další cut nebyl interpretován jako obava ze slabosti ekonomiky, jak se domnívají naši kolegové). Fundamentální slabost sektoru nemovitostí je bez debaty – otázkou zůstává to, jak velké a jak dlouhé implikace Fed z tohoto sektoru vidí pro budoucí růst, zejména na pozadí slábnoucího dolaru a vysokých cen ropy. Z dalších dat **1. odhad HDP** a preferovaný ukazatel Fedu k měření inflace **PCE (jádro)**, ISM výrobní jenom těsně nad hranicí mezi expanzí a kontrakcí.
- **FX+FI:** trh by měl sledovat především FOMC. Ponechání sazeb beze změny by vyvolalo nejsilnější reakci: dolar by měl prudce posílit (to je přímočará interpretace na základě úrokového diferenciálu, sofistikovanější interpretace by byla, že dolar oslabí, protože se bude trh bát, že Fed bude muset později snižovat sazby výrazněji). Snížení sazeb o 25bp by nemělo trh příliš ovlivnit., snížení sazeb o 50bp. by mělo tlačit proti dolaru. Hodně sledované bude i prohlášení po zasedání. Trh je v posledních dvou týdnech značně nervózní, takže vývoj kolem FOMC může být značně bouřlivý. Z dat bude trh citlivý především na případně slabší HDP.

USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
úterý	14:30	USA	Spotřebitelská důvěra		100.0	99.8
středa	14:30	USA	HDP (advanced)		3.10%	3.80%
	15:45	USA	Chicago PMI		53.0	54.2
	20:15	USA	FOMC	4.75%	4.50%	4.75%
čtvrtek	14:30	USA	Osobní příjmy		0.40%	0.30%
	14:30	USA	Osobní výdaje		0.40%	0.60%
	14:30	USA	PCE jádrový index		0.20%	0.10%
	16:00	USA	ISM výrobní		51.8	52.0
pátek	14:30	USA	změna počtu pracovních míst		90000.0	110000.0
	14:30	USA	míra nezaměstnanosti		4.70%	4.70%
	16:00	USA	tovární zakázky		1.10%	-3.30%

### Evropa

- **Makro data:** V Evropě předběžný údaj za inflaci v EMU a spotřebitelská důvěra, nicméně mnohem důležitější jsou data za oceánem.
- **FI:** dluhopisy v Evropě by měly být především pod vlivem obchodování v USA: nejpravděpodobnější variantou je růst ceny (pokles výnosů), především kvůli růstu nervozity a odlivu prostředků do bezpečí.

EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
pondělí		GER	CPI předběžný		2.4%	2.4%
středa	11:00	EMU	Spotřebitelská důvěra			-5.0
	12:00	EMU	důvěra v ekonomiku			107.1
	12:00	EMU	CPI předběžný			2.1%
pátek	10:00	EMU	PMI výrobní			51.5

### CEE region

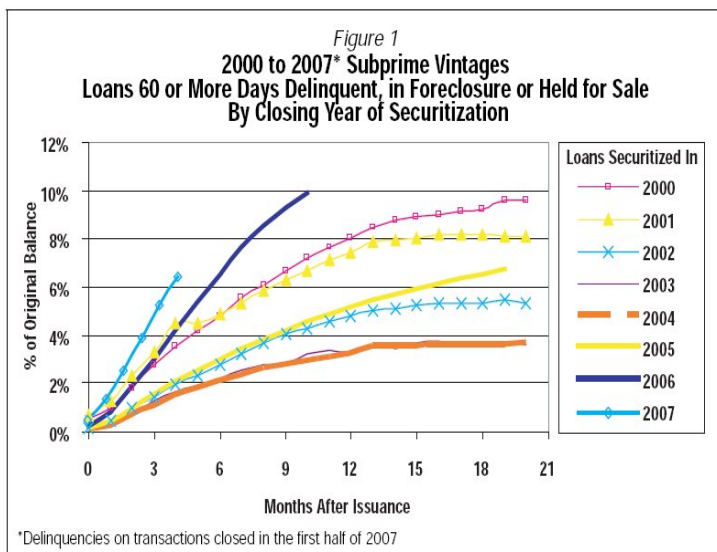
- **Makro data:** V regionu zejména zasedání trojice centrálních bank, nečekáme změnu ani v jedné z nich. Asi nejpřímočařejší je NBS na Slovensku, ta teď nějakou dobu bude přihlížet tomu, co udělá ECB. I v **Maďarsku** sazby čekáme bez změny, i když polovina analytiků čeká cut – my se domníváme, že přetrvávající inflační rizika (např. potraviny, ropa), právě probíhající mzdová vyjednávání a skutečnost, že novou kvartální prognózu bude mít centrální banka k dispozici až za měsíc může motivovat členy bankovní rady k odsunutí snížení sazeb o měsíc (tj. neměnným sazbám v říjnu). Povolební situace v **PL** také nahrává scénáři sazeb beze změny–

příští měsíc bude více informací o skutečném programu vlády a z něho vyplývajících fiskálních následcích. V listopadu budou navíc dostupná důležitá data (čtvrtletní statistika mezd), zlotý v posledním období výrazně posílil a stále převládá mírnější rétorika většiny rady (i když ještě ožívají). To vše nahrává pozdější změně sazeb, nejspíš v listopadu. V ČR jenom obchodní bilance za září, číslo bez dopadu na trh.

- **FI:** Klíčová budou zasedání centrálních bank. Zejména v HU je trh nejistý a rozpolcený, proto by výsledek mohl mít vliv na obchodování (domníváme se, že větší v případě snížení sazeb). Polské dluhopisy na středním a dlouhém konci bude nadále podporovat znovuzrození konvergenční hry po příznivém výsledku parlamentních voleb. Nová inflační prognóza však bude nadále ukazovat na růst sazeb a proto na krátkém konci nevidíme prostor pro výraznější zisky.
- **FX:** CZK po zasedání ČNB posílila zhruba o 10 haléřů a následně krátce zlomila hladinu 27.00 za EUR. Carry obchodování již nejspíš za pohyby kurzu nestojí, CZK se vyvíjí více ve směru s regionem (nálada vůči regionu je spíše pozitivní, polské volby, všeobecně dobré makro). Na rekordu se ocitla i vůči americkému dolaru (18.80 CZK), což je podle nás přímým důsledkem oslabujícího dolaru vůči EUR a vůbec všeobecného úprku od dolaru, který právě měně s pověstí bezpečného přístavu jakou je CZK, nadto v krajíně s výborným makrem, prospívá. Příští týden bude pro region důležité zejména rozhodnutí FEDu a to, jak si ho trh přebere. Pokud by vzrostly obavy z recese americké ekonomiky, mohla by nastat korekce na slabší úroveň. Mírné vybírání zisků není možné vyloučit ani v případě udržení apetitu k riziku, jelikož nedávné posílení (zejména na zlotém) bylo relativně razantní.

datum	CEE4	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
29.10	pondělí	15:00	HU	Zasedání centrální banky k sazbám	nic	-25bp	-25bp
30.10	úterý	9:00	HU	Ceny průmyslových výrobců (% y/y)	-1.9%	-2.0%	-2.3%
30.10			SK	Zasedání centrální banky k sazbám	nic	nic	nic
30.10			SK	Běžný účet (srpen, mld. Sk)	-	-	-0.1
31.10	středa	14:00	PL	Zasedání centrální banky k sazbám	nic	nic	nic
2.11	pátek	9:00	CZ	Obchodní bilance (září, mld. CZK)	-	-	-0.6

## Obrázek týdne: Subprime jak víno aneb starší = lepší ?



Zdroj: <http://calculatedrisk.blogspot.com/2007/10/more-moodys-subprime-data.html>

- Na obrázku je graf, zachycující míry nesplácení u subprime hypoték, a to podle období, ve kterém byly sekuritizovány.
- Je vidět podstatné rozdíly mezi jednotlivými obdobími – zatímco například subprime hypotékám z roku 2004 trvalo zhruba 13 měsíců, než se míry nesplácení (u hypoték které jsou 60 nebo více dní po splatnosti) vyšplhaly k 4 procentům (celkového původního objemu), u ročníku 2006 to byly jenom cca 4 měsíce.
- Nejnižší míry nesplácení mají ročníky 2002, 2003 a 2004, tudíž období, kdy úrokové sazby byly extrémně nízké delší dobu. Příliš se průběhem neliší ani ročník 2005, kdy se naopak sazby v průběhu 12 měsíců zvedly o 200 bazických bodů.
- Proč tedy ročníky 2006 a 1H/2007 tak vyčnívají? Člověk by se mohl domnívat, že pokud je důvodem výlučně jenom úroveň sazeb, nejvíce měly „trpět“ ročníky jako 2003-4, kde většina subprime hypoték (většinou typu 2/28) měla přijít k aktuálním (=vyšším) úrokovým sazbám v roce 2005-6.
- Jedním z důvodů může být, že u ročníků 2003-4 se ještě hypoteční dlužníkům mohlo podařit hypotéky po 2 letech refinancovat v době rostoucích cen nemovitostí, tudíž kapitálový zisk mohl pokrýt vyšší očekávané úrokové náklady. Naproti tomu, refinancování ročníků 2005 dnes dostane mnoho hypoték tzv. „pod vodu“. Prostě, trpět budou ti, kdo do rozjetého vlaku skákali jako poslední.
- Nebo také (jak uvádí zpráva Moody's) je to proto, že ročník 2006 měl nižší požadovaný bezpečnostní standard – má např. vyšší zastoupení tzv. „stated doc“ hypoték (kde se neověřují vaše poměry, stačí čestné prohlášení) a hypoték s vysokou zadlužením dlužníka vůči hodnotě majetku. Obojí zadělává na vyšší riziko podvodného jednání.
- Oba důvody ale znamenají jediné – trh s nemovitostmi má ještě krůně chvíle před sebou a pár slabých čísel ještě vyleze.

## 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	33,24	2,14 0,71	0,45	0,78	- 32,10	3,83
32	long US IRS 10let	08.06.07	8.12.2007	USD 10Y IRS	5,78	5,03	75,4bp.			4,80	98,5 bp.

## Vzad hled

## USA

- V US pár dat bylo, **trh nemovitostí** standardně **špatně**, to se ale ještě asi nějakou dobu dá očekávat, mrkněte na dnešní Obrázek týdne. Prodej existujících domů byl slabší než už beztak slabá očekávání, anualizovaně 5,04 mil. Stoupá zásoba neprodaných domů, průměrná prodejní cena tak dále klesá. O tom, že domů na prodej je opravdu hodně, svědčí i článek z NY times, (<http://www.nytimes.com/2007/10/22/us/22auction.html?pagewanted=1&r=3>) – společnosti jako např. Real Estate Disposition zabývající se organizováním aukcí byly podle slov viceprezidenta od roku 1998 „dormantní“ (česky: šlo to s nimi z kopce), nyní mají každý víkend alespoň 1 aukci.
- K slabším datům z trhu práce se přidala slabá čísla o objednávkách zboží dlouhodobé spotřeby. Ty se v září propadly o 1,7%, přičemž analytici čekali růst o 1,5%. Navíc i data za srpen byla revidována k nižší úrovni. Hlavním viníkem byl volatilní segment dopravních prostředků, konkrétně armádní nákupy. Ale i po vyloučení této složky bylo celkové číslo nižší než se čekalo. Upevnilo se tak očekávání trhu o dalším cutu Fedu na svém zasedání příští týden.

## Region

- **ČNB** minulý týden odpálila regionální kolo zasedání centrálních bank. Sazby se podle očekávání neměnily, hlasování bylo 5/2 což já osobně vidím spíše jako gesto trhům, že se zvyšováním sazeb není konec. Prognóza se jeví být spíše opatrná, střednědobě zřejmě maluje pozvolný růst sazeb. Důvodů pro zvyšování tento měsíc nebylo mnoho – CZK je na úrovni 27.00 lk euru, měnově-politická inflace je nízká, výhled v Eurozóně nejistý. K těmto hlavním nejistotám prognózy guvernér zařadil

ještě potraviny a možné sekundární dopady daní. I přes tajemnost guvernéra ohledně časování si myslíme, že nejbližší zvednutí přijde v lednu, s rizikem, že případně slabší koruna umožní psychologicky v některém z nadcházejících měsíců udělat z hiku lehčeji uskutečnitelnou věc.

- **SLK** bude podle prohlášení Eurostatu revidovat deficit veřejných financí za 2006 v menšího rozsahu než se původně předpokládalo (0,3% HDP namísto 0,7%), jelikož se do něho zahrne jenom veřejnoprávní televize a rozhlas. O roce 2007 se Eurostat nezmínil. Ministerstvo financí však prohlásilo, že i kdyby se do letošního deficitu musely započítat dluhy dálniční společnosti, Maastricht se podaří splnit. Fiskální deficit by letos podle revidované prognózy totiž měl dosáhnout jenom 2,5% HDP. Co znamená, že i kdyby Eurostat nařídil zahrnout dálnice, byl by o 0,2 procentního bodu vyšší (2,7%). Vidina eura se tak zrealizuje, koruna mírně posílila.
- **V Polsku hlavně volby**, výsledky: Občanská platforma (209 křesel), Právo a spravedlnost (166 křesel), levicová LiD (53) a také Strana rolníků (31). Naopak, vypadly dvě populistické strany (Liga polských rodin, Sebaobrana). První a poslední strana má tudíž pohodlnou většinu a začne jednání o koalici. Definitivní rozhodnutí padne do 10. listopadu, do toho dne se snad dozvíme i nějaké body programu. Obě strany se už shodly na potřebě upravit rozpočet na příští rok (PO se bude snažit snížit deficit pod 20 mld. PLN v srovnání s 28,6 mld. PLN navrhovanými Kaczynského vládou). LiD (která plánuje zůstat v opozici) vyhlásila, že podpoří brzké přijetí eura.

## Prognóza peněžního trhu

	3M sazby								
	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	ČS	+1M trh	rozdl (bb)	ČS	+6M trh	rozdl (bb)
USA	5,2%	5,2%	4,98%	4,9%	4,8%	11	4,6%	4,2%	42
EMU	4,8%	4,6%	4,60%	4,5%	4,5%	-5	4,4%	4,3%	10
CZ		3,6%	3,56%	3,3%	3,6%	-32	3,6%	3,8%	-24
HU	7,4%	7,3%	7,27%	7,4%	7,2%	16	6,9%	6,7%	16
PL	5,1%	5,2%	5,18%	5,1%	5,3%	-19	5,3%	5,5%	-20
SK	4,3%	4,4%	4,31%	4,3%	4,7%	-40	4,3%	4,4%	-6

## Prognóza FI

	FI - výnosy									
	-1M (bb)	-1W (bb)	2Y			10Y			-1M (bb)	-1W (bb)
			spot	+1M	+6M			spot	+1M	+6M
USA	4,0%	3,8%	3,78%	4,3%	4,2%	4,6%	4,4%	4,40%	4,7%	4,6%
EMU	4,0%	4,0%	3,97%	4,2%	4,4%	4,3%	4,2%	4,17%	4,6%	4,7%
CZ	3,9%	3,9%	3,86%	3,9%	4,2%		4,5%	4,45%	4,7%	4,9%
HU	7,1%	7,1%	7,00%	6,9%	6,3%	6,8%	6,8%	6,70%	6,5%	6,3%
PL	5,2%	5,3%	5,46%	5,3%	5,7%	5,7%	5,7%	5,49%	5,7%	5,7%

## FI - spready

	10Y/2Y spread	10Y Spread to EMU

	-1M	-1W	spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M
USA	61	60	62	40	45	25	20	22	15	-10
EMU	31	20	21	40	35					
CZ		56	58	74	68		29	27	13	17
HU	-33	-29	-30	-30	0	243	257	253	200	160
PL	42	39	3	40	0	133	149	132	115	100

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
<b>CZ</b>	3,78%	3,93%	4,04%	4,10%	4,15%	4,20%	4,24%	4,29%	4,33%	4,38%

## Prognóza FX

	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	FX			rozdíl (bb)	rozdíl (bb)	rozdíl (bb)
				ČS	+1M trh	+6M trh			
USD	1,43	1,43	1,442	1,42	1,44	-2%	1,36	1,44	-6%
CZ	27,6	27,2	26,87	27,5	26,9	2%	27,3	26,8	2%
HU	251	252	250,9	249	251	-1%	249	253	-2%
PL	3,77	3,69	3,621	3,75	3,62	3%	3,70	3,68	1%
SK	33,9	33,5	33,28	33,5	33,3	1%	32,1	33,2	-3%

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>
Co-Head of CEE Equities	Tamás Pletser	+361 235 51 33	<a href="mailto:tpletser@erstebank.com">tpletser@erstebank.com</a>
akcie – sektor ropa, plyn	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>