

Sumář pro tento týden

USA

- **Makro data:** Tento týden začínáme nevyrobním indexem ISM. Trh očekává prakticky setrvalý stav. Pravděpodobně je spíše lepší číslo, čemuž nasvědčuje solidní přírůstek nových pracovních míst ve službách v říjnu. Produktivita práce bude odrážet čísla o vývoji HDP ve třetím čtvrtletí, její růst by měl tlumit očekáváníí mzdové inflace. Na obchodní bilanci bude mít na jednu stranu negativní vliv raketový růst ceny ropy, na druhou stranu by ji měl vylepšovat silící export. Pokud by byl export nad očekáváním, vylepšilo by to dále HDP za třetí čtvrtletí. Konečně michiganský index spotřebitelské poptávky ukáže, jestli bude mít převahu stále silný trh práce nebo negativní impulsy od vysokých cen energií. Událostí týdne ovšem bude vystoupení B. Bernakeho před senátní komisí, které by mělo dále vyjasnit pravděpodobný postup Fedu v současné obtížné situaci.
- **FX,FI:** Tento týden je poměrně chudý na data, nic z nich by nemělo ovlivnit obchodování výrazně. ISM nevyrobní by mohl zapůsobit pokud bude slabší než se čeká. Podobně slabý michiganský index spotřebitelské důvěry. Trh bude sledovat především zprávy o stavu finančního sektoru, pozorně bude sledován objem likvidity dodávaný Fedem na trh kvůli příznakům obnovování krize na peněžním trhu. Proti dolaru působí velmi silné psychologické momentum, u každé zprávy je tendence vykládat jí v neprospěch dolaru (exemplární příklad jsou páteční data z trhu práce). Kdy se psychologické momentum zlomí není jasné. Výnosy by se měly držet zhruba na současných úrovních, možný je mírný drift dolů pokud bude stoupat nervozita. Trh může být také ovlivněn řadou vystoupení činitelů Fedu, z nich nejdůležitější bude mít ve čtvrtek před senátním výborem prezident Fedu B. Bernanke. Reakce by byla silná především pokud by Bernanke dále zpochybnil snížení sazeb v blízké budoucnosti protože trh sním stále počítá.

USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
pondělí	16:00	USA	ISM nevyrobní		54.0	54.8
středa	14:30	USA	Produktivita práce		2.60%	2.60%
pátek	14:30	USA	Obchodní bilance		-58,3 mld USD	-57 mld USD
	16:00	USA	Michiganský index spotřebitelské důvěry		80.5	80.9

Evropa

- **Makro data:** Událostí týdne bude zasedání bankovní rady ECB. Ponechání sazeb beze změny je velmi pravděpodobné, tradičně zajímavá bude tiskovka prezidenta ECB J-C. Tricheta. Vzhledem k očividnému rozdělení bankovní rady by mohlo Trichetovo vystoupení naznačit, který tábor má momentálně převahu a především zda je možné v blízké budoucnosti očekávat zvýšení sazeb ECB. Data budou zveřejněna růstová, ukáží zda a nakolik se na reálné ekonomice projevuje finanční krize a posilování eura.
- **FI:** ECB, Bernanke a finanční sektor by měly určit vývoj obchodování. Podobně jako v USA je pravděpodobná stagnace výnosové křivky nebo její drift mírně níže kvůli nervozitě.

EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
úterý	10:00	EMU	PMI služby		55.6	55.6
	11:00	EMU	maloobchodní tržby		1.7%	1.0%
čtvrtek	13:45	EMU	ECB sazby	4.0%	4.0%	4.0%
úterý	12:00	GER	Tovární zakázky		6.4%	4.0%
středa		GER	Průmyslová výroba		5.6%	5.1%
pátek		FRA	Průmyslová výroba (M/M)		-0.6%	0.3%

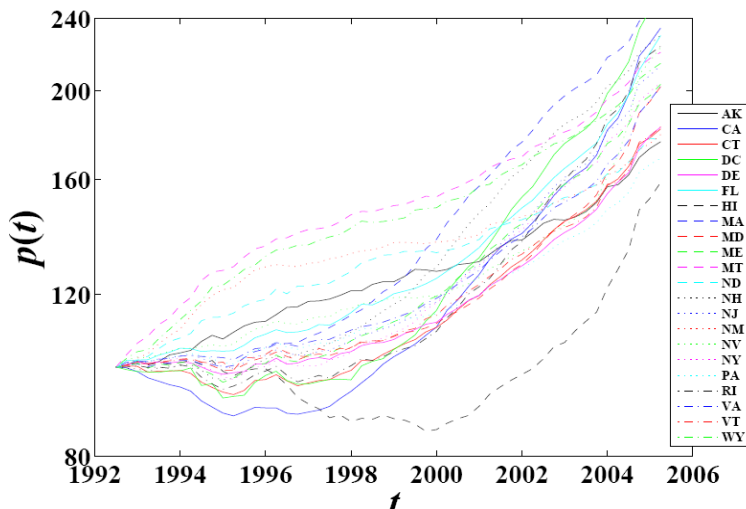
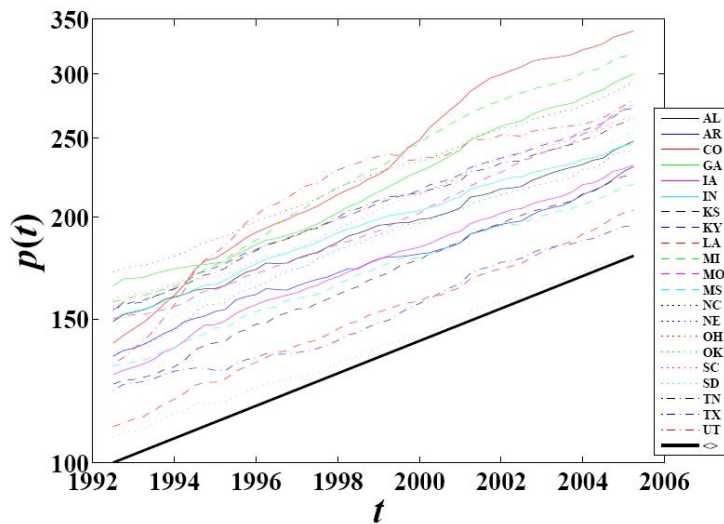
CEE region

- **Makro data:** V Česku z dat tenhle týden zejména CPI, tam se dostaví relativně silný meziroční růst (na 3.8%), což nebude nic zvláštního, vzhledem k tomu, že báze z roku 2006 je nízká. Za růst v říjnu bude zodpovědný zejména růst potravin, desetinku přidá i plyn. Jedním z rizik, které vidíme, je, že by ČNB mohla využít tohoto růstu (případně překvapení směrem nahoru v očekávané měnově-politické inflaci) k tomu, aby zvedla sazby už v tenhle rok (toto riziko by bylo ještě větší, kdyby CZK oslabila někde na 27.30, což je zřejmě předpoklad prognózy). Nicméně, na vyšší inflaci si teď už budeme muset zvyknout, alespoň tedy na příští rok, kdy se díky úpravě daní dočkáme inflace kolem 5%. Z dalších dat nás čeká nezaměstnanost (5.9%) a průmyslová produkce (i vzhledem ke konzistentně silnému exportu průmyslového zboží z ČR čekáme solidní růst 7%). V regionu nejzajímavějším zápisky ze zasedání HU centrální banky, kde dost lidí očekávalo snížení sazeb.

CEE4	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
pondělí		PL	první sezení parlamentu, Kaczynski odstupuje			
středa	18:00	HU	Státní rozpočet (mld. HUF, 01-10/2007)	-	-	-1147.1
čtvrtek	10:00	HU	Průmyslová produkce (% y/y)	-	-	12.2%

	10:00	SK	Průmyslová produkce (% y/y)	-	-	5.7%
	10:00	CZ	CPI (y/y, říjen)	3.8%	3.8%	2.8%
	10:00	CZ	Průmyslová výroba (září)	-	7.0%	5.5%
	10:00	CZ	Nezaměstnanost (říjen)	5.9%	5.9%	6.2%
pátek	10:00	HU	Obchodní bilance (EUR mn, 09/2007)	-	-	-199.4
	10:00	SK	Maloobchodní tržby (% y/y)	-	-	5.1%
	10:00	SK	Zahraniční obchod (mld. Sk)	-	-	-7.6
	15:00	HU	Záznam ze zasedání centrální banky(10/2007)	-	-	-

Obrázek týdně: Jak poznat bublinu aneb příště se koukneme na ropu :)



- Tenhle týden tři obrázky z jednoho velice zajímavého článku od prof. Sornetta z University of California v L.A.
- Profesor Sornetta je velice zajímavý člověk, je profesorem fyziky, zabývá se zejména zemětřeseními a náhlými zlomy v materiálech, ale v posledních letech aplikoval fyzikální teorie na studium bublin a pádů na finančních trzích.
- Jeho teorie toho jak vznikají bubliny je poměrně jednoduchá – nevyhnutnou podmínkou vzniku bubliny je existence tzv. pozitivní zpětné vazby. To znamená, že po zohlednění předchozích pohybů (např. cen akcií) je v prostředí pozitivní zpětné vazby podmíněně pravděpodobnější, že nejbližší pohyby budou ve stejném směru, což přinese delší kumulativní pohyb jedním směrem.
- Tuto pozitivní zpětnou vazbu vytváří množství věcí –přílišná důvěra investorů, davové chování laxnější požadavky (např. na obchody na marži při rostoucích cenách, hypoteční úvěry v prostředí rostoucích cen a finančních inovací)...
- Jak to ale poznáme v datech ? V jeho článku Crashes as Critical Points prezentuje matematickou teorii, kdy jedním ze znaků bubliny je, že růst ceny aktiva ($p(t)$) je rychlejší než exponenciální, čili že $\ln p(t)$ je konvexní rostoucí funkce. Intuitivně – existence pozitivní zpětné vazby vtahuje do aktiva stále více a více kupujících. Protože ale růst ceny aktiva stlačí fundamentální (nespekulativní) poptávku (pokud existuje), musí být tempo pro trvání bubliny přílivu nových kupujících neustále zvyšováno.
- Na vrchním obrázku jsou lokální HPI (housing price index) indexy v tzv. neubublajících státech (v legendě), na středním to samé (po normalizaci) pro „ubublající“ státy :) Na spodním jsou pak červeným státy s jasnou bublinou, zeleným státy se sice možná silným ale neubublinovým růstem a fialovým státy, které začali bublat až v roce 2004. Pověšimněte si, že mezi ubublajícími státy jsou Nové Mexiko, Kalifornie, Nevada či Florida, kde se ve všeobecnosti kvůli územním zákonům strašně těžce staví (jednak je tam mnoho lidí a jednak jsou tzv. „zoning laws“ z mé osobní zkušenosti mnohem striktnější, než ve státech střední Ameriky.), zatímco zelené státy v oblasti středu (kde s trochou nadsázky můžeme říct, že můžete stavět téměř jak se Vám zlíbí) jsou většinou státy s neubublajícím růstem.
- Toto zjištění celkem koresponduje s tvrzením bývalého šéfa Fedu, který 20.5.2005 televizi CNN řekl : „Nevidíme celoamerickou bublinu v nemovitostním sektoru, ale je obtížné nevidět

Zdroj : Sornette, D., Zhou, W.-X., Is There a Real Estate Bubble in the US ?, Physica A, Volume 361, Issue 1, p. 297-308

množství lokálních bublin.“

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 (%)
25	short USDEUR	09.01.07	31.9.07	USD 9M libor EUR 9M libor	1,3000	1,3874	6,72	6,01	8,9	1,4000	6,7
30	short EUR/SKK	04.04.07	29.03.08	12M MM EUR/SKK	3,74	33,77	1,68 -0,89	-1,09	-2,40	-	3,83
32	long US IRS 10let	08.06.07	8.12.2007	USD 10Y IRS	5,78	5,09	69,2bp.			4,80	98,5 bp.

Vzad hled

USA

- V **US** zejména zasedání FOMC, Fed se i po druhé po sobě odhodlal k snížení sazeb, tenhle měsíc o 25 bodů. Hodnocení ekonomické situace se proti září poměrně výrazně zlepšilo. Místo mírného růstu v prvním pololetí, máme solidní růst ve třetím čtvrtletí, problémy finančních trhů se v průměru snížily (já osobně jsem nebyl přesvědčen o potřebě snižování sazeb, trhy se relativně uklidnily, např. LIBOR-FED Funds se vrátil k úrovním blízkým standardu), Fed je však pesimističtější než minule ohledně budoucnosti: usuzuje, že v blízké budoucnosti dojde ke zpomalení růstu, což bude částečně odrážet problémy sektoru nemovitostí. Fed očekává, že snížení sazeb (září + říjen) by mělo omezit negativní dopad nemovitostí na širší ekonomiku a mělo by podpořit udržitelný mírný růst.
- Nejdůležitější z celého prohlášení: **inflační a růstová rizika jsou v rovnováze**. To bezprostředně implikuje stabilitu sazeb a vyčkávání jak se situace vyvine. Z dlouhodobějšího hlediska je to ještě zajímavější: v úvahu přichází nejen možnost snížení sazeb preferovaná trhem, ale také zcela nepředpokládaná možnost jejich zvýšení.
- V Americe také další data, mezi nimi zejména odhad **HDP**.. Ten vzrostl o 3,9%, růst byl tažen jak domácí poptávkou (spotřebitelskou i investicemi) tak dynamickým exportem podporovaným slábnutím dolaru a silnou poptávkou ve světě. HDP za 3. čtvrtletí bylo dobré, problém je, že mnohem zajímavější než minulost je současnost a budoucnost. A ta podle chicagského **PMI**, který klesl podstatně více než se čekalo, není úplně růžová. Situace ale není tak hrozná, což potvrdil i výrobní index **ISM**. Ten sice klesl poněkud výrazněji než se čekalo, pokles byl z velké části způsoben propadem subindexu aktuální produkce, objednávky klesly jen mírně a subindex zaměstnanosti dokonce poněkud vzrostl, což nasvědčuje optimismu podniků USA.

banky z destabilizace forintu (jako jediná měna z regionu neposiluje, při snížení úrokového diferenciálu k euru by mohl začít oslabovat). Pokud nedojde k překvapivému vývoji mohla by NBH snížit sazby v listopadu.

- I na Slovensku sazby změny, čeká se na pohyb ECB.

Region

- Polská centrální banka splnila převažující očekávání a ponechala sazby beze změny na 4,75%. Centrální banka potřebuje více dat na analýzu situace, zajímat jí budou především čtvrtletní data o růstu mezd. Očekáváme zvýšení sazeb v listopadu, další zvýšení by mělo přijít v příštím roce, kdy by se sazby podle našeho názoru měly dostat na 5,5%. V případě výraznějšího posílení zlotého by se sazby dostaly pouze na 5,25%
- V Maďarsku taky sazby bez změny. Důvodem byla podle představitelů banky mzdová a inflační rizika. Trh očekával snížení sazeb. Podle našeho názoru hrála roli obava

Prognóza peněžního trhu

	-1M (bb)		-1W (bb)		spot		3M sazby				
							ČS	+1M trh	rozdíl (bb)	ČS	+6M trh
USA	5,2%	5,0%	4,87%	4,9%	4,8%	10	4,3%	4,3%	4		
EMU	4,8%	4,6%	4,59%	4,4%	4,6%	-16	4,4%	4,4%	0		
CZ	3,5%	3,6%	3,60%	3,3%	3,7%	-36	3,6%	3,8%	-29		
HU	7,4%	7,4%	7,43%	7,2%	7,3%	-6	6,9%	6,8%	7		
PL	5,1%	5,2%	5,21%	5,2%	5,3%	-19	5,4%	5,6%	-16		
SK	4,3%	4,3%	4,35%	4,3%	4,3%	0	4,3%	4,4%	-9		

Prognóza FI

	-1M (bb)		-1W (bb)		2Y			10Y		
			spot	+1M	+6M	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M	+6M
USA	4,1%	3,8%	3,68%	4,3%	4,3%	4,6%	4,4%	4,32%	4,7%	4,7%
EMU	4,0%	4,0%	3,94%	4,3%	4,4%	4,4%	4,2%	4,18%	4,6%	4,7%
CZ	3,9%	3,9%	4,02%	4,0%	4,2%	4,5%	4,4%	4,52%	4,8%	4,9%
HU	7,2%	7,0%	7,08%	6,7%	0,0%	6,8%	6,7%	6,71%	6,5%	6,3%
PL	5,3%	5,4%	5,48%	5,5%	5,4%	5,7%	5,5%	5,51%	5,5%	5,4%

	-1M		-1W		10Y/2Y spread			10Y Spread to EMU		
			spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M
USA	55	63	64	40	40	29	23	14	10	0
EMU	32	21	24	35	33					
CZ	60	58	50	74	66	15	27	34	15	18
HU	-38	-30	-37	-27	626	247	253	253	187	156
PL	45	3	3	-8	-7	135	129	133	86	67

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
CZ	3,84%	4,00%	4,10%	4,16%	4,20%	4,24%	4,28%	4,32%	4,36%	4,40%

Prognóza FX

	-1M (bb)		-1W (bb)		spot		FX				
							ČS	+1M trh	rozdíl (bb)	ČS	+6M trh
USD	1,41	1,44	1,449	1,41	1,45	-3%	1,35	1,45	-7%		
CZ	27,6	26,9	27,02	27,0	27,0	0%	27,2	26,9	1%		
HU	251	251	252,6	251	253	-1%	253	255	-1%		
PL	3,77	3,62	3,646	3,63	3,65	-1%	3,57	3,71	-4%		
SK	33,8	33,3	33,36	32,9	33,4	-1%	32,4	33,3	-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

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**Robert Novotný**

+420/224 995 148

rnovotny@csas.cz**Libor Vošický**

+420/224 995 592

lvosicky@csas.cz**Pavel Křivonožka**

+420/224 995 565

pkrivonozka@csas.cz

Odbor Obchody treasury – ředitel odboru

Odbor Obchody na kapitálových trzích – ředitel odboru

Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty – ředitel odboru

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**Jiří Hrbáček**

+420/224 995 836

jhrbacek@csas.cz

Alice Racková

+420/224 995 197

arackova@csas.cz

Jana Daňková

+420/224 995 128

jandankova@csas.cz**Jan Brabec**

+420/224 995 816

jbrabec@csas.cz

Odbor Primární emise

Odbor Finanční instituce – ředitel odboru

Odbor Obchodování a distribuce aktiv – ředitel odboru

Erste Bank Vídeň – Global Macro & CEE

Equity

Head of Research

Friedrich Mostböck

+43 501 00 119 02

friedrich.mostboeck@erstebank.at

Co-Head of CEE Equities

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

akcie – sektor ropa, plyn

Tamás Pletser

+361 235 51 33

tpletser@erstebank.com

akcie – sektor bankovníctví

Guenther Hohberger

+43 501 00 173 54

guenther.hohberger@erstebank.at

akcie – sektor bankovníctví

Angelika Zwerenz

+43 501 00 119 03

angelika.zwerenz@erstebank.at

akcie – sektor telekomunikace

Andras Szalkai

+361 235 5134

andras.szalkai@erstebank.com

akcie – sektor farmacie

Vladimíra Urbánková

+420 224 995 940

urbankovav@ersteinet.cz

akcie – sektor IT

Daniel Lion

+43 501 00 174 20

daniel.lion@erstebank.at

akcie – sektor strojírenství

Gerald Walek

+43 501 00 163 60

gerald.walek@erstebank.at

akcie – sektor pojišťovnictví

Christoph Schultes

+43 501 00 163 14

christoph.schultes@erstebank.at

Brokerjet

On-line obchodování s CP

+420 222 004 444

www.brokerjet.cz