

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

12.11.2007

Pokud se dobře bavíte sledováním toho, jak prezidenští kandidáti tancují kolem poslanců KSČM, tak vás možná potěší, že si můžete vsadit, kdo je lepší break-dancer. Fortuna nabízí 1,2 na Václava Klause, což může představovat zajímavý ca 80% p.a. výnos! Jan Švejnar má s kurzem 4,4 podle bookmakerů ještě jakžtakž šanci, ale řekněte, tipovali byste si ještě Václava Havla? Ani v kurzu 1:300?

Sumář pro tento týden

USA

- **Makro data:** Tento týden bude ve znamení inflačních čísel. Očekávání jsou hodně uměřená, u celkové inflace (PPI i CPI) je prostor pro překvapení směrem nahoru kvůli potravinám a ropě. Jádru by mělo zůstat pod kontrolou, zajímavý bude především vývoj imputovaného nájemného, které jednak tvoří významnou část jádrového indexu a jednak by vlivem slabosti trhu s nemovitostmi měl zpomalovat jeho růst. Maloobchodní tržby by mohly překvapit směrem dolů, zprávy od některých maloobchodních prodejců signalizovaly slabší tržby v říjnu. Průmyslová produkce by podle očekávání analytiků měla růst velmi zvolna, podle našeho názoru je v tomto případě pravděpodobné překvapení směrem nahoru. V průběhu týdne opět vystoupí několik činitelů Fedu, mezi nimi i Bernanke.
- **FX,FI:** V současné zjištěné situaci by měla mít inflace poněkud nižší váhu. Trh je silně přesvědčen a o dalším poklesu sazeb, nedá se čekat, že by ho případná vyšší celková inflace z tohoto přesvědčení vyléčila. Nahoru by mohly jít výnosy na dlouhém konci křivky. Nejsledovanějším údajem týdne budou maloobchodní tržby, jejich slabost by přispěla k aktuální náladě, to znamená, že by především tlačila na další oslabení dolaru. Průmyslová produkce by měla trh ovlivnit pokud bude slabší, silnější číslo by měl trh ignorovat.

USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
středa	14:30	USA	PPI		0.20%	1.10%
	14:30	USA	PPI jádro		0.20%	0.10%
	14:30	USA	Maloobchodní tržby		0.20%	0.60%
čtvrtek	14:30	USA	CPI		0.30%	0.30%
	14:30	USA	CPI jádrový		0.20%	0.20%
pátek	15:15	USA	Průmyslová produkce		0.10%	0.10%
	15:15	USA	Využití kapacit		82.10%	82.10%

Evropa

- **Makro data:** Německý konjunkturální index ZEW je sice ve stínu IFO, ale stejně nám dá zajímavou informaci o tom jak se dívají analytici a investoři na vliv silného eura, vysokých cen komodit a možného zpomalení ve světě na německou a také evropskou ekonomiku. HDP ukáže reálnou výkonnost ekonomiky ve třetím čtvrtletí. Důležité bude i CPI.
- **FI:** Tento týden bude patrně hodně pod vlivem USA. Z evropských událostí by mohl trh reagovat na případné výroky lidí z ECB. Výraznější reakce na domácí data je málo pravděpodobná.

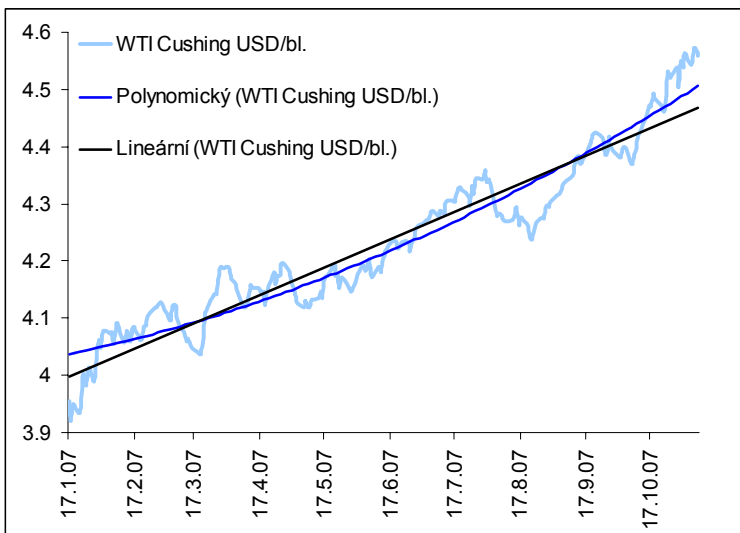
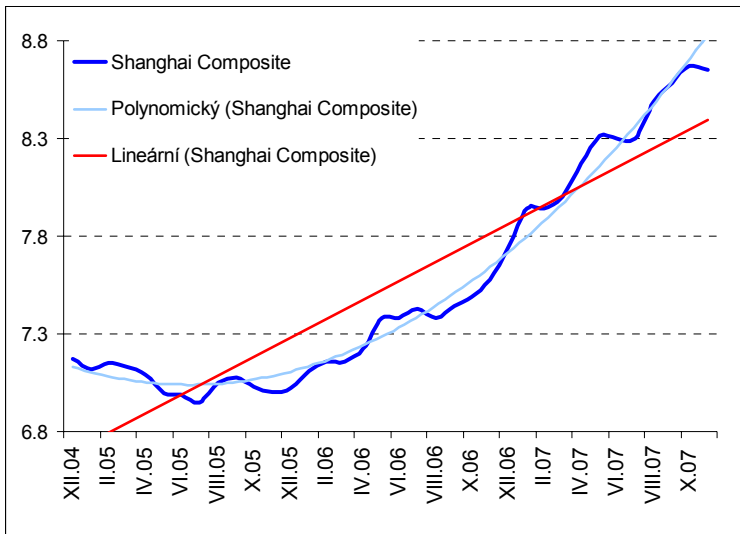
EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
úterý	11:00	GER	ZEW			-18.1
		FRA	CPI			1.5%
středa	8:00	GER	HDP (předběžné) r/r			2.5%
		EMU	HDP (předběžné) r/r			2.5%
		FRA	HDP (předběžné) r/r			1.3%
čtvrtek	11:00	EMU	CPI			2.6%

CEE region

- **Makro data:** Příští týden zejména odhad za HDP v **Maďarsku**, tam se nečeká žádný velký průlom, tento rok to prostě Maďarům nepojede. Důležitá **data z regionu** budou agregátní mzdová z Budapešti a z Varšavy - růst jednotkových nákladů práce v Polsku bude podle nás poslední kapkou, která přesvědčí MPC jako celek k zvednutí sazeb tento měsíc. V **Česku** běžný účet, tam se projeví lepší obchodní bilance ze září (tu ovlivnila odstávka Unipetrolu a tudíž nižší dovozy ropy) a nižší odliv dividend. Kromě toho na **Slovensku** HICP, to ale zatím v souladu s kritériem pro vstup, tudíž bez vlivu na hlavní příběh SR – přijetí EUR. V zásadě ale ne moc dat s vlivem na trh (jak už to při většině dat z regionu bývá) – nejdůležitějším z pohledu FI situace v Polsku, kde budou kromě agregátních mzdových dat probíhat i politická vyjednávání.

CEE4	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
úterý	10:00	HU	CPI (y/y, říjen)		0.3%	0.7%
	15:00	PL	Běžný účet (září, mil. EUR)		-720.0	-637.0
	11:00	CZ	Běžný účet (září, ml. CZK)	-2.4	-11.0	-32.65
středa	10:00	HU	HDP (1. odhad, Q3)		1.0%	1.2%
	15:00	PL	CPI (y/y, říjen)		2.9%	2.3%
	10:00	CZ	PPI(y/y, říjen)	4.3%	4.3%	4.0%
	10:00	CZ	Maloobchod (září)	6.8%	6.5%	7.3%
čtvrtek	10:00	SK	HICP (10/07,y/y)			
pátek	10:00	HU	Průměrná mzda (září), y/y		8.9%	7.8%
	15:00	PL	Průměrná mzda (říjen), y/y		9.2%	9.5%

Obrázek týdne: Jak poznat bublinu II



- Minule jsme si psali něco o bublinách. A o tom, jak je poznat. Viděli jsme (i když matematické zdůvodnění šlo stranou), že bubliny na aktivech se nevyhnutně projevují tzv. superexponenciálním růstem ceny aktiva (=logaritmus ceny není lineární funkcí času, ale konkávní a rostoucí funkcí, tedy alespoň když mluvíme o býčí spekulativní bublině).
- Intuitivní zdůvodnění – tempo růstu, jež implikuje cenová trajektorie aktiva, jehož logaritmus je lineární funkcí času, je konstantní (např. 0.01 procenta denně). Když je ale průběh ceny aktiva takový, že jeho logaritmus je rostoucí funkcí času, pak to implikuje, že denní změny ceny aktiva jsou rostoucí funkcí času - že se tempo růstu aktiva neustále zrychluje, teoreticky do nekonečna. To samozřejmě není dlouhodobě možné.
- Dnes se mrkneme na dvě věci – Šanghai Composite index akciového trhu a ropu. To první se v médiích prezentuje jako současný příklad bubliny par excellence, to druhé už pár analytiků taky označuje za podobný úkaz. Šanghajský index podle mně ukazuje na jasnou bublinu – rozdíl mezi lineárním trendem a polynomickým trendem je statisticky významný.
- A co ropa? Ten druhý graf ukazuje (a statisticky se to potvrzuje), že na ropě podobný vývoj zatím nevidíme. Rozdíl mezi lineárním a polynomickým trendem je takřka neznamenný. Alespoň tato metoda tedy na nějakou bublinu zatím neukazuje.
- Jedna poznámka – jak vyplývá z článku prof. Sornetta (Crashes as Critical Points), důležité při této metodě je si uvědomit, že na konci nemusí být nevyhnutně krach ale změna režimu (např. zastavení růstu indexu a jeho dlouhodobá stagnace nebo zpomalení růstu na rovnovážní úroveň) – to, jak daná „bublina“ skončí záleží mimo jiného např. na míře předchozí disproporce.

Přehled otevřených doporučení

top	doporučení	otevření pozice	cílené uzavření pozice	instrumenty	vstupní hodnota	dnešní hodnota	flat P/L jednotl. (%)
30	short EUR/SKK	04.04.07	29.03.08	12M MM EUR/SKK	3,74 33,47	33,09	2,29 1,17
32	long US IRS 10let	08.06.07	8.12.2007	USD 10Y IRS	5,78	5,00	78,9bp.

Vzad hled'

USA

- V **US** pár dat z reálné ekonomiky, nicméně nic zásadního – **ISM nevyrobní** proti odhadům silnější, další z důkazů. A tedy zřetelně nad úrovní oddělující kontrakci od expanze. Nu, vypadá to zatím, že sektor služeb si vede solidně (i navzdory problémům na trhu s baráky), což je v situaci, kdy tvoří téměř ¾ ekonomiky a po slabším výrobním ISM z minulého týdne potěšující zpráva. **Produktivita** za Q3 dobrá, nicméně prostor pro cut Fedu z titulu této zprávy jenom omezený kvůli očekávanému zpomalení ve 4. kvartálu.
- Dolar pod tlakem - za dolar už teď 18.15 CZK a na historických minimech také vůči EUR: Trh v křeči má tendenci vnímat spíše jenom negativní zprávy (diverzifikace rezerv v Číně, Citigroup v Americe), blízkost 1.50 působí stejně magicky jako stovka u ropy. Momentálně je situace jenom velice těžce předvídatelná, osobně nevidím zatím žádný impuls (typu vyjádření politiků z EU, například, o příliš slabém EUR), který by ten vývoj mohl lehce otočit. Dlouhodobě ale očekáváme s ustupující korekcí posílení. Čtete – nakupujte v Americe :).

Region

- V Polsku odstoupila vláda, sešel se Sejm a v pátek dostal D. Tusk pověření sestavit vládu. Ta by měla být dvoubarevná, Tusk a jeho Občanská platforma a Strana rolníků. Důležitý bude program, s nímž předstoupí před Sejm.

- V **Polsku** to vypadá, že se schyluje k hiku - i relativně umírněný Pietrowicz hike v listopadu „nevylučuje“. Noga a Wasilevska-Trenkner se ozvali také – u nich není o podpoře hiku pochyb. Domníváme se, že agregátní data o platech, vyšší ceny ropy a potravin v prostředí relativně těsného trhu práce nevyváží ani silnější zlotý – tempo zvyšování ale v důsledku PLN může být pozvolnější.
- V **ČR** včera data za inflaci, nezaměstnanost a průmyslovou výrobu. Posledně jmenovaný údaj hluboce pod očekáváním trhu (1.2%), zejména v důsledku odstávky Unipetrolu (příspěvek – 2 p.b.) a nižší produkce základních kovů a hutních výrobků. V říjnových datech se k odstávce (ta trvala i v říjnu) přidá i vysoká základna z předchozího roku (meziroční růst 14%) a skokové posílení koruny. V klíčových průmyslných odvětvích (auta, optika, elektrotechnika) zůstává trend stále solidní – vzhledem k solidnímu růstu Evropské unie čekáme i příští rok růst výroby kolem 8%.
- **Inflace v ČR** nejvyšší za téměř 6 let, důvodem jsou zejména potraviny, asistují jim nákladové položky jako plyn, regulované nájemné. Poptávkové tlaky tradičně nevidět. Psychologicky působí 4% jistě jako výzva k hiku, nicméně silná koruna, nízké poptávkové tlaky a relativně mírné požadavky odborů si podle nás hike již nyní nevyhnutelně nevynucují. Nezaměstnanost dolů k 5.8%, trh práce zůstává úzkým místem ekonomiky (zhoršuje se vztah produktivita vs. mzdy).

Prognóza peněžního trhu

	3M sazby								
	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M			+6M		
				ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)
USA	5,2%	4,9%	4,88%	4,8%	4,7%	6	4,3%	4,0%	27
EMU	4,7%	4,6%	4,58%	4,4%	4,5%	-8	4,4%	4,2%	17
CZ	3,5%	3,6%	3,71%	3,6%	3,8%	-24	3,6%	4,0%	-42
HU	7,4%	7,4%	7,44%	7,4%	7,4%	3	7,0%	7,0%	0
PL	5,1%	5,2%	5,28%	5,2%	5,4%	-28	5,4%	5,7%	-33
SK	4,3%	4,4%	4,35%	4,3%	4,4%	-7	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%	3,7%	3,40%	4,3%	4,4%	4,7%	4,3%	4,21%	4,6%	4,7%
EMU	4,2%	3,9%	3,81%	4,3%	4,4%	4,4%	4,2%	4,08%	4,4%	4,7%
CZ	3,9%	3,9%	4,07%	3,7%	4,2%	4,6%	4,5%	4,56%	4,5%	4,8%
HU	7,1%	7,1%	7,25%	6,7%	0,0%	6,8%	6,7%	6,75%	6,5%	6,3%
PL	5,2%	5,4%	5,77%	5,5%	5,4%	5,7%	5,5%	5,61%	5,5%	5,4%

	FI - spready									
			10Y/2Y spread			10Y Spread to EMU				
	-1M	-1W	spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M
USA	45	64	80	30	30	26	14	13	20	0
EMU	20	24	27	15	33					
CZ	63	54	50	78	65	13	29	48	12	11
HU	-26	-37	-50	-27	626	236	253	267	207	156
PL	46	10	-16	-8	-7	126	131	153	106	67

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
CZ	4,02%	4,17%	4,25%	4,28%	4,31%	4,35%	4,38%	4,42%	4,45%	4,49%

Prognóza FX

	FX								
	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M			+6M		
				ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)
USD	1,42	1,45	1,464	1,45	1,46	-1%	1,35	1,47	-8%
CZ	27,5	27,0	26,61	27,0	26,6	2%	27,3	26,5	3%
HU	250	252	254,8	251	255	-2%	253	257	-1%
PL	3,72	3,65	3,647	3,63	3,65	-1%	3,57	3,73	-4%
SK	33,6	33,3	32,97	32,9	33,0	0%	32,4	32,9	-2%

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 bankovnictví

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 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