

Ľuboš Mokráš, Martin Lobotka  
tel.: 224 995 456, e-mail: [lmokras@csas.cz](mailto:lmokras@csas.cz)

19.11.2007

## Sumář pro tento týden

### USA

- **Makro data:** Klidný týden - málo dat a ve čtvrtek Děkuvzdání = volno (pro Američany ☺). Z dat jen počet zahájených staveb obytných domů a počet stavebních povolení: asi opět hodně slabé a trh bude mít opět důvod trochu si zpanikařit. Za přečtení budou stát poznámky z posledního FOMC, trh bude reagovat především na dovish vyznění. O tom že by už sazby nemusely dál klesat prostě nechce nikdo slyšet, avšak roste riziko inflace. Obchodování by mělo být klidné, obzvláště v pátek, kdy si jistě hodně lidí vezme dovolenou. Dolar k euru zůstane patrně pod tlakem, páteční data o přílivu kapitálu do USA mu moc nepomohla.

datum	USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
20.11	úterý	14:30	USA	zahájené stavby domů		1,17mil	1,19 mil.
21.11	středa	16:00	USA	michiganský index spotřebitelské důvěry		75,00	75,00
21.11		16:00	USA	index předstihových ukazatelů		-0,30%	0,30%

### Evropa

- **Makro data:** V Evropě by měl být bez impulsů z USA také relativní klid. Velmi zajímavé budou PMI indexy. Pokud by byly slabé zúží to prostor ECB ke zvyšování sazeb.

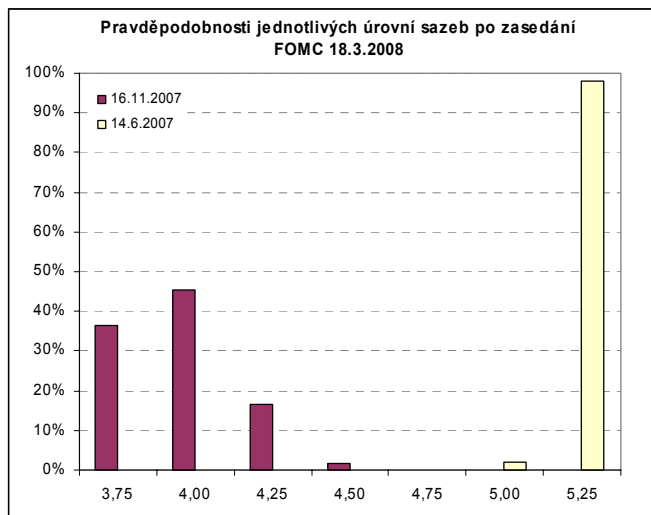
datum	EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
22.11	čtvrtek	11:00	EMU	zakázky v průmyslu			5,1%
23.11	pátek	8:00	EMU	PMI výrobní		51,00	51,50
23.11		11:00	EMU	PMI služby		55,20	55,80
23.11		8:45	FRA	spotřebitelská poptávka		4,5%	5,8%

### CEE region

- **Makro data:** V regionu velmi málo makrodat a žádná důležitá. Snad pouze případně lepší než očekávané číslo o polské nezaměstnanosti by mohlo vzbudit nějakou pozornost a ještě více naladit trh na utahování měnové politiky. V Polsku by měla být sledována politická scéna, 1. kroky nové vlády. Nečekáme nějaké velké reakce, dominovat by měl nadále sentiment ve světě.
- **FX:** Měny v regionu jsou relativně klidné a s výjimkou forintu zůstávají silné, i když trochu oslabily z maxim. Tento týden by měl přinést spíše méně vzruchu, převážně kvůli svátku v USA. Vidíme příležitost shortovat CZK proti USD nebo RON.

datum	EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
20.11	úterý	14:00	PL	PPI(y/y, říjen)		2.5%	2.0%
20.11			SK	Nezaměstnanost (říjen)		8.1%	8.3%
21.-26			PL	Nezaměstnanost (říjen)		11.3%	11.6%
21.-26			PL	Maloobchodní tržby (říjen)		15.5%	14.2%

## Obrázek týdne: CPI v USA aneb vo co komu de ?



- Jak se zpívá v jedné známé písni „časy se mění“. Je to tak: na vedlejším grafu jsou pravděpodobnosti očekávání nastavení základní sazby Fedu po zasedání 18.3.2008. Co vedlo k tak dramatickému posunu nálady?
- V červnu se lidem zdálo, že ekonomika roste tak dobře, že Fed možná bude dokonce utahovat měnovou politiku, lidé kteří očekávali snížení sazeb v roce 2007 byli řídkou výjimkou. O problémech na trhu s nemovitostmi i o subprime hypotékách se samozřejmě vědělo, jenže podle Fedu byl problém „contained“ (tedy tak nějak jako zvládnutý, aspoň já bych to tak přeložil). Inflace vypadala na mnohem vážnější riziko. Před pouhými pěti měsíci tedy trh hodnotil situaci zcela špatně.
- Hodnotí jí teď dobře? Podle nás ne a z přehnaného optimismu přešel trh do pokud možno ještě přehnanějšího pesimismu. Najednou je všude plno věštců katastrofy. Skutečnost ovšem bývá povětšinou prozaičtější než divoké fantazie přepracovaných analytiků.

## 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 (%)
30	short EUR/SKK	04.04.07	29.03.08	12M MM EUR/SKK	3,74 33,47	33,14	2,33 1,01	0,73	1,16
32	long US IRS 10let	08.06.07	8.12.2007	USD 10Y IRS	5,78	4,88	90,6bp.		

## Vzad hled'

### CZ+Region

- U nás je stále nejzajímavější koruna. Silná až k nevíře. Ne že bychom nečekali dlouhodobý trend k posilování, ale co je moc to je příliš. Podle našeho názoru může tahle přehnaně silná koruna ovlivnit časování zvedání sazeb. Tento týden se k problematice vyjádřili tři členové bankovní rady. Náš názor sdílí P. 5ežábek, který je na spíše opatrnější straně (kvůli koruně). Naopak L. Niedermayer a M. Hampl jsou ostří hoši a rádi by zvedli sazby ještě tento měsíc. Bude to napínavé, ale my si myslíme, že si to nelajsnou.
- V Polsku hraje prim politika. Prezident Kaczynski jmenoval novou vládu. Politika bude hrát krátkodobě v Polsku prim, bude se vyjasňovat podoba nové vlády. Trh se bude také dívat na blížící se zasedání měnového výboru NBP. Zvýšení sazeb, se kterým počítáme, je plně započteno v cenách. Údaj o pokračujícím rychlém růstu mezd toto očekávání upevnil. CPI v souladu s očekáváním podobně jako v dalších státech ukázalo na akceleraci související především s růstem cen potravin.
- Maďarské makroekonomické údaje překvapily negativně. Kombinace vyšší než očekávané inflace a slabšího než očekávaného růstu HDP nepotěšila. Centrální banka tak má dilema: má se věnovat stimulace chabého růstu nebo řešit inflaci, která ovšem má z velké části exogenní charakter (potraviny a další komodity)? Podle názoru naší maďarské kolegyně roste pravděpodobnost, že maďarská centrální banka odsune očekávané snížení sazeb do příštího roku.
- Také na Slovensku přispěly potraviny ke zrychlení růstu cen. Na přetřes se tak dostal klíčová otázka udržitelnosti relativně nízké slovenské inflace, která se pravděpodobně vejde do maastrichtských kritérií a neměla by tak bránit v přijetí eura. Evropský komisař Almunia strašil negativním příkladem Slovinska, kde inflace vzrostla na 4%. Naopak člen slovenské bankovní rady Odor vidí udržitelnost inflace. V každém případě se v hodnocení udržitelnosti může hodně projevit politika, takže na definitivní závěr si

budeme muset počkat až do příštího roku. HDP pokračuje ve velmi silném růstu, ve třetím čtvrtletí překonal očekávání a dostal se na 9,4%.

### USA

- V USA jde makro stranou, prim hraje krize subprime hypoték a hysterie, která se kolem této epizody rozproudila. Minulý týden hned několik investičních bank objevilo, že ztráty svázané se subprime budou mnohem větší než se myslelo, nejčastější číslo bylo 400 mld USD, ale byli i větší borci. Fígl těchto nových předpovědí je hra s mírou dluhového selhání (default rate). Ta se v posledních předpovědích vyšplhala až na fantastických 40%. Aktuálně je to u subprime 5,5% a subprime hypotéky, které mají jakýkoliv problém se splácením tvoří necelých 16%. My se držíme více při zemi a podobné superkatastrofické předpovědi přenecháváme jiným. Osobně mě dost baví, že ještě v polovině roku analytici hýřili optimismem a teď neví jakou horší katastrofu by ještě mohli vymyslet. ..
- CPI i PPI nepřekvapilo, inflace představuje riziko, ale zatím pouze potenciální. Maloobchodní tržby zatím také v pohodě, ale průmyslová produkce slabší, což samozřejmě vzbudilo největší pozornost. Příliv kapitálu do USA opět hluboko pod odhady, ale situace je poněkud lepší než byla v srpnu. Údaj koresponduje se slabostí dolaru a souvisí patrně velmi úzce se zmatky na finančních trzích.
- Na konci týden měl velmi zajímavé vystoupení guvernér Fedu R. Kroszner. Zatím nejjasněji ze všech řečníků z Fedu řekl, že by trh s dalším snížením sazeb neměl počítat. Situace ekonomiky není až tak zlá i když jí čeká v příštím roce zpomalení, navíc se kupí inflační rizika. Trh ovšem jeho varování nebral vážně, stále počítá s 80% pravděpodobností s poklesem sazeb v prosinci.
- Evropa ve vleku USA, ZEW velmi slabý, svědčí o hodně nahlonaném sebevědomí investorů.

## Prognóza peněžního trhu

	3M sazby								
	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	ČS	+1M trh	rozdíl (bb)	ČS	+6M trh	rozdíl (bb)
USA	5,2%	4,9%	4,95%	4,8%	4,9%	-6	4,3%	4,1%	25
EMU	4,6%	4,6%	4,59%	4,4%	4,6%	-18	4,4%	4,2%	11
CZ	3,6%	3,7%	3,73%	3,6%	3,8%	-23	3,6%	4,0%	-34
HU	7,3%	7,5%	7,43%	7,4%	7,3%	5	7,0%	7,1%	-7
PL	5,2%	5,3%	5,33%	5,2%	5,5%	-34	5,4%	5,9%	-48
SK	4,4%	4,4%	4,35%	4,3%	4,3%	0	4,3%	4,4%	-11

## Prognóza FI

	FI - výnosy									
	-1M (bb)	-1W (bb)	2Y			10Y				
			spot	+1M	+6M	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M	+6M
USA	3,8%	3,4%	3,36%	4,3%	4,4%	4,4%	4,2%	4,17%	4,6%	4,7%
EMU	4,0%	3,8%	3,80%	4,3%	4,4%	4,2%	4,1%	4,13%	4,4%	4,7%
CZ	3,9%	4,1%	4,14%	3,7%	4,2%	4,5%	4,6%	4,49%	4,5%	4,8%
HU	7,1%	7,3%	7,31%	6,7%	6,5%	6,8%	6,8%	6,77%	6,5%	6,3%
PL	5,3%	5,7%	5,89%	5,5%	5,4%	5,7%	5,6%	5,73%	5,5%	5,4%

	FI - spready									
	10Y/2Y spread					10Y Spread to EMU				
	-1M	-1W	spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M
USA	60	80	81	30	30	20	12	4	20	0
EMU	20	28	33	15	33					
CZ	56	44	35	78	65	29	49	37	12	11
HU	-29	-50	-54	-27	-24	257	266	264	207	156
PL	39	-8	-16	-8	-7	149	151	161	106	67

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
<b>CZ</b>	3,96%	4,10%	4,17%	4,20%	4,23%	4,26%	4,29%	4,33%	4,37%	4,41%

## Prognóza FX

	FX								
	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	ČS	+1M trh	rozdíl (bb)	ČS	+6M trh	rozdíl (bb)
USD	1,43	1,47	1,465	1,45	1,47	-1%	1,35	1,47	-8%
CZ	27,2	26,6	26,68	26,9	26,7	1%	27,3	26,6	3%
HU	252	254	254,3	251	255	-2%	253	257	-1%
PL	3,69	3,64	3,667	3,63	3,67	-1%	3,57	3,75	-5%
SK	33,5	33,0	33,15	32,9	33,1	-1%	32,4	33,1	-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	<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 – CEE Equity

Head of Group Research	<b>Friedrich Mostböck</b>	+43 501 00 119 02	<a href="mailto:friedrich.mostboeck@erstebank.at">friedrich.mostboeck@erstebank.at</a>
Co-Head of CEE Equities	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, CFA	+43 501 00 115 23	<a href="mailto:guenther.artner@erstebank.at">guenther.artner@erstebank.at</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 bankovnictví	Gernot Jany	+43 501 00 119 03	<a href="mailto:gernot.jany@erstebank.at">gernot.jany@erstebank.at</a>
akcie – sektor telekomunikace	Vera Sutedja, CFA	+43 501 00 119 05	<a href="mailto:vera.sutedja@erstebank.com">vera.sutedja@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, CFA	+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>
Head of Macro/ Fixed Income Research: Global Macro	Veronika Lammer	+43 501 00 119 09	<a href="mailto:veronika.lammer@erstebank.at">veronika.lammer@erstebank.at</a>
Head of CEE Macro/ Fixed Income Research	Rainer Singer	+43 501 00 111 85	<a href="mailto:rainer.singer@erstebank.at">rainer.singer@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>