

Luboš Mokráš
tel.: 224 995 456, e-mail: lmokras@csas.cz

4.2.2008

Sumář pro tento týden

USA

- **Makro data + FX a FI:** Za oceánem spíše sekundární data, nejvíce budou pak sledována zprávy o monoline pojišťovných, samozřejmě pak ještě stále probíhající výsledková sezóna, promluví i někteří lidé z FEDu, i když po minulém týdnu toho asi příliš nového neřeknou. Obchodování by mělo zůstat neklidné, bez výrazného směru s vysokou volatilitou. Dolar patrně zůstane krátkodobě pod tlakem, výnosy nízké.

datum	USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
4.2	pondělí	16:00	USA	tovární zakázky		2.4%	1.5%
5.2	úterý	16:00	USA	ISM nevýrobní		53.00	53.90
7.2	čtvrtek	16:00	USA	probíhající prodeje domů		-1.0%	-2.6%

Evropa

- **Makro data + FI:** V EU **nejdůležitějším zasedání ECB**, sazby se měnit nebudou, důležité bude, jestli Trichet bude stále akcentovat inflační rizika, nebo jestli se do projevu vkrade i zmínka o rizicích pro růst. Poslední data z Eurozóny byla smíšená, slabší maloobchod v Německu a slabší spotřebitelská důvěra vs. celkem ok IFO (i když například v slabších maloobchodních tržbách v Německu se zřetelně zrcadlí vysoká základna z předchozího roku, kdy se čekalo v prosinci na změnu DPH od ledna). Myslíme si, že pokud nedojde k dramatickému zpomalení aktivity, pak nás spíše než cut čeká období stagnace. Obchodování na dluhopisovém trhu by měl největší impuls poskytnout Trichet svou tiskovkou. Do čtvrtka by se Evropa měla řídit převážně podle vývoje v USA.

datum	EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
4.2	pondělí	11:00	EMU	PPI		4.3%	4.1%
5.2	úterý	11:00	EMU	PMI služby		52.00	52.00
7.2	čtvrtek	13:45	EMU	ECB	4.0%	4.0%	4.0%
7.2		12:00	GER	tovární zakázky		11.1%	13.6%
8.2	pátek	12:00	GER	průmyslová výroba		4.1%	3.5%

CEE region

- **Makro data:** Příští týden zejména události v ČR, v Polsku úplný klid, v Maďarsku se také moc neděje. Na Slovensku maloobchodní tržby a průmyslová produkce, nicméně na Slovensku jsou teď jiné starosti (výtky, které adresovala EK slovenské vládě minulý týden). V ČR toho bude suverénně nejvíc – **zasedá** po prvé v roce 2008 **ČNB**, je to prvé z 8 zasedání tento rok, a hned bude pěkně tuhé. Naším scénářem (a to sdílí s námi většina analytiků) je **hike o 25 bodů**, i když nemastná-neslaná vyjádření bankéřů v posledních týdnech (jako že „ještě jsem se nerozhodl jak budu hlasovat“ nebo „zaručíme, že zrychlení inflace zůstane pouhou epizodou a samozřejmě také, aby cena za toto udržení zůstala v rozumných mezích“) vrátila do hry i možnost neměnných sazeb. Myslíme ale, že vyšší inflace (čekáme 5.9%, týdenní šetření naznačují mnohem pomalejší růst cen potravin než v prosinci a listopadu), nová prognóza a nižší cíl od roku 2010 nakonec ten hike přinese, i když koruna a zpomalení spotřeby kvůli nízkým reálným mzdám tento rok působí proti. Z dalších dat bude nezaměstnanost a zahraniční obchod, tam ale nic výjimečného.

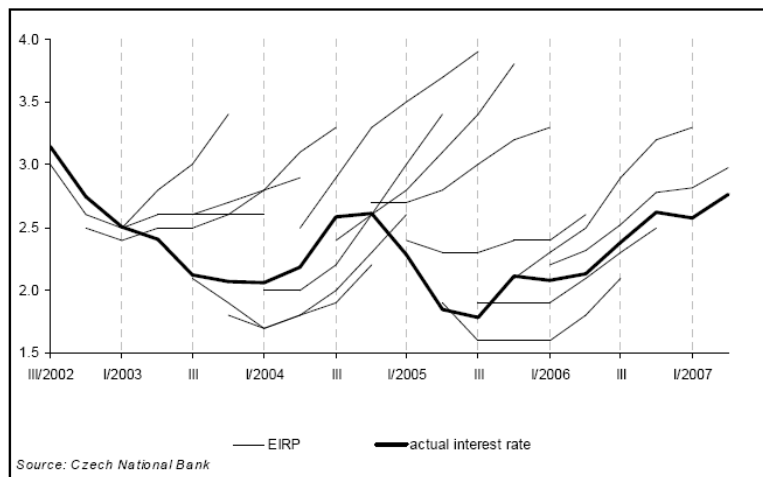
FX: Koruna spíše silnější, dokud zůstane dolar pod tlakem, není příliš mnoho dalších faktorů, které by mohly zpustit námi očekávanou korekci. Čekáme obchodování kolem 26.00, reakce trhu by mohla být vidět, pokud by se nenaplnila očekávání hike.

datum	EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
5.2	úterý	9:00	CZ	Zahraniční obchod (mld. CZK)	-3.3	-2.0	-1.2
7.2	čtvrtek	9:00	HU	Průmyslová produkce (% y/y)	-	-	5.5%
7.2		17:00	HU	Státní rozpočet (mld. HUF, leden)	-	-	-
7.2			CZ	Zasedání centrální banky k sazbám	3.75%	3.75%	3.50%
8.2	pátek	9:00	HU	Zahraniční obchod (mln. EUR)	-	-	70.1
8.2		9:00	CZ	CPI inflace (% y/y)	5.9%	6.2%	5.4%
8.2		9:00	CZ	Nezaměstnanost (%)	6.2%	6.2%	6.0%
8.2		9:00	SK	Průmyslová produkce (% y/y)	-	-	13.2%
8.2		9:00	SK	Maloobchodní tržby (% y/y)	-	-	2.0%

Obrázek týdne: Změny v ČNB aneb ČNB zaručí sazby?

- ČNB chystá od února hned několik změn – zasedání bude jenom 8, ne 12 jak tomu bylo doposud, budeme vědět kdo jak hlasoval, a v neposlední řadě to bude zveřejňování trajektorie sazeb, která je konzistentní s prognózou. První dvě jsou celkem jasné, třetí může být nejasná, tak si to proberme.
- Při cílování inflace se prognóza může dělat podmíněná anebo nepodmíněná. *Podmíněná prognóza* ukazuje, co by se za daných vstupních podmínek a předpokladů stalo s inflací, pokud by byly sazby konstantní (třeba že zafixujete 3M sazby nebo současnou křivku). *Nepodmíněná prognóza* naopak sazby mění tak, aby jejich trajektorie za daných vstupních předpokladů na horizontu měnové politiky zajistila inflaci na inflačním cíli.

FIGURE 3 CNB Interest Rate Forecasts



Zdroj: ČNB

Přehled otevřených 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 (%)
4.4.2007	29.3.2008	12M MM EUR/SKK	3,74	33,34	3,17	0,03	0,03
22.11.2007	22.5.2008	USD 5Y IRS/5Y bond	101,00	74,5	26,5		
21.01.08	21.07.08	USD 6M libor/CZK 6M pribor	17,93	17,431	-2,76	-2,72	-70,93

Vzad hled

CZ+Region

- V zemích českých, moravských a slezských klid. Jenom promluvil jeden z členů Bankovní rady Holman, že prý možnost recese v US a silná koruna by měla spíše od zvedání sazeb odrazovat. Píšeme si tady – hike dle Holmana NE.
- Zato v Polsku zaznělo „HIKE ANO“. Část analytiků začínala být opatrná před zasedáním ohledně toho, kam až utahování povede, a to v důsledku spíše opatrných vyjádření bankéřů před zasedáním. Nakonec se ale lednové zasedání od prosincového zasedání moc nelišilo. Rizika ze světa jsou zmiňována (zpomalení v US, finanční trhy), nicméně jejich vliv na Polsko obtížně identifikovatelné. Domácí faktory (vyšší inflace, ekonomika

- ČNB dělá nepodmíněnou prognózu, nyní začne tuto představu modelu o tom, jak musí být sazby nastaveny, aby byla (za modelových předpokladů) inflace na cíli.
- Máme to tedy brát jakože „ČNB nám jako tedy říká, kde budou sazby o rok“ a jako že „čekám na hypinu, nebo ČNB slíbuj nížší sazby“? Zdaleka ne. Mrkněte na obrázek vedle. Tam vidíte (tenké čáry) historicky jak vypadala modelová prognóza sazeb a (hrubá čára) jak se sazby nakonec vyvíjely.
- Proč ten rozdíl? Hm, trajektorie sazeb je představa matematického modelu za daných podmínek o nevyhnutném nastavení sazeb. Bankovní rada, která ve finále rozhoduje, se ale nemusí ztotožnit jak s předpoklady či riziky modelu (může např. vnímat jinak rizika) tak také může reagovat jinak než co navrhuje model, protože se prostě v čase objeví jiné, v prognóze nezahrnuté skutečnosti.

nad potenciálem) pak utahování stále odůvodňují. Čekáme ještě dva hike, nicméně podle situace „lvenku“ můžou být mezi nimi nemalé odstupy. Sazby na konci roka ale stále na 5.75%.

USA

- Nejdůležitější událostí **zasedání FOMC**, očekávání se koncentrovala kolem 50 bodového cutu, to se nakonec i vyplnilo. Fed tak sazbami zakýval s vervou – za 9 dní je zrazil o 125 bazických bodů, což se jen tak nevidí. Proč tedy dalších 50? Finanční trhy jsou podle FEDu „pod značným stresem“ a v reálné ekonomice Fed zaznamenal „prohloubení propadu v sektoru nemovitostí a mírné zpomalení v trhu práce“.
- To trošičku zvrátil přírůstek počtu pracovních míst, který dle agentury ADP dosáhl 130000, což solidně překonalo očekávání. Šlo o pozitivní signál, i když jako obvykle v současnosti všeobecně zpochybňovaný. Následně ale

nepříjemně překvapil prudký růst počtu žádostí o podporu v nezaměstnanosti a americké payrollly (poklesly namísto očekávaného růstu). Pesimisté se po z jejich hlediska nepříjemném překvapení u přírůstku pracovních míst podle ADP opět začali cítit jako ryba ve vodě. Vzhledem k tomu, jak často se mění payrollly (poslední report změnil payrollly o cca 55 tis nahoru za listopad a o cca 65 tis. dolů za prosinec), tak já tato data beru vážně až tak tři Měsíce po zveřejnění.

- Naopak, to že **US ekonomika** není v nejlepší kondici momentálně se projevilo **v pomalém růstu za Q4/07**. Ten byl ještě poněkud slabší než, se čekalo (0,15 % q/q) Prakticky se dá říci, že mezi čtvrtletími americká

ekonomika stagnovala. Slabost se koncentrovala do sektoru bytové výstavby. Ke slabé výkonnosti také přispěl pokles zásob, který souvisel se zhoršujícími se očekáváními podniků. Naopak až překvapivě silné byly investice, především průmyslová výstavba. Spotřebitelská poptávka rostla umírněně. Pozitivně také působil rychlejší růst exportu než importu (i když byl pozitivní dopad podstatně slabší proti třetímu čtvrtletí – negativně se projevila vysoká cena ropy). Komentáře a reakce byly vesměs negativní, v souladu se všeobecně pesimistickým naladěním trhů.

Prognóza peněžního trhu

	3M sazby								
	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M			+6M		
				ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)
USA	4,6%	3,3%	3,10%	4,7%	3,0%	167	4,3%	2,5%	180
EMU	4,6%	4,4%	4,37%	4,6%	4,4%	19	4,4%	3,8%	50
CZ	4,0%	3,9%	3,93%	4,0%	4,0%	2	4,0%	4,0%	2
HU	7,3%	7,5%	7,59%	7,5%	7,6%	-5	7,2%	7,3%	-18
PL	5,6%	5,6%	5,65%	5,7%	5,7%	-8	6,0%	5,7%	22
SK	4,4%	4,3%	4,30%	4,3%	4,4%	-7	4,1%	4,2%	-13

Prognóza FI

	FI - výnosy									
			2Y					10Y		
	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M	+6M	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M	+6M
USA	2,7%	2,2%	2,12%	4,4%	4,5%	3,9%	3,6%	3,63%	4,6%	4,7%
EMU	3,8%	3,4%	3,38%	4,3%	4,4%	4,1%	4,0%	3,91%	4,6%	4,7%
CZ	4,1%	4,0%	3,93%	4,2%	4,4%	4,6%	4,5%	4,51%	4,8%	4,8%
HU	7,7%	7,6%	7,62%	7,5%	7,2%	7,3%	7,3%	7,35%	7,2%	7,0%
PL	6,1%	5,8%	5,79%	5,7%	5,9%	5,9%	5,8%	5,61%	5,7%	5,8%

	FI - spready									
			10Y/2Y spread			10Y Spread to EMU				
	-1M	-1W	spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M
USA	113	138	151	20	25	-26	-41	-28	0	0
EMU	36	53	53	27	28					
CZ	53	48	58	57	44	44	52	60	21	13
HU	-43	-28	-27	-34	-21	312	335	344	257	230
PL	-20	-3	-18	-9	-10	177	179	170	105	108

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
CZ	4,07%	4,02%	4,06%	4,11%	4,16%	4,21%	4,27%	4,32%	4,38%	4,44%

Prognóza FX

	FX								
	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M			+6M		
				ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)
USD	1,47	1,47	1,483	1,45	1,48	-2%	1,38	1,47	-6%
CZ	26,1	25,9	25,89	26,5	25,9	2%	26,8	26,0	3%
HU	255	258	257,5	254	258	-2%	254	261	-3%
PL	3,61	3,62	3,585	3,59	3,63	-1%	3,54	3,92	-10%
SK	33,4	33,6	33,37	32,4	33,4	-3%	32,5	33,5	-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**Oddělení Debt Capital markets - ředitel****Robert Novotný**

+420/224 995 148

rnovotny@csas.cz**Tomáš Černý**

+420/224 995 197

tcerny@csas.cz

Alice Racková

+420/224 995 197

arackova@csas.cz

Jolana Jarušková

+420/224 995 205

jjaruskova@csas.cz**Odbor Obchody treasury – ředitel odboru****Libor Vošický**

+420/224 995 592

lvosicky@csas.cz**Odbor Obchody na kapitálových trzích – ředitel odboru****Pavel Křivonožka**

+420/224 995 565

pkrivonozka@csas.cz**Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty – ředitel odboru****Daniel Drahotský**

+420/224 995 178

ddrahotsky@csas.cz**Odbor Proprietary trading**

Robert Novotný

+420/224 995 417

rnovotny@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

Jana Daňková

+420/224 995 128

jandankova@csas.cz**Odbor Finanční instituce – ředitel odboru**
Odbor Obchodování a distribuce aktiv – ředitel odboru**Jan Brabec**

+420/224 995 816

jbrabec@csas.cz**Erste Bank Vídeň – CEE Equity**

Head of Group 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, CFA

+43 501 00 115 23

guenther.artner@erstebank.at

akcie – sektor ropa, plyn

Gunter Hohberger

+43 501 00 173 54

guenter.hohberger@erstebank.at

akcie – sektor bankovnictví

Gernot Jany

+43 501 00 119 03

gernot.jany@erstebank.at

akcie – sektor bankovnictví

Vera Sutedja, CFA

+43 501 00 119 05

vera.sutedja@erstebank.com

akcie – sektor telekomunikace

Vladimíra Urbánková

+420 224 995 940

urbankovav@ersteinet.cz

akcie – sektor farmacie

Daniel Lion

+43 501 00 174 20

daniel.lion@erstebank.at

akcie – sektor IT

Gerald Walek, CFA

+43 501 00 163 60

gerald.walek@erstebank.at

akcie – sektor strojírenství

Christoph Schultes

+43 501 00 163 14

christoph.schultes@erstebank.at

akcie – sektor pojišťovnictví

Veronika Lammer

+43 501 00 119 09

veronika.lammer@erstebank.at

Head of Macro/ Fixed Income Research: Global Macro

Rainer Singer

+43 501 00 111 85

rainer.singer@erstebank.at

Head of CEE Macro/ Fixed Income Research

Brokerjet

On-line obchodování s CP

+420 222 004 444

www.brokerjet.cz