

Luboš Mokráš

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

11.2.2008

Sumář pro tento týden

USA

- **Makro data + trošičku FX a FI:** Stejně jako minulý bude i tento týden poměrně chudý na data. Velkou pozornost určitě přitáhnou maloobchodní tržby, slabý údaj by hodně podpořil obavy z recese (tedy bondy i dolar by oslabily). Silnější data by trh opět ignoroval s poukazem na budoucí zhoršení. Obchodní bilance bude zajímavá mimo jiné kvůli první revizi HDP za 4Q – čisté exporty mohou sehrát dost významnou roli. Zajímavý bude trend vývoje exportu. Vliv na trh by měl být omezený. Průmyslová produkce by opět měla vliv pouze pokud by byla výrazně slabá (což se lehkou může stát). V pátek bude zveřejněno i několik druhořadých údajů tipu přílivu kapitálu do USA a indexu newyorského Fedu, které by obchodování ovlivnit neměly. Kromě dat bude trh pozorně sledovat vývoj situace kolem monoline pojišťoven. Velkou pozornost určitě přitáhne čtvrtěční vystoupení B. Bernakeho před kongresem. Stranou zájmu nezůstanou ani vystoupení dalších činitelů Fedu. Vzhledem k nejednoznačným vyjádřením lidí z Fedu v minulém týdnu může trh reagovat prudce. Vliv na obchodování na začátku týden může mít i sobotní summit G7. Posilující trend dolaru by měl pomalu končit, výnosy by se měly držet nízko – slabé maloobchodní tržby by je mohly ještě poněkud srazit.

datum	USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
13.2	středa	14:30	USA	maloobchodní tržby		0.1%	-0.4%
14.2	čtvrtek	14:30	USA	obchodní bilance (mld USD)		-61.00	-63.10
15.2	pátek	15:15	USA	průmyslová produkce		0.1%	0.0%

Evropa

- **Makro data a FI:** Asi největší pozornost přitáhnou HDP za eurozónu (a také za Německo a Francii) a konjunkturální index ZEW. Slabší HDP by podpořilo spekulace na snížení sazeb ECB (tedy proti euru a krátký konec výnosové křivky mírně níže). ZEW bude asi stále hodně špatný, ukáže jak moc nervózní jsou analytici a investoři. Reakce trhu by měla být omezená. Nejpodstatnější impulsy by jako obvykle měly přijít ze zámoří.

datum	EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
14.2	čtvrtek	11:00	EMU	HDP			2.7%
12.2	úterý	11:00	GER	ZEW			-41.60
11.2	pondělí	8:45	FRA	průmyslová produkce		1.5%	2.5%

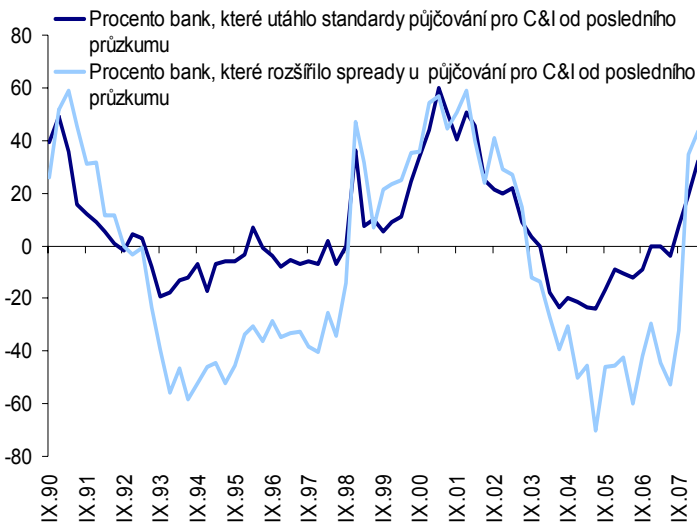
CEE region

- **Makro data:** V regionu hodně dat. V **Česku** příští týden data za maloobchod, průmyslovou produkci a běžný účet. Ta by ale měla změnit situaci pro ČNB. Maloobchod by měl být pod vlivem vyšších cen potravin v prosinci (inflace byla na 5.4%), na straně druhé pak meziročně je nezaměstnanost nižší a tudíž agregátní disponibilní příjmy vyšší. Celkově čekáme solidní růst 5.3%. V **Polsku** bude nejpodstatnějším údajem CPI, překvapení směrem nahoru by dále posílilo již i tak jestřábí rétoriku (tento rok čekáme ještě 2 hiky). Inflace bude zveřejněná i na Slovensku a v Maďarsku. Pro měnovou politiku všech krajín je současná inflace podstatný údaj, překvapivá data by mohla přinést pohyby krátkého konce. Na Slovensku se čeká už jenom na zakotvení kurzu a finální rozhodnutí o vstupu do EÚ, v HU je časování očekávaného snížení sazeb více závislé na poklese inflace. V HU, SK a v ČR jsou taky ke zveřejnění připravena předběžná data za Q4 HDP – růst HU nic moc, růst bývalé federace impresivní. Tudíž nic nového – vzhledem k tomu, že je to odhad bez struktury, pak nejspíš i bez dopadu na trh.
- **FX:** Překvapení v inflaci, implikující vyšší sazby, by mohly pro zlotý znamenat posílení, v Maďarsku tak naznačit delší než očekávané období stability (my čekáme 2 cuty po 25 bodech ve druhé polovině roku). Překvapení v inflaci by mohly přinést korekci očekávání, a tudíž pohyb na krátkém konci.

datum	EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
11.2	pondělí	9:00	SK	Zahraniční obchod (mld. SKK)	-5.0	-4.5	-7.7
11.2		9:00	SK	CPI inflace (% y/y)	3.4%	3.4%	3.4%
12.2	úterý	14:00	PL	Běžný účet (mln. EUR)	-1350	-1155	-351
12.2		10:00	CZ	Běžný účet (CZK bn.)	-5	-9.8	1.15
14.2	čtvrtek	9:00	HU	CPI inflace (% y/y)	7.0%	7.2%	7.4%
14.2		9:00	HU	Reálný HDP 4Q (% y/y)	1.4%	0.9%	0.9%
14.2		9:00	SK	Reálný HDP 4Q (% y/y)	9.1%	8.8%	9.4%
14.2		9:00	CZ	Průmyslová produkce (% y/y, prosinec)	5.3%	5.3%	6.7%
14.2		9:00	CZ	PPI (% y/y, leden)	5.7%	5.4%	5.3%
15.2	pátek	14:00	PL	Průměrná mzda v podnikovém sektoru (%)	9.2%	9.2%	7.2%

		y/y)			
15.2	9:00 CZ	Maloobchodní tržby (% y/y, prosinec)	5.3%	6.4%	5.9%
15.2	14:00 PL	CPI inflace (% y/y)	4.1%	4.1%	4.0%
15.2	14:00 HU	Záznam ze zasedání centrální banky(01/2008)	-	-	-

Obrázek týdne: Credit Crunch?



- Obrázek nahoře ukazuje výsledky průzkumu, který uskutečňuje každé 3 měsíce americký Fed. O co jde ?
- 60 velkým americkým bankám a 24 pobočkám zahraničních bank v USA klade Fed několik otázek. To , co vidíte na obrázku jsou tedy odpovědi na 2 kladených dotazů.

- Tmavá čára znázorňuje vývoj odpovědí na otázku : „Zpřísnila Vaše banka v posledních 3 měsících podmínky pro poskytování úvěrů komerčním a průmyslným podnikům (C&I)? Světla čára pak zobrazuje vývoj odpovědí na otázku: Rozšířila Vaše banka spread na C&I půjčky ?
- To číslo znamená rozdíl mezi procentem bank, které reportují, že standardy utáhly, a procentem bank, které reportují, že standardy naopak uvolnily. Jak je vidět, zhruba od léta je procento těch, co standardy utahují, vyšší než procento těch, co standardy uvolňují. Poslední průzkum pak naznačuje další utahení v lednu => protože ale žádná firma nereportuje uvolnění standardů, pak číslo z lednového průzkumu (32.2 %) jde celé na vrub utahujících firem. Čili jako třetina, jestli mi rozumíte.
- Otázkou do budoucna zůstává, jak se tato data vyvinou v dalším průzkumu - tato data ještě zčásti reflektují situaci z přelomu roku a nezahrnují dramatické snížení sazeb Fedu (jenom očekávání). V každém případě jsou tato data od budoucna důvodem k obavám.

Přehled otevřených doporučení

#	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 (%)	cílový P/L v p.a. (%)
25	short USDEUR	09.01.07	31.9.07	USD 9M libor EUR 9M libor	1,3000	1,3843	6,48	5,92	11,3	1,4000	6,7	8,93
30	short EUR/SKK	04.04.07	29.03.08	12M MM EUR/SKK	3,74	33,23	1,13	0,61	1,99	-	3,83	3,83
31	short EUR/CZK	06.06.07	06.06.08	12M MM EUR/CZK	3,21	28,40	0,41	0,43	3,35	-	4,69	4,61
32	long US IRS 10let	08.06.07	8.12.2007	USD 10Y IRS	5,78	5,61	17,3bp.			4,80	98,5 bp.	

Vzad hled'

CZ+Region

- V ČR zejména **inflace**, ta je na nejvyšších úrovních od roku 1998 – 7,5 procenta tady už nějaký den-dva nebylo. Ne, poptávkou to není – spíše administrativními opatřeními z přelomů roků. Zdražilo co mohlo – plyn, elektřina, nájmy, vodné, stočné – regulovaná džungle. K tomu se přidaly dále potraviny, (i když menším tempem než koncem minulého roku) a jízdné (ropa). 1.1 p.b. udělala vyšší DPH. Poptávkové tlaky se nadále krčí vzadu. Podtrženo, sečteno – vysoká inflace kvůli změnám daní a externím šokům.
- Otázkou pak zůstává, jak se takto vysoká inflace projeví v očekáváních. Den před zveřejněním inflace rozhodovala ČNB – sazby zvedla o 25 bodů, a po novém zveřejnila i to, jak se musí sazby vyvíjet, aby byla inflace v horizontu měnové politiky na cíli. Překvapivě by podle modelu měly sazby dolů (3M PRIBOR na konci roku o 60 bodů níž než co je dnes). Věříme tomu i my ? Ne – podle nás je to dáno vyšší vahou, jež model v lednu klade na vpředhledící

charakter inflačních očekávání a na silnou korunu, která je nejspíš předpokladem prognózy. My čekáme spíše oslabení CZK, inflační očekávání vidíme jako více ohrožená kvůli viditelnosti inflace – proto čekáme spíše stabilitu sazeb anebo jejich mírný růst (konec roku tak 3.75%-4.00%). To nakonec vidí i alternativní scénář ČNB, kde je vyšší váha kladená na zpěthledící složku očekávání.

Svět

- **(US)** Za oceánem rozvířil vody **ISM nevyrobní**. Zaprvé zveřejnění dříve bo únik informací a zadruhé se číslo propadlo do teritoria recese: z 54,4 na 41,9; číslo je důležitější než výrobní ISM, protože služby tvoří 80% US ekonomiky – reakce: burza dolů o 3% a výnosy spadly o 9 bodů, ropa dolů o 1,5 USD. Jo, do služeb patří i banky...
- **(US)** Super úterý za námi, jak dopadli demokrati? Hillary vyhrála v největších státech, Barack zase ve více státech, takže pořád plichta. U republikánů vyhrál McCain.
- **(ECB)** Zasedání sazby nezměnilo. Prohlášení po zasedání na jednu stranu konstatovalo, že trvají rizika pro

inflaci (zrychlení růstu mezd ovlivněné vysokým využitím kapacit a relativně nízkou nezaměstnaností, růst schopnosti společností zvyšovat ceny – což mě přijde vzhledem k situaci ve světě dost nečasové.) Trichet však zároveň potvrdil zpřísňování podmínek pro poskytování úvěrů. Cenová stabilita je pro ECB klíčová. Na druhou stranu jak prohlášení k sazbám tak Trichet na tiskovce přiznali výrazný růst rizik pro výkonnost ekonomiky. Růst

by měl být „mírný“ a ohrožuje ho zpomalení hospodářství u hlavních obchodních partnerů. Což, velmi opatrně, otevírá možnost snížení sazeb pokud by došlo ke kombinaci zpomalení ekonomiky a poklesu inflačních tlaků. Trh však reagoval především na tuto část prohlášení a tiskovky. Náš scénář ale prozatím zůstává neměnný – sazby tento rok neměnné.

Prognóza peněžního trhu

	3M sazby								
	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	ČS	+1M trh	rozdíl (bb)	ČS	+6M trh	rozdíl (bb)
USA	4,3%	3,1%	3,09%	3,2%	2,9%	83	3,1%	2,3%	80
EMU	4,6%	4,4%	4,33%	4,4%	4,2%	12	4,2%	3,6%	59
CZ	4,0%	3,9%	3,94%	4,0%	3,9%	6	4,0%	3,9%	12
HU	7,5%	7,6%	7,90%	7,6%	7,8%	-21	7,4%	7,9%	-52
PL	5,7%	5,7%	5,66%	5,7%	5,8%	-14	6,0%	5,9%	9
SK	4,3%	4,3%	4,31%	4,3%	4,3%	3	4,1%	4,2%	-15

Prognóza FI

	FI - výnosy									
	-1M (bb)	-1W (bb)	2Y			-1M (bb)	-1W (bb)	10Y		
			spot	+1M	+6M			spot	+1M	+6M
USA	-57	-9	2,69%	3,6%	3,9%	-9	9	4,31%	4,4%	4,6%
EMU	-52	-19	3,76%	4,1%	4,3%	-17	-4	4,32%	4,3%	4,7%
CZ	-32	-14	3,88%	4,2%	4,4%	-12	-4	4,40%	4,8%	4,8%
HU	60	44	7,85%	7,4%	7,3%	54	35	7,32%	7,0%	7,0%
PL	-24	14	5,90%	5,7%	5,9%	-6	15	5,74%	5,6%	5,6%

	FI - spready									
	10Y/2Y spread			10Y Spread to EMU						
	-1M	-1W	spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M
USA	510500	209500	164	80	70	94000	140000	-1	10	-8
EMU	345000	147000	56	20	35					
CZ	200000	100000	52	57	44	57000	4000	8	51	16
HU	-60000	-90000	-53	-35	-30	717000	394000	300	270	228
PL	177500	6500	-15	-15	-30	119500	191500	142	125	92

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
CZ	4,00%	3,88%	3,91%	3,97%	4,03%	4,10%	4,18%	4,25%	4,32%	4,40%

Prognóza FX

	FX								
	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	ČS	+1M trh	rozdíl (bb)	ČS	+6M trh	rozdíl (bb)
USD	1,48	1,48	1,456	1,48	1,45	2%	1,42	1,45	-2%
CZ	25,9	25,9	25,72	25,7	25,7	0%	26,7	25,8	3%
HU	253	258	267,0	258	268	-4%	260	272	-4%
PL	3,58	3,59	3,618	3,57	3,66	-3%	3,58	3,98	-10%
SK	33,2	33,4	33,57	33,0	33,6	-2%	32,5	33,7	-4%

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
Odbor Finanční instituce – ředitel odboru	Jana Daňková	+420/224 995 128	jandankova@csas.cz
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			
akcie – sektor bankovnictví	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 telekomunikace	Vera Sutedja, CFA	+43 501 00 119 05	vera.sutedja@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, CFA	+43 501 00 163 60	gerald.walek@erstebank.at
akcie – sektor pojišťovnictví	Christoph Schultes	+43 501 00 163 14	christoph.schultes@erstebank.at
Head of Macro/ Fixed Income Research: Global Macro	Veronika Lammer	+43 501 00 119 09	veronika.lammer@erstebank.at
Head of CEE Macro/ Fixed Income Research	Rainer Singer	+43 501 00 111 85	rainer.singer@erstebank.at

Brokerjet

On-line obchodování s CP	+420 222 004 444	www.brokerjet.cz
--------------------------	------------------	--