

*Pri analyzovaní polskej ekonomiky sa niekedy stretnem s kurióznymi historkami od našich severných susedov. Jeden IT pracovník, ktorému dopis poslaný 20. decembra prišiel až 3. januára, vypočítal, že slimák by tú istú trasu zvládol „prebehnúť“ rýchlejšie ako samotný dopis... Vzdialenosť medzi odosielateľom a príjemcom dopisu bola len 11,1 kilometra, zatiaľ čo doručenie trvalo 294 hodín. Možno by Poliaci namiesto štandardných doručovateľov mohli zaangažovať slimákov, ušetrili by na nákladoch na pracovnú silu, na benzíne – čím by vlastne aj chránili životné prostredie ☺*

**Příjemný štart do nového týždňa prajem!**

## Sumář pro tento týden

### USA

- **Makro data + FX a FI:** Tento týden pokračuje až do středy datový půst. Ve středu bude zveřejněna maloobchodní inflace. Za současné situace je váha inflace nižší než obvykle, přesto by překvapení směrem nahoru vzbudilo pochybnosti o prostoru pro další podkos sazeb. Naopak překvapení směrem dolů by trh utvrdilo v očekávání dalšího uvolňování měnové politiky. Zahájené stavby domů a stavební povolení mají potenciál připomenout finančním trhům hlavní zdroj současných potíží. Index filadelfského Fedu a předstihové indikátory na konci pracovního týdne by trh příliš ovlivnit neměly a pokud tak spíše negativně v případě jejich slabosti. Ve středu budou zveřejněny poznámky z posledního zasedání FOMC. Budou jistě pozorně studovány kvůli rozložení sil v FOMC a náznakům o směřování měnové politiky. Dolar by měl kolísat v okolí 1,45, výnosy by měly zůstat nízko. Obchodování by mělo pokračovat v kolísání mezi křečemi strachu a obdobími částečného uvolnění.

Datum	Den	Hodina	Stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
20.2	středa	14:30	USA	CPI (m/m)		0,3%	0,3%
20.2		14:30	USA	CPI jádro (m/m)		0,2%	0,2%
20.2		14:30	USA	zahájené stavby domů		1,002 mil	1,006 mil
20.2		14:30	USA	Stavební povolení		1,04 mil	1,068 mil
21.2	čtvrtek	16:00	USA	index filadelfského fedu		-10,00	-20,90
21.2		16:00	USA	předstihové indikátory		-0,1%	-0,2%

### Evropa

- **Makro data + FI:** Až v pátek budou zveřejněny předběžné indexy nákupních manažerů, které jsou nejrychlejším a tedy důležitým ukazatelem vývoje v reálné ekonomice. Slabost by podpořila očekávání snížení sazeb. Stejně tak čím slabší maloobchodní tržby ve Francii tím silnější očekávání cutů. Evropské dluhopisy by měly být plně ve vleku vývoje v USA.

Datum	Den	Hodina	Stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
22.2	pátek	10:00	EMU	PMI výrobní			52,80
22.2		10:00	EMU	PMI služby			50,60
22.2		8:45	FRA	maloobchodní tržby			3,9%

### CEE region

- **Makro data:** V regionu málo dat, nejdůležitější průměrná mzda v Maďarsku, a to kvůli dalšímu směřování měnové politiky. My čekáme v prvním pololetí stabilitu klíčových sazeb, ve druhém pak pokles (tedy, pokud mezičase neoslabí forint k 270 a pokud právě mzdová data neukážou na inflační růst mezd v čase, kdy hospodářství roste ani ne 1 procentem). V Česku není naplánováno nic, v Polsku pak jenom průmyslová produkce.
- **FX:** Žádná data v regionu = impulz když tak ze zahraničí. Klíčový je nadále vývoj rizikové averze a posílení měn z posledního týdne může rychle vzít za své, pokud dojde ke znovuoobnovení globální nervozity.

datum	EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
19.2	úterý	14:00	PL	Ceny průmyslových výrobců (% y/y)	2,6%	2,1%	2,5%
19.2		14:00	PL	Průmyslová produkce (% y/y)	5,5%	6,6%	6,2%
20.2	středa	9:00	HU	Průměrná mzda (% y/y)		9,1%	9,3%
22.2	pátek	9:00	HU	Maloobchodní tržby (% y/y)	-2,7%	-4,0%	-4,2%

## Přehled otevřených doporučení

top	doporučení	otevření pozice	cílené uzavření pozice	instrumenty	vstupní hodnota	dnešní hodnota	flat P/L jednotl. (%)	flat P/L vč. carry (%)
30	short EUR/SKK Euribor/Bribid	4.4.2007	29.3.2008	12M MM EUR/SKK	3,74 33,47	32,89	3,32 1,76	1,36
33	spread 5Y swap/T- bond (US)	22.11.2007	22.5.2008	USD 5Y IRS/5Y bond	101,00	90,5	10,5	
35	long USD/CZK	21.1.2008	21.07.08	USD 6M libor/CZK 6M přibor	17,93	17,1815	-4,15	-4,08

## Vzad hled

## CZ+Region

- **(ČR)** Průmyslová produkce vzrostla v prosinci meziročně o 2,9%, po očištění od vlivu pracovních dní pak o 4,3% (v prosinci 2007 byl o den méně než v roce 2006). Meziměsíčně se průmyslová produkce nezměnila. Po dodatečném očištění od sezónních vlivů byl pak růst dokonce 5,1 %. Co se týče složení růstu, to byl klasický příběh - dopravní prostředky (+11,3%), optická a elektrická zařízení (+9,4%). Průmyslová produkce a produkce tabáku naopak poklesla, což může souviset s nižšími tržbami (v důsledky patrně vyšších cen), které v maloobchodu zaznamenáváme už v listopadu. Za celý rok 2007 vzrostla průmyslová produkce v ČR meziročně o 8,2%. Rychlý růst průmyslu byl vyvolán zejména rychlým růstem v Evropské unii a na Slovensku (hlavní obchodní partneři a odběratelé české exportu, na který je průmysl v ČR navázán), a navázal na sebe i růst zaměstnanosti (v roce 2007 v průmyslu pracovalo o cca 21 tis. Lidí více než rok předtím) a mezd (nominálně o 7,4%). Pro rok 2008 čekáme mírně zpomalení exportu kvůli zpomalení v Evropské unii, tempo růstu by tak meziročně mělo dosáhnout 5,5 %. Růstová skladba by se měnit neměla – auta, elektronika a stroje povedou i nadále.
- **(ČR)** Podle předběžného odhadu ČSÚ vzrostl HDP ve 4. čtvrtletí o 6,9%. Protože se jedná o předběžný odhad, není ještě známa struktura, ale ČSÚ naznačil, že 0,5 p.b. bylo přidáno z titulu vyšších útrat zdravotních pojišťoven. To je náznak předzásobení se spotřebitelů léky a službami, spotřeba těchto věcí se tak přesunula z roku 2008 do roku 2007 (v roce 2008 tak můžeme u těchto položek očekávat zpomalení). Další věci, které HDP pomohly byla spotřeba (i když ta kvůli vyšší cenové hladině reálně vzrostla zřejmě méně) a obchodní bilance. HDP za předchozí čtvrtletí byl také revidován – jenom v Q3 o 0,4 p.b. nahoru. Za celý rok 2007 tak dosáhl růst 6,6%.
- **(HU,SK)** Dvě sousední země v střední Evropě vykázaly diametrálně odlišný vývoj. Zatím co Maďarsko ve 4Q vrostlo jenom o anemických 0,8%, **slovenská ekonomika** expandovala o čínských 14,1% (ano, skutečně jde o čísla v stálých cenách). Jak je to vůbec možné? No u Slovenska sehraji významnou roli cigarety. Od ledna letošního roku se totiž zvýšila spotřební daň (dopad do cen cigaret + 18%), což minulý rok vedlo k rekordnímu objemu předzásobování se, které pokryje přibližně 8-měsíční spotřebu cigaret (z titulu předzásobování vzrostly výnosy ze spotřební daně o 9,5 mld. Sk). Bez tohoto jednorázového efektu by se slovenské HDP meziročně zvýšilo o reálných 9,7% a i když jde o viditelný rozdíl, slovíčko „jenom“ mi tam vůbec nesedí. A co to znamená pro centrální banku? Struktura bude zveřejněna později, Staňák však naznačil, že jde o spolupůsobení domácí a zahraniční poptávky. Tedy ekonomický růst by měl být ve 4Q opět spíš vyvážený. Inflace taky zatím nevykazuje známky neúměrných

poptávkových tlaků, a proto se domníváme, že navzdory supr rychlosti ekonomiky nedojde ke zvýšení klíčových sazeb. Centrální banka má konec-konců v tomto ohledu poněkud svázané ruce, jelikož evropské sazby, se kterými

- se do konce roku musí harmonizovat míří přesně opačným směrem – dolů. Náš základní scénář je proto i nadále stabilita SKK klíčových sazeb nejméně do poloviny roku a pak jejich pokles na úroveň Eurozóny.
- V **Maďarsku** trh kromě HDP sledoval inflaci. Ta zpomalila z listopadových 7,4% na 7,1%, což je pořád relativně vysoké číslo a navíc ještě nezahrnuje dopad zdražení elektřiny a plynu (to se začne projevovat až od února). V horizontu měnové politiky inflace poklesne, je však pravděpodobné, že nová prognóza ukáže v roce 2009 na mírně vyšší inflaci než je střednědobý cíl 3%. Centrální banka však pořád nedetekuje sekundární dopady vyšších cen komodit. Kombinace poklesu inflace v lednu a slabého růstu ve čtvrtém kvartálu povzbudí holubice v bankovní radě. Klíčová budou ještě mzdová data příští týden. Pokud nedojde k urychlení mezd v privátním sektoru a forint rapidně neoslabí (přes 270 HUF/EUR), není podle našeho názoru zvýšení sazeb pravděpodobné. Náš základní scénář počítá se stabilními sazbami v první polovině roku a možností jejich poklesu ve druhé.
- **Polská** inflace byla vyšší než se čekalo (dosáhla 4,3%) a výrazně urychlily také mzdy v podnikové sféře. Data naznačují, že trh práce nadále poskytuje spotřebitelům silnou podporu. Navíc sílí požadavky na výrazný růst mezd ve veřejném sektoru by mohly spustit spirálu i v soukromé sféře. Inflační rizika tudíž přetrvávají. Samotná inflace ještě vzroste víc, jelikož lednové číslo nezahrnuje dražší energie. Pro centrální banku může být znepokojivý zejména nárůst jadrové složky. Celkově tak neměníme naši předpověď, že Poláci letos dodají ještě dvě zvýšení sazeb (na 5,75%), a to navzdory revizi očekávání našich vídenských kolegů ohledně sazeb Eurozóny (letos snížení o 50 bodů).

## Svět

- Konjunkturální indikátor ZEW překvapivě mírně posílil, stále ovšem zůstává hluboce záporný, což odráží skeptický pohled investorů a analytiků na budoucnost německé ekonomiky. Výrazně klesl index vnímání současných podmínek, což spolu s údaji o továrních zakázkách a průmyslové výrobě ukazuje, že finanční krize už zřetelně zasahuje reálnou ekonomiku. Německé velkoobchodní ceny, jejichž růst výrazně překonal očekávání, zároveň ukázaly, že ECB nemá moc prostoru na snížení sazeb.
- Trhy dost zahýbal návrh známého investora W. Buffeta, který navrhl monolite pojišťovněm zajištění komunálních dluhopisů. Zároveň se byla ohlášena iniciativa Lifeline, která má zmírnit dopad resetu subprime ARM hypoték.
- Nejpodstatnějším mimo region **maloobchodní tržby ve Spojených státech** – ty na první pohled skončily dobře

(0.3% m/m, 3.9% r/r), což někteří komentátoři patřičně ocenili. Co ale bližší pohled? Ten odhalí, že meziročně vzrostly nejvíce tržby za jídlo (+5.7%), benzín (+23%) - důsledek růstu cen a nízké elasticity poptávky po těchto položkách. Poklesly položky spojené s nemovitostmi (nábytek, stavebniny apod.). Ostatní věci plus minus bez změny. Definitivní důkaz o slábnoucím spotřebiteli tak z těchto čísel nedostaneme, i když ani naději na to, že spotřebitel vydrží – sledujte trh práce.

- V Americe promluvil **Bernanke**, z jeho vystoupení vyplynulo, že těch 125 bodů, co dodali v lednu nebylo konec. I když už to neznělo tak vyděšeně jak když mluvil 10. a 17.1., ale i tak je vcelku jasné, že rizika jsou hlavně pro růst a že další snížení sazby je v plánu. My držíme 50 bodů dolu v březnu.

## Prognóza peněžního trhu

	3M sazby								
	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	ČS	+1M trh	rozdíl (bb)	ČS	+6M trh	rozdíl (bb)
USA	3,9%	3,1%	3,07%	3,1%	2,8%	26	2,6%	2,4%	28
EMU	4,4%	4,3%	4,36%	4,2%	4,3%	-7	3,9%	3,7%	18
CZ	4,0%	3,9%	3,92%	3,9%	4,0%	-3	4,1%	3,9%	20
HU	7,5%	7,9%	8,00%	7,6%	8,0%	-44	7,4%	8,1%	-65
PL	5,7%	5,7%	5,67%	5,7%	5,9%	-21	6,0%	6,0%	-8
SK	4,3%	4,3%	4,28%	4,3%	4,3%	3	4,1%	3,9%	18

## Prognóza FI

	FI - swapy									
	-1M (bb)	-1W (bb)	2Y			-1M (bb)	-1W (bb)	10Y		
			spot	+1M	+6M			spot	+1M	+6M
USA	-24	5	2,75%	2,7%	3,7%	28	22	4,52%	4,3%	4,4%
EMU	-15	11	3,85%	4,0%	4,0%	4	12	4,42%	4,4%	4,5%
CZ	-30	-12	3,85%	4,2%	4,4%	-4	14	4,45%	4,5%	4,7%
HU	75	21	8,06%	7,4%	7,3%	51	12	7,44%	7,0%	7,0%
PL	1	18	6,07%	5,7%	5,9%	9	12	5,87%	5,6%	5,6%

	FI - spready									
	-1M	-1W	10Y/2Y spread			-1M	-1W	10Y Spread to EMU		
			spot	+1M	+6M			spot	+1M	+6M
USA	52	16	176	160	73	24	10	10	-13	-10
EMU	19	1	57	45	48					
CZ	27	26	60	38	27	-7	2	3	12	16
HU	-24	-9	-62	-35	-30	47	0	302	258	245
PL	8	-6	-20	-15	-30	5	0	145	113	110

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
<b>CZ</b>	3,97%	3,85%	3,90%	3,97%	4,04%	4,12%	4,19%	4,27%	4,36%	4,45%

## Prognóza FX

	FX								
	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	ČS	+1M trh	rozdíl (bb)	ČS	+6M trh	rozdíl (bb)
USD	1,46	1,45	1,468	1,48	1,47	1%	1,42	1,46	-3%
CZ	26,2	25,8	25,24	25,7	25,3	2%	26,7	25,3	5%
HU	257	267	263,3	258	264	-2%	260	268	-3%
PL	3,63	3,62	3,576	3,57	3,62	-1%	3,58	3,93	-9%
SK	33,8	33,6	32,91	33,0	32,9	0%	32,5	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

**Viktor Kotlán**

+420/224 995 217

[vkotlan@csas.cz](mailto:vkotlan@csas.cz)

Makro tým (Střední Evropa)

Mária Hermanová (Fehérová)

+420/224 995 232

[MHermanova@csas.cz](mailto:MHermanova@csas.cz)

Makro tým (ČR)

Martin Lobotka

+420/224 995 192

[mlobotka@csas.cz](mailto:mlobotka@csas.cz)

Makro tým (USA, EMU)

Luboš Mokráš

+420/224 995 456

[lmokras@csas.cz](mailto:lmokras@csas.cz)

Makro tým (ČR), team-leader

David Navrátil

+420/224 995 439

[dnavratil@csas.cz](mailto:dnavratil@csas.cz)

Akciový tým (CEE Real Estate)

Petr Bártek

+420/224 995 227

[pbartek@csas.cz](mailto:pbartek@csas.cz)

Akciový tým (svět)

Ján Hájek

+420/224 995 324

[janhajek@csas.cz](mailto:janhajek@csas.cz)

Akciový tým (ČR)

Radim Kramule

+420/224 995 213

[rkramule@csas.cz](mailto:rkramule@csas.cz)

Akciový tým (ČR, CEE Media), team-leader

Jakub Židoň

+420/224 995 340

[jzidon@csas.cz](mailto:jzidon@csas.cz)

### Úsek Finanční trhy – prodej a obchodování

Ředitel úseku

**Petr Witowski**

+420/224 995 800

[pwitowski@csas.cz](mailto:pwitowski@csas.cz)

#### Oddělení Debt Capital markets - ředitel

**Robert Novotný**

+420/224 995 148

[rnovotny@csas.cz](mailto:rnovotny@csas.cz)**Tomáš Černý**

+420/224 995 197

[tcerny@csas.cz](mailto:tcerny@csas.cz)

Alice Racková

+420/224 995 197

[arackova@csas.cz](mailto:arackova@csas.cz)

Jolana Jarušková

+420/224 995 205

[jjaruskova@csas.cz](mailto:jjaruskova@csas.cz)

#### Odbor Obchody treasury – ředitel odboru

**Libor Vošický**

+420/224 995 592

[lvosicky@csas.cz](mailto:lvosicky@csas.cz)

#### Odbor Obchody na kapitálových trzích – ředitel odboru

**Pavel Křivonožka**

+420/224 995 565

[pkrivonozka@csas.cz](mailto:pkrivonozka@csas.cz)

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

**Daniel Drahotský**

+420/224 995 178

[ddrahotsky@csas.cz](mailto:ddrahotsky@csas.cz)

#### Odbor Proprietary trading

Robert Novotný

+420/224 995 417

[rnovotny@csas.cz](mailto:rnovotny@csas.cz)

### Úsek Investiční bankovnictví

Ředitel úseku

**Jan Brabec**

+420/224 995 816

[jbrabec@csas.cz](mailto:jbrabec@csas.cz)**Jiří Hrbáček**

+420/224 995 836

[jhrbacek@csas.cz](mailto:jhrbacek@csas.cz)

Jana Daňková

+420/224 995 128

[jandankova@csas.cz](mailto:jandankova@csas.cz)

#### Odbor Finanční instituce – ředitel odboru

**Jan Brabec**

+420/224 995 816

[jbrabec@csas.cz](mailto:jbrabec@csas.cz)

### Erste Bank Vídeň – CEE Equity

Head of Group Research

**Friedrich Mostböck**

+43 501 00 119 02

[friedrich.mostboeck@erstebank.at](mailto:friedrich.mostboeck@erstebank.at)

Co-Head of CEE Equities

Henning Esskuchen

+43 501 00 196 34

[henning.esskuchen@erstebank.at](mailto:henning.esskuchen@erstebank.at)

Co-Head of CEE Equities

Guenther Artner, CFA

+43 501 00 115 23

[guenther.artner@erstebank.at](mailto:guenther.artner@erstebank.at)

akcie – sektor ropa, plyn

Gunter Hohberger

+43 501 00 173 54

[guenter.hohberger@erstebank.at](mailto:guenter.hohberger@erstebank.at)

akcie – sektor bankovnictví

Gernot Jany

+43 501 00 119 03

[gernot.jany@erstebank.at](mailto:gernot.jany@erstebank.at)

akcie – sektor bankovnictví

Vera Sutedja, CFA

+43 501 00 119 05

[vera.sutedja@erstebank.com](mailto:vera.sutedja@erstebank.com)

akcie – sektor telekomunikace

Vladimíra Urbánková

+420 224 995 940

[urbankovav@ersteinet.cz](mailto:urbankovav@ersteinet.cz)

akcie – sektor farmacie

Daniel Lion

+43 501 00 174 20

[daniel.lion@erstebank.at](mailto:daniel.lion@erstebank.at)

akcie – sektor IT

Gerald Walek, CFA

+43 501 00 163 60

[gerald.walek@erstebank.at](mailto:gerald.walek@erstebank.at)

akcie – sektor strojírenství

Christoph Schultes

+43 501 00 163 14

[christoph.schultes@erstebank.at](mailto:christoph.schultes@erstebank.at)

akcie – sektor pojišťovnictví

Veronika Lammer

+43 501 00 119 09

[veronika.lammer@erstebank.at](mailto:veronika.lammer@erstebank.at)

Head of Macro/ Fixed Income Research: Global Macro

Rainer Singer

+43 501 00 111 85

[rainer.singer@erstebank.at](mailto:rainer.singer@erstebank.at)

Head of CEE Macro/ Fixed Income Research

### Brokerjet

On-line obchodování s CP

+420 222 004 444

[www.brokerjet.cz](http://www.brokerjet.cz)