

Sumář pro tento týden

USA

- **Makro data + trošičku FX a FI:** Oproti minulému týdnu hodně dat a navíc důležitých. Prodeje nových a existujících domů spolu s Case-Schillerovým cenovým indexem ukáží současnou situaci na trhu s nemovitostmi. Spotřebitelská důvěra ukáže jak silně negativní zprávy z ekonomiky podlamují ochotu spotřebitelů utrácet. Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby zase ukáží budoucnost výrobního sektoru. Revize HDP za 4Q by mohla překvapit směrem nahoru. Osobní příjmy, výdaje a PCE index sice moc v velkou pozornost na trhu obvykle nebudí, ale jsou hodně důležité pro posouzení směřování ekonomiky. A samozřejmě také týdenní žádosti o podporu v nezaměstnanosti, které momentálně poskytují nejrychlejší varování, pokud by se začal stav ekonomiky dramaticky zhoršovat. Dá se čekat, že trh bude mít stále tendenci reagovat asymetricky: silněji na negativní než pozitivní zprávy. Vystoupí B. Bernanke se správou o aktuální situaci ekonomiky, nějaké nové ohromující informace jsou vzhledem k poměrně vysoké frekvenci jeho vystoupení nepravděpodobné, trh ho však přesto bude sledovat velmi pozorně.
- Dolar je pod tlakem, ale blízkost historických minim by ho měla podpořit. Další rychlé oslabení je tedy spíše nepravděpodobné, nějaké to pozitivní překvapení má potenciál spustit korekci. U dluhopisů by mělo zůstat vše při starém: praktická stabilita, kolísání podle aktuálních událostí s mírnou tendencí k poklesu.

datum	USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
25.2	pondělí	14:30	USA	Prodeje existujících domů		4,8 mil	4,89 mil
26.2	úterý	14:30	USA	PPI (m/m)		0.4%	-0.1%
26.2		16:00	USA	Spotřebitelská důvěra		83.00	87.90
27.2	středa	14:30	USA	Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby		-4.0%	5.2%
27.2		16:00	USA	prodeje nových domů		600000	604000
28.2	čtvrtek	14:30	USA	HDP 4Q		0.8%	0.6%
29.2	pátek	14:30	USA	osobní příjmy		0.2%	0.5%
29.2		14:30	USA	osobní výdaje		0.2%	0.2%
29.2		14:30	USA	PCE index jádrový (m/m)		0.2%	0.2%
29.2		15:45	USA	Chicagský index nákupních manažerů		50.00	51.50

Evropa

- **Makro data:** M3 by měla ukázat na pokračující silný růst peněžní zásoby a tedy potenciální inflační tlaky. CPI by měla ukázat setrvale poměrně vysokou inflaci a tedy malý prostor pro pokles sazeb. U indexu IFO je to otázka: buď ukáže, že ekonomika je sice pod tlakem ale drží (páteční PMI indexy naznačily, že ano) nebo že se propadá. Druhá, málo pravděpodobná, možnost by posílila očekávání cutu ECB.
- **FI:** Převažovat by měl vliv vývoje v USA, ale domácí čísla mohou alespoň krátkodobě obchodování výrazně ovlivnit. Lze stále nízké výnosy, korekce směrem nahoru by měly být jen krátkodobé.

datum	EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
27.2	středa	10:00	EMU	M3			11.0%
29.2	pátek	11:00	EMU	CPI			3.2%
26.2	úterý	8:45	GER	IFO			103.40
29.2	pátek		GER	CPI			2.7%

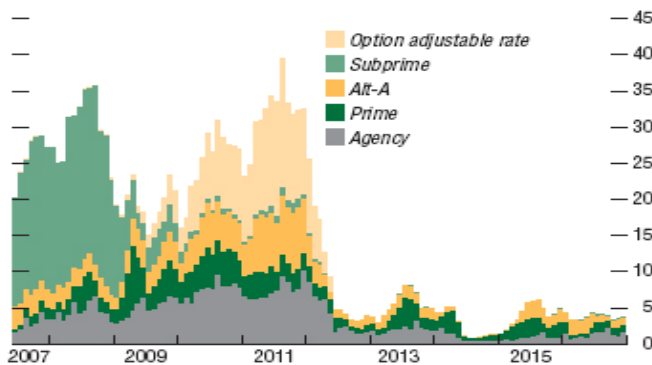
CEE region

- **Makro data:** V regionu hodně dat, jen z České republiky zase nic. Zato v Maďarsku, Polsku i na Slovensku zasedají centrální banky. Nejprehlednější je situace na Slovensku, tam se sazby zvedat nebudou, ani po raketovém růstu v Q4 ne (ten byl i bez cigaret dost rychlý). V Maďarsku a v Polsku je situace komplikovanější. V **Maďarsku** ekonomika v posledním čtvrtletí rostla jenom o 0,8 %, forint jako nejzranitelnější měna regionu a vysoká inflace i přes zpomalení mezd v posledním měsíci roku 2007 ale limitují prostor pro pokles sazeb. Část trhu hraje na hike již na tomto zasedání, nám se jako pravděpodobnější ve světle pomalejších mezd a zatím nepatrných sekundárních efektů jeví vyčkávací taktika. V **Polsku** se také schyluje k zasedání o sazbách – a inflační rizika podle nás i MPC přetrvávají. Polská CB na svém posledním zasedání hlasovala o zvýšení sazeb o 50bp. Nakonec prošlo jen zvýšení o 25bp. Jak snaha zvýšit sazby o 50bp už v lednu tak vývoj makroekonomických ukazatelů a prohlášení členů měnového výboru zvyšují pravděpodobnost dalšího růstu sazeb o 25bp. na 5,5% už na únorovém zasedání. Stejně tak urychlení inflace a mezd naznačuje inflační hrozbu. My držíme scénář růstu sazeb o 50 bodů letos, i když po prvé o 25 bodů až v březnu. Menší část trhu podobně jako v Maďarsku čeká hike již teď. V Polsku bude dál zveřejněná i struktura HDP, což asi potvrdí, že spotřeba jede.
- **FX:** Hike v Maďarsku by mohl ochladit spekulace na další oslabení, hike v Polsku by mohl vést k dalšímu posílení zlotého (rozšíření úrokového diferenciálu mezi Polskem a EU,US), i když očekávání hiku v trhu jsou, jediné, čím se liší je pak časování. Reakce by tudíž neměla být výrazná.

datum	EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
25.2	pondělí	14:00	HU	Zasedání centrální banky k sazbám	7.50%	7.50%	7.50%
25.2		10:00	PL	Maloobchodní tržby (% y/y)	14.4%	15.3%	12.4%
25.2		10:00	PL	Nezaměstnanost (%)	11.7%	11.7%	11.4%
26.2	úterý		SK	Zasedání centrální banky k sazbám	4.25%	4.25%	4.25%
26.2			SK	Běžný účet (mld. SKK)	-6.0	-5.5	-5.6
27.2	středa	14:00	PL	Zasedání centrální banky k sazbám	5.25%	5.25%	5.25%
28.2	čtvrtek	9:00	SK	Ceny průmyslových výrobců (% y/y)	3.8%	3.7%	2.8%
29.2	pátek	9:00	HU	Ceny průmyslových výrobců (% y/y)	2.0%	2.2%	1.6%
29.2		9:00	SK	HICP inflace (% y/y)	2.9%	2.8%	2.5%
29.2			PL	Reálný HDP 4Q (% y/y)	6.1%	6.0%	6.4%

Obrázek týdne: Kdy bude konec problémů s nemovitostmi?

Figure 1.7. Monthly Mortgage Rate Resets
(First reset in billions of U.S. dollars)



Source: Credit Suisse.

- Problémy s americkými nemovitostmi se projevují v místech finančního systému, o kterých mnohdy lidé ani pořádně netušili, že existují. Nejdřív jsme tady měli MBS (mortgage-backed securities), pak monoline pojišťovny, ARS (auction-rate securities) atd.

Stále slyšíme o opatřeních, které uleví domácnostem, které se dostali se splácením hypotéky do problémů, o regulatorních změnách, aby se tady ten nepořádek neopakoval atd.

- Jak ale situace vypadá na zemi? Jak dlouho nás ještě čekají problémy?
- Můj osobní názor je že ještě relativně dlouho, i když subprime odezní. Koukněte na obrázek vlevo. To je objem hypoték v mld. USD, které přijdou k resetu (přehodnocení úrokové sazby z hypotéky) v jednotlivých rocích.
- Důležité je, že většina subprime hypoték v tomto roce projde resetem a tudíž bude jasno, kdo a na co má. Krom toho, množství z nich je vázáno na Libor a ten svou aktivitou dokázal Fed srazit relativně hezky dolů. Co ale bude horší je rok 2010 a 2011, kdy se k resetu dostanou další z hezkých vynálezů finančních inženýrů – option ARM hypotéky.
- Ty krom jiného umožňují negativní amortizaci (splácíte tak málo, že se Vám vaše hypotéka navyšuje), což dle Fitch ¾ lidí využívají. A právě kvůli tomu může být ten náraz, a tudíž problémy se splácením, když k resetu dojde, ještě větší než u subprime. MBS to už asi neuškodí (tam se panika v létě už promítla), banky už dost ztrát zřejmě odepsaly, ale trh s baráky (a tudíž nemálo spotřebitelů) zůstane pod tlakem ještě relativně dlouho (pokud se něco zásadního nestane – např. dohody bank s věřiteli). (Martin Lobotka)

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 (%)
	short EUR/SKK	4.4.2007	29.3.2008	12M MM	3,74		3,39	1,40	1,54
30	Euribor/Bribid			EUR/SKK	33,47	32,88	1,80		
33	spread 5Y swap/T-bond (US)	22.11.2007	22.5.2008	USD 5Y IRS/5Y bond	101,00	93,3	7,8		

Vzad hled'

CZ+Region

- (CR) V ČNB zasedne nový člen Bankovní rady – p. Zamrazilová od 1.3. nahradí p.Niedermayera, který odchází. Jmenování je to poměrně překvapivé, její jméno nebylo mezi jmény lidí, které jako potenciální nástupce p.

Nidermayera uváděla média. O jejím postoji k měnové politice se zatím moc neví – je euroskeptik, pár článků napsala s p. Tomšíkem ale jinak toho moc nevíme.

- Promluvili dva členové Bankovní rady ČNB. Odcházející Niedermayer se podivil nad posilováním koruny v posledním období (taky vidí korunu zralou na korekci) a naznačil, že rozhodování o sazbách bude v následujících měsících neobvykle obtížné. Viceguvernér Singer řekl, že si ČNB vytvořila prostor pro reakci oběma směry. My si myslíme, že nejbližší pohyb bude hike (ve 2Q)

- **(HU)** Vývoj mezd v prosinci příjemně překvapil, když jejich meziroční dynamika nečekaně poklesla na 4,3% z listopadových 9,3%. Zpomalil i ostře sledovaný komponent mezd v privátním sektoru bez bonusů, který poskytuje nejlepší obraz o vývoji inflačních očekávání. Data jsou tak sice pozitivní z hlediska inflačního výhledu, pondělní rozhodnutí o sazbách však bude do velké míry záviset i od síly forintu jelikož kurz hraje u maďarské centrální banky významnou roli.

Svět

- **(US)** Index filadelfského Fedu podruhé za sebou nemile překvapil poklesem na -24 z -20, čekalo se zotavení na -10. Struktura indexu však dává naději na zlepšení, především proto, že se výrazně zlepšil subindex nových objednávek a poměrně dobře se drží subindex zaměstnanosti. Nové žádosti o podporu v nezaměstnanosti kolísají kolem 350000 týdně, což je zhruba neutrální úroveň mezi konjunkturou a recesí. Tento aktuálně důležitý indikátor je tak momentálně neutrální a nepomáhá určit, zda dojde k recesi.
- **(US)** Zápisky ze zasedání Fedu spolu s novými prognózami od členů FOMC ukázaly toto: členové FOMC revidovali odhady pro ekonomický růst směrem dolů, inflace je však pro ně stále „zklamání“ a někteří předpovídají možný rychlý návrat sazeb na vyšší úroveň hned jak se ekonomika vzpamatuje. Tož náš základní scénář. Zápisky však nerozptýlily naše a tržní očekávání o 50-bodovém cutu v březnu.
- **(US)** Ameriku překvapila mírně vyšší než očekávaná inflace a je nepříjemné, že se to týkalo i jádrové složky.. Myslíme si však, že ze střednědobého hlediska jde spíše o negativní zprávu, jelikož kombinace vyšší inflace a slabého růstu je pro dolar nepříznivá. Dolar nejdřív posílil (menší úrokový diferenciál kvůli omezené možnosti snižování sazeb), později ale pravděpodobně převážil názor, že vyšší inflace je střednědobě nepříznivá pro dolar; dolar se vrátil na slabší úroveň.
- **Kombinace** obav z inflace a momentového obchodování vystřelila i ceny komodit, z toho krátkodobě ropu na historická maxima nad 100 dolarů za barel.

Prognóza peněžního trhu

	3M sazby								
	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	ČS	+1M trh	rozdíl (bb)	ČS	+6M trh	rozdíl (bb)
USA	3,3%	3,1%	3,08%	3,1%	2,9%	16	2,7%	2,6%	8
EMU	4,4%	4,4%	4,38%	4,4%	4,4%	-3	3,9%	3,9%	-1
CZ	3,9%	3,9%	3,95%	3,9%	4,0%	-8	4,1%	4,0%	9
HU	7,5%	7,9%	8,12%	7,7%	8,2%	-47	7,4%	8,3%	-85
PL	5,6%	5,7%	5,83%	5,7%	6,0%	-39	6,0%	6,3%	-31
SK	4,3%	4,3%	4,28%	4,3%	4,5%	-17	4,1%	4,1%	1

Prognóza FI

	FI - swapy									
	-1M (bb)	-1W (bb)	2Y			10Y				
			spot	+1M	+6M	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M	+6M
USA	8	20	2,95%	2,8%	3,7%	39	4	4,56%	4,6%	4,5%
EMU	-1	16	4,01%	3,9%	4,0%	8	6	4,47%	4,5%	4,5%
CZ	-4	12	3,97%	4,2%	4,4%	3	0	4,45%	4,5%	4,7%
HU	91	24	8,30%	8,0%	7,3%	62	15	7,59%	7,5%	7,0%
PL	26	12	6,19%	5,7%	5,9%	15	-1	5,90%	5,6%	5,6%

	FI - spready									
	10Y/2Y spread					10Y Spread to EMU				
	-1M	-1W	spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M
USA	31	-17	160	180	76	31	-2	8	15	-5
EMU	9	-11	46	55	48					
CZ	7	-11	49	38	27	-5	-5	-2	10	16
HU	-29	-9	-71	-50	-30	54	10	312	305	245
PL	-11	-13	-30	-15	-30	8	-6	143	110	110

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
CZ	4,10%	3,97%	4,01%	4,07%	4,14%	4,20%	4,26%	4,32%	4,39%	4,45%

Prognóza FX

	FX								
	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	ČS	+1M trh	rozdíl (bb)	ČS	+6M trh	rozdíl (bb)
USD	1,44	1,46	1,473	1,45	1,47	-1%	1,44	1,46	-2%
CZ	26,3	25,5	25,19	25,3	25,2	0%	26,7	25,3	6%
HU	260	263	265,3	258	266	-3%	260	270	-4%
PL	3,66	3,61	3,575	3,57	3,63	-2%	3,58	3,93	-9%
SK	34,0	33,2	32,86	33,0	32,9	0%	32,5	33,2	-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
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	Guenter 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