

Sumář pro tento týden

USA

- Úterní obchodní bilance bude důležitá ze dvou hledisek. Jednak by mohla odstartovat korekci na rychle slábnoucím dolaru a jednak by mohla poněkud zmírnit obavy t propadu růstu v USA. Podmínkou je, že bude výrazně lepší než očekávání a to především díky lepší exportní výkonnosti. Čtvrteční maloobchodní tržby mají potenciál opět zhoršit vnímání ekonomiky pokud budou slabé, pozitivní překvapení trh velmi pravděpodobně nebude brát do úvahy. Páteční CPI má potenciál povzbudit obavy z stagflace. Vytrvale rostoucí cena ropy a dalších komodit negativně ovlivní celkovou inflaci, pokud by očekávání přesáhla i jádrová inflace může trh panikařit. Konečně michiganský index spotřebitelské důvěry: platí pro něj totéž co pro maloobchodní tržby, tedy reakce na negativní překvapení a nevšímavost k pozitivnímu překvapení.
- Korekce na dolaru vyvolaná případným pozitivním překvapením o obchodní bilance je možná, ale neměla by být hluboká ani dlouhá. Aktuálně působící kombinace faktorů (slabost USA vs. slušný růst světa + psychologie a technika) by měl udržet v blízké budoucnosti dolar pod tlakem a další oslabení je tedy pravděpodobné. U dluhopisů by se nemělo nic změnit: kolísání s driftem směrem k nižším výnosům. Vzhledem k aktuální úrovni výnosů je však prostor pro jejich pokles omezený.

USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
11.3	13:30	USA	obchodní bilance (mld USD)		-59,5	-58,8
13.3	13:30	USA	maloobchodní tržby		0,3%	0,3%
14.3	13:30	USA	CPI (m/m)		0,3%	0,4%
14.3	13:30	USA	CPI (m/m) jádro		0,2%	0,3%
14.3	15:00	USA	michiganský index spotřebitelské důvěry		70,8	70,8

Evropa

- Kombinace růstových dat a finálních hodnot CPI by měla potvrdit, že růst je ucházející a inflace nepříjemně vysoká. Což implikuje stabilní sazby ECB pro nejbližší měsíce.
- Evropské dluhopisové trhy by měla ovlivňovat kombinace impulsů z USA a domácího finančního sektoru. Peněžní trh se opět dostává do problémů, bude důležité sledovat vývoj v této oblasti a případné reakce ECB.

EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
10.3	8:45	FRA	průmyslová produkce (r/r)		2,2%	1,2%
11.3	11:00	GER	ZEW		-40,0	-39,5
12.3	8:45	FRA	CPI (r/r)		3,0%	2,8%
12.3	11:00	EMU	průmyslová produkce (r/r)		2,6%	-0,2%
14.3	11:00	EMU	CPI (r/r)		3,2%	3,2%

CEE region

- Kalendář dat je tentokrát nabitý spoustou zajímavých kousků. Z hlediska dluhopisových trhů bude nejzajímavější inflace (ve všech zemích regionu). V případě ČR zůstane inflace nad 7%-ní hranicí a nadále bude přestavovat riziko pro budoucí inflační vývoj (kvůli možnému přenosu do inflačních očekávání). V Polsku zamíří inflace nahoru, a to kvůli energiím ale i službám, ještě však pravděpodobně pořád nepůjde o letošní vrchol. Další vzdálení se inflace od cílového pásma (1,5-3,5%) bude pro jestřáby jedním z argumentů (když ne ten nejdůležitější), aby lobovali za další zvýšení sazeb už tenhle měsíc (s čímž počítáme). V Maďarsku by měla inflace skončit jenom desetinku pod úroveň předešlého měsíce. Z hlediska měnové politiky bude klíčová struktura, a to vývoj jádrové složky a sektoru služeb. Ve všech zemích zůstává otázkou zejména vývoj cen potravin, Tento faktor byl v posledních měsících zdrojem nepříjemných překvapení (směrem nahoru).
- **Trhy:** Minulý týden byl pro střední Evropu těžký. Ačkoliv z domácí scény žádné negativní zprávy nepřišly, na střední Evropu dolehl negativní sentiment z Eurozóny a zpoza oceánu. Vyšší riziková averze tlačila měny do slabšího teritoria, nejvíc trpěly ty s problematickým deficitem běžného účtu jako Maďarsko a Rumunsko. Česká koruna je jako obvykle nejstabilnější. Výrazně víc se však výprodej projevil na dluhopisových trzích, kde došlo k viditelnému nárůstu výnosů zejména v Maďarsku (zároveň se rozšířil rozdíl mezi slapovým a dluhopisovým výnosem). Vzhledem na slabá data z amerického trhu práce by měla pochmurná nálada vydržet i příští týden. Z domácích faktorů by uškodila zejména vyšší než očekávaná inflace.

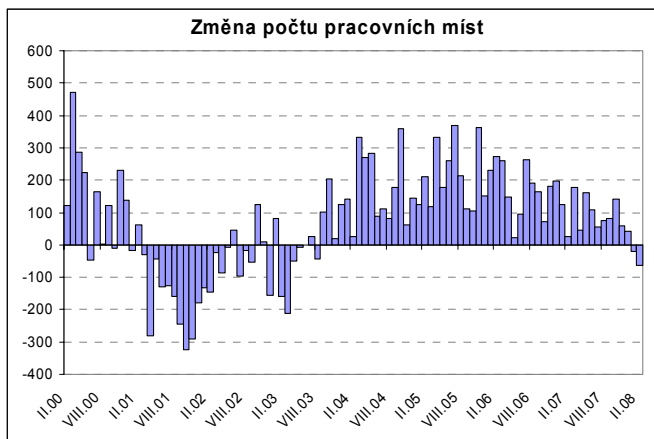
datum	CEE4	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
9.3	neděle		HU	Referendum o poplatcích v zdrav. a školství			
10.3	pondělí	9:00	SK	Maloobchodní tržby (% y/y)	-	-	5.1%
10.3		9:00	CZ	CPI inflace (% y/y)	7.4%	7.5%	7.5%
10.3		9:00	CZ	Nezaměstnanost (%)	6.0%	6.0%	6.1%
10.3		17:00	HU	Státní rozpočet (mld. HUF)	-220.0	-	33.8

11.3	úterý	9:00	HU	CPI inflace (% y/y)	7.0%	7.0%	7.1%
12.3	středa	9:00	CZ	Průmyslová výroba (% y/y)	6.5%	5.1%	2.9%
13.3	čtvrtek	9:00	SK	CPI inflace (% y/y)	3.8%	3.9%	3.8%
13.3		9:00	SK	Zahraniční obchod (mld. SKK)	-0.8	5.4	-9.5
13.3		10:00	CZ	Běžný účet (mld. CZK)	-4.4	-0.3	-20.1
13.3		14:00	PL	Běžný účet (mil. EUR)	-1100	-	-1944
14.3	pátek	9:00	SK	HICP inflace (% y/y)	3.2%	3.2%	3.2%
14.3		9:00	CZ	PPI (% y/y)	5.6%	5.8%	6.0%
14.3		14:00	PL	CPI inflace (% y/y)	4.5%	-	4.3%

Přehled otevřených doporučení

top	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 (%)	cílová hodnota
33	sřed 5Y swap/T-bond (US)	22.11.2007	22.5.2008	USD 5Y IRS/5Y bond	101,00	107,8	-6,8			55 bp

Obrázek týdně: trh práce v USA slábne



- Trend vývoje na trhu práce je jednoznačně negativní. Potvrdily to i páteční údaje, které ukázaly největší pokles počtu pracovních míst za posledních pět let. Navíc došlo k revizi směrem dolů za poslední dva měsíce a za prosinec byla revize výrazná.
- Míra nezaměstnanosti sice klesla, ale pouze díky poklesu počtu lidí počítaných od pracovní síly. Data naznačují, že mezi nezaměstnanými roste počet těch, kteří kvůli problémům se sháněním místa rezignují.
- Potěšitelný je pokračující solidní růst hodinové mzdy. Bohužel je pozitivní efekt růstu příjmů podstatně snižován vysokou inflací, které rozmělnuje kupní sílu dolaru a také pravděpodobně opatrnějším chováním spotřebitelů (jak ukazují indexy spotřebitelské důvěry). Ti mají tendenci splácet úvěry a spořit namísto tradičního bezhlavého utrácení.

Stalo se

USA

- Prezident Fedu Bernanke: hypoteční trh bude potřebovat ještě více pomoci od státu a privátního sektoru pro překonání krize: navrhuje, aby banky odpustily části hypotečního dluhu. Tím by se ovšem zvýšily ztráty finančních institucí a zvýšila by se pravděpodobnost zadření úvěrů a potřeba dodání dalšího kapitálu bankám.
- ISM (průmysl = 20% US ekonomiky) klesl na 5tileté dno do recesního pásma: 48,3. Futures na Fed započítají

pravděpodobnost 76% pro 75bps cut v březnu (my 50pbs) a 40% pro 1,75% na konci roku.

- ECB: Trichet chladil holubičí hlavy tradeřů. Inflace je nadále hlavním tématem a cenová stabilita jediným nepochybným cílem ECB. ECB sice také zmiňuje rizika pro růst, ale je jasné, že při rozhodování v situaci kdy inflace i inflační prognóza jsou nad cílem a výraznější zpomalení růstu v EMU je pouze rizikem, ne realitou, může ECB těžko uvažovat o snížení úrokových sazeb. Přes aktuální situaci je naším hlavním scénářem mírný pokles úrokových sazeb ve střednědobém horizontu (25bp. ve druhém a třetím čtvrtletí), a to kvůli nižší poptávce (zpomalení EU) a silným

EUR (tlak na pokles cen, např. ropy). Rizika směrem k stabilitě sazeb jsou ale značná.

- V Americe vyšly míry nesplacení u subprime a prime hypoték za Q4/07 – obrázek se příliš nezměnil, subprime narostl, prime v pohodě (u subprime s fixovanou sazbou je míra nesplacení 14%, u pohyblivé sazby pak kolem 20%, u prime je to 2,5 a 5,5%). Tato čísla mají v dalších 2-3 kvartálech potenciál na růst, zejména s tím, jak dochází k resetu dalších hypoték.
- OPEC splnil očekávání a ponechal těžební limity beze změny. Další schůzka má být až v září, v případě potřeby však může být svolána mimořádná i dříve. Komerční zásoby ropy v USA klesly o 3 mil brl, čekal se růst. Zásoby jsou nyní o 5,8% níže než před rokem. Zásoby benzínu rostly o 1,66 mil brl a jsou o 8,2% více než před rokem. Ropa zareagovala na informace prudkým růstem ceny.

ČR + region

- Český MinFin plánuje ve 2Q upsat 46 mld. CZK dluhopisů (=cca 28% plánové celoroční emise). Díky vyšší inflaci, než na jaké je postaven rozpočet, čekáme lepší vývoj schodku. Proto emise na CZ trhu bude nižší, než odpovídá celoročnímu plánu, plus emise eurobondů = tlak na zavírání spreadu mezi CZ a EU bondy.

- Ve střeďeční aukci dluhopisu 4/17 dosáhl poměr mezi poptávkou a nabídkou pouze 1,14, což svědčí o velmi slabém zájmu investorů. V aukci bylo nabízeno za 7 mld CZK dluhopisů, v obou kolech bylo prodáno za 4,53 mld CZK a ministerstvo financí si ponechalo za 4 mld CZK dluhopisů. Průměrný výnos v aukci dosáhl 4,534%. Opakovaný nezájem investorů o aukce státních dluhopisů může nasvědčovat upřednostňování likvidity mezi investory kvůli zvýšené averzi vůči riziku. Vlád zároveň schválila návrh zákona umožňujícího ministerstvu financí odkoupit až za 20 mld Kč státních dluhopisů. Ministerstvo používá odkupy dluhopisů ke snížení nárazu při splatnosti dluhopisu (rozkládá peněžní tok při splatnosti dluhopisu na delší období).
- Obchodní bilance **ČR** za leden skončila v přebytku 12,2 mld. CZK, což bylo v souladu s očekáváním trhu i naším. Rovněž bylo toto číslo zhruba o 2 mld. lepší než v lednu 2007. Tahounem byly tradičně stroje a zařízení, proti tomu šla drahá ropa (cca. 40% ve vyjádření CZK meziročně). Obchodní bilance se letos mírně proti loňskému roku zhorší (na cca. 75 mld. CZK) a to zejména kvůli silnější koruně (i když – jak se zatím zdá – vliv koruny na export není brutální), pomalejší Evropské unii a poklesu domácí spotřeby.

Prognóza peněžního trhu

3M sazby									
	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	ČS	+1M trh	rozdíl (bb)	ČS	+6M trh	rozdíl (bb)
USA	3,1%	3,1%	2,94%	2,5%	2,5%	-5	2,6%	2,2%	41
EMU	4,3%	4,4%	4,50%	4,2%	4,5%	-32	3,8%	3,9%	-12
CZ	3,9%	4,0%	4,00%	4,1%	4,0%	5	4,1%	4,1%	2
HU	7,9%	8,0%	8,30%	7,9%	8,4%	-58	7,5%	9,0%	-145
PL	5,7%	5,9%	5,99%	6,0%	6,2%	-19	6,0%	6,4%	-49
SK	4,3%	4,3%	4,30%	4,3%	4,3%	-5	3,8%	4,1%	-32

Prognóza FI

FI - swapy										
	-1M (bb)	-1W (bb)	2Y spot	+1M	+6M	-1M (bb)	-1W (bb)	10Y spot	+1M	+6M
USA	-16	-2	2,54%	1,8%	2,7%	7	12	4,37%	3,6%	4,1%
EMU	19	11	3,93%	3,9%	4,1%	6	5	4,36%	4,5%	4,6%
CZ	8	9	4,05%	4,1%	4,4%	21	14	4,53%	4,3%	4,5%
HU	100	49	8,85%	8,4%	7,8%	63	34	7,95%	7,7%	7,2%
PL	52	11	6,41%	6,4%	6,0%	18	0	5,93%	6,0%	5,7%

10Y/2Y spread

USA	-1M					-1W				
	23	14	183	180	138	1	7	1	-90	-50
EMU	-13	-5	44	60	54					
CZ	13	4	47	15	11	15	8	16	-23	-12
HU	-37	-15	-90	-75	-65	57	29	359	315	255
PL	-34	-10	-48	-40	-30	12	-5	157	145	110

Prognóza FX

FX									
	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	ČS	+1M trh	rozdíl (bb)	ČS	+6M trh	rozdíl (bb)
USD	1,45	1,52	1,539	1,48	1,54	-4%	1,42	1,53	-7%
CZ	25,8	25,1	25,08	25,3	25,1	1%	26,5	25,2	5%
HU	267	265	265,9	257	267	-4%	256	271	-5%
PL	3,62	3,53	3,572	3,55	3,63	-2%	3,57	3,98	-10%
SK	33,6	32,5	32,50	32,7	32,5	1%	32,5	32,7	-1%

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, komodity)

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**Robert Novotný**

+420/224 995 148

rnovotny@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

+420/224 995 148

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 Primární emise**

Alice Racková

+420/224 995 197

arackova@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 – Global Macro & CEE

Equity

Head of 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

+43 501 00 115 23

guenther.artner@erstebank.at

akcie – sektor ropa, plyn

Tamás Pletser

+361 235 51 33

tpletser@erstebank.com

akcie – sektor bankovnictví

Guenther Hohberger

+43 501 00 173 54

guenther.hohberger@erstebank.at

akcie – sektor bankovnictví

Angelika Zwerenz

+43 501 00 119 03

angelika.zwerenz@erstebank.at

akcie – sektor telekomunikace

Andras Szalkai

+361 235 5134

andras.szalkai@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

+43 501 00 163 60

gerald.walek@erstebank.at

akcie – sektor pojišťovnictví

Christoph Schultes

+43 501 00 163 14

christoph.schultes@erstebank.at

Brokerjet

On-line obchodování s CP

+420 222 004 444

www.brokerjet.cz