

Luboš Mokrás

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

25.3.2008

Sumář pro tento týden

USA

- **Makro data + trošičku FX a FI:** Tento týden budeme mít kombinaci růstových dat a jednoho důležitého inflačního údaje. Prodeje existujících a nových domů by měly potvrdit trvající výraznou slabost trhu s rezidenčními nemovitostmi. Oba index spotřebitelské důvěry budou nejspíš velmi slabé. Jak data z trhu s nemovitostmi tak index spotřebitelské důvěry budou důležitým testem investorského sentimentu. Pokud by optimismus z minulého týdne vydržel, můžeme očekávat až několik týdnů trvající období obratu ve vývoji – tj. posilování dolaru, pokles komodit, růst výnosů dluhopisů (dlouhý konec křivky). Sentiment by měl podpořit také růst akcií. Tuto alternativu však jednak nepokládáme za příliš pravděpodobnou a jednak ani kdyby k ní došlo neznamenalo by to ještě definitivní obrát. Finanční trh je doufejme za svým dnem (definovaným pádem Bear Stearns) avšak reálná ekonomika je teprve ve fázi decelerace a dnem by měla projít až v průběhu druhé ho čtvrtletí (opět doufejme, že to nebude trvat ještě déle). Osobní příjmy, výdaje a PCE index budou jako vždy vysoce zajímavé a jako vždy je malá pravděpodobnost výraznější reakce trhu. Ještě na začátku týden by mohla trvat korekce z minulého týdne, avšak prostor pro další posílení dolaru už by měl být jen malý. Větší prostor by měl být pro pokles cen komodit, které po pořádné korekci doslova pištěly. Dluhopisy by měly být spíše statické, zpočátku spíše mírný růst dlouhého konce, později stagnace nebo lehký návrat.

datum	USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
24.3	pondělí	15:00	USA	Prodeje existujících domů		4,85 mil.	4,89 mil.
25.3	úterý	15:00	USA	Spotřebitelská důvěra		73.5	75.0
26.3	středa	13:30	USA	Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby		0.5%	-5.3%
26.3		15:00	USA	Prodeje nových domů		577000.0	588000.0
28.3	pátek	13:30	USA	osobní příjmy		0.3%	0.3%
28.3		13:30	USA	osobní výdaje		0.1%	0.4%
28.3.		13:30	USA	PCE index jádrový		0.1%	0.3%
28.3		15:00	USA	michiganský index spotřebitelské důvěry		46.7	44.5

Evropa

- **Makro data:** V Evropě tři zajímavé makroekonomické údaje. Nejdůležitější bude IFO, které může potvrdit stále solidní stav německé ekonomiky. Tovární zakázky za eurozónu budou indikovat stav celého evropského průmyslového sektoru. Nakonec předběžný CPI za Německo ukáže jak zlé jsou inflační tlaky a tedy jaký prostor má (nebo spíš nemá) ECB pro případné snížení sazeb.
- **FI:** kromě obvyklého vlivu USA by tento týden mohly poměrně výrazně ovlivnit obchodování IFO a německé CPI. Oba by měly spíše zpochybnit snížení sazeb v dohledné době a tedy podpořit euro a dluhopisy.

datum	EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
26.3	středa	10:00	GER	IFO		103.5	104.1
26.3		11:00	EMU	Tovární zakázky		3.3%	2.1%
28.3	pátek		GER	CPI předběžný		2.9%	2.8%

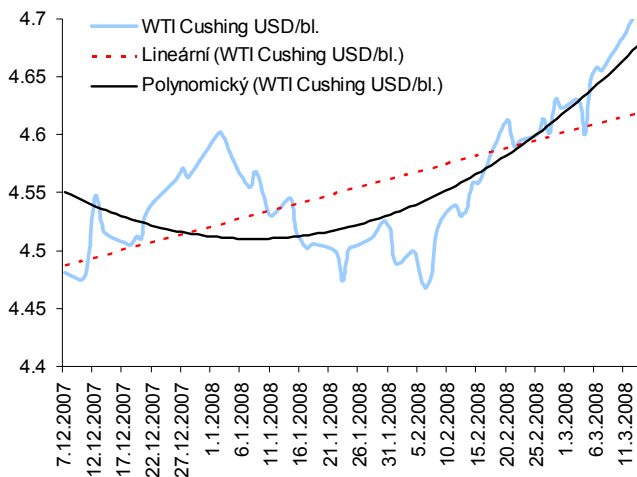
CEE region

- **Makro data:** V ČR příští týden jenom druhé letošní zasedání ČNB. K změně sazeb podle nás nedojde, koruna sice ke konci minulého týdne korigovala na slabší úroveň (25.50), stále se ale nachází pod úrovní, kterou má pravděpodobně ČNB ve své poslední prognóze. Inflace je nad prognózou, tyto dva efekty se tak do jisté míry vyrovnávají. Nejbližší pohyb bude dle nás nahoru (vysoká celková inflace, nižší cíl na horizontu měnové politiky od poloviny roka, očekávané oslabení koruny) i když oslabení v EU povede k mírnému zpomalení i u nás (příští rok se ale zase ekonomika rozjede), a to koncem 2. čtvrtletí. O sazbách se bude rozhodovat i na SK a v PL. Snadnější je situace v Slovenska, jelikož pro NBS se období nezávislé měnové politiky pomalu ale jistě chýlí ke konci s tím, jak se blíží leden 2009, což je termín plánovaného zavedení eura. Vzhledem na růst inflace bude NBS spíše opatrná a k harmonizaci sazeb s ECB (momentálně činí diferenciál 25 bodů) dojde podle nás nejdřív v polovině roku. Tento týden tedy beze změny. V Polsku se centrální banka stala v poslední době citlivá na příchozí měsíční data. Ty za březen jenom posílily její ještě větší postoj. Jak struktura inflace, tak dynamický růst mezd a solidní výkon průmyslu mluví v prospěch zvýšení sazeb na nejbližším zasedání o 25 bodů.
- **FX:** Pro regionální měny bude směrodajný zejména globální vývoj. Česká koruna by se po svátcích mohla vymanit z úzkého obchodního pásma. Prolomení jeho horní hranice (25,50 CZK/EUR) by indikovalo oslabení nejméně ke 25,80 CZK/EUR. Pro dluhopisy bude zajímavé rozhodnutí centrálních bank. Komentář po zasedání se bude pečlivě sledovat v Polsku, jelikož někteří centrální bankéři už naznačují preferenci pro pauzu v cyklu utahování měnové politiky.

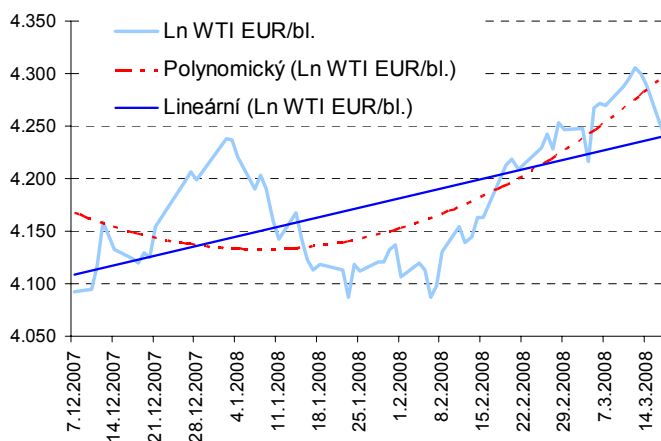
datum	CEE4	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
25.3	úterý		SK	Zasedání centrální banky k sazbám	4.25%	4.25%	25.3
25.3			SK	Běžný účet (mld. SKK)	5.0	6.6	25.3
26.3	středa	10:00	PL	Maloobchodní tržby (% y/y)	17.7%	19.4%	26.3
26.3		14:00	PL	Zasedání centrální banky k sazbám	5.75%	5.75%	26.3
26.3			CZ	Zasedání centrální banky k sazbám	3.75%	3.75%	26.3
28.3	pátek	9:00	SK	Ceny průmyslových výrobců (% y/y)	3.2%	3.2%	28.3
25.3	úterý		SK	Zasedání centrální banky k sazbám	4.25%	4.25%	25.3

- ěny. V Polsku se centrální banka stala v poslední době citlivá na příchozí měsíční data. Ty za březen jenom posílily její jestřábí postoj. Jak

Obrázek týdne: Bublina II



- Minulý týden jsme si ukazovali dynamický růst cen ropy a tvrdili, že nás čeká korekce. Ta tento týden skutečně přišla (i když zdaleka nemusí být spekulativnímu růstu zatím konec) ropa z rekordů lehce nad 110 dolary sklouzla až k stovce.
- Růst cen ropy, který vidíte na 1. obrázku, a o kterém jsme psali, že indikuje neudržitelný růst, byl uváděn v dolarech. Dnes si ukážeme, jestli něco podobného vidíme i pokud si převedeme cenu do EUR.
- I na druhé obrázku je vidět viditelný rozdíl mezi lineárním a nelineárně rostoucím trendem. Neudržitelný růst ceny ropy tak je pozorovatelný i na EUR, i když velikost diskrepance je menší (v absolutní hodnotě) než u ropy v dolarech.
- Domnívám se tak zřejmé, že část růstu na ropě je v důsledku slábnoucího dolaru, další (větší) část pak ale ukazuje na spekulativní a neudržitelný růst.



Vzad hled

CZ+Region

- **(CZ)** V ČR maloobchod za leden, zpomalení na 4,1 % zapadá do našeho scénáře zpomalení spotřeby v roce 2008. dový hike i tak příliš nepomohl. Nejvíce k meziročnímu růstu tržeb v lednu přispěly prodejny s elektronikou, nábytkem a zbožím pro domácnost –

zejména u elektroniky je to zřejmě vliv relativně rychle klesajících cen (v důsledku silné koruny), které stimulují poptávku. Předzásobení léky (které bylo jedním z faktorů za vyšším než očekávaným růstem HDP ve 4. čtvrtletí) nejspíš způsobilo v lednu pokles o 7,1% u prodeju v kategorii farmaceutické a drogistické zboží. To bude mít dopad rovněž na celkový růst v 1. čtvrtletí letošního roku.

- **Koruna** oslabila až k 25.50 poté, co se na veřejnost dostaly informace, že MinFin a ČNB jednájí o tom, jak zabránit dalšímu posilování koruny (v souvislosti s privatizací letištěm Praha či připravovanou emisí). Návrh

opatření zahrnuje například zmrazení privatizačních příjmů na zvláštním účtu...

- **(PL) V Polsku** urychlily mzdy i průmyslová výroba, zejména to první pak společně s horší strukturou inflace (zrychlily služby) jasně ukazuje na potřebu dalšího hiku. Podle nás se tak stane už tento měsíc.

Svět

- **(FED)** Zasedání FOMC nepřekvapilo. Čekalo se výrazné snížení sazeb a výrazné snížení sazeb také přišlo (75 bodů). Fed si navíc ponechal prostor pro případné další snížení sazeb. Vyjádření FEDu po zasedání dostalo znovu do popředí inflační rizika – FED se stále domnívá, že v příštích čtvrtletích dojde ke zmírnění inflace. Zmírnění inflace by mělo odrážet očekávaný pokles cen energií a

dalších komodit a zmírnění tlaku na využití kapacit. Nejistota ohledně vývoje inflace však podle FOMC „vzrostla a nadále bude nutné pečlivě sledovat vývoj inflace“. Pozoruhodné bylo také hlasování -po první se tak našli 2 lidé, kteří hlasovali proti (doposud to byl vždy jenom 1). Vnímání vážnosti situace a rizik u jednotlivých členů tak zřejmě není tak kompaktní jak doposud...

Momentálně tak sice stále jasně převažují rizika růstu a problémy finančního sektoru, inflace však zůstává v hledáčku FEDu a pokud se ekonomika stabilizuje, FED může relativně rychle začít znovu hikovat. Náš názor na nejbližší období však je, že přijde ještě minimálně jedno padesátibodové na zasedání FOMC 30. dubna.

Dolar se dotknul dna na 1.59., pak se sice odrazil, ale tlak na něj pokračuje. Jakékoliv nepříznivé zprávy tento tlak jenom přživí.

Prognóza peněžního trhu

	3M sazby								
	-1M	-1W	spot	+1M			+6M		
				ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)
USA	3,1%	2,8%	2,61%	2,4%	2,5%	-9	2,2%	2,2%	-5
EMU	4,4%	4,6%	4,68%	4,5%	4,5%	-4	3,8%	4,0%	-23
CZ	4,0%	4,0%	4,10%	4,0%	4,2%	-13	4,1%	4,2%	-7
HU	7,9%	8,2%	8,05%	7,9%	8,4%	-55	7,5%	8,5%	-97
PL	5,8%	6,0%	6,05%	6,0%	6,2%	-22	6,0%	6,3%	-35
SK	4,3%	4,3%	4,27%	4,3%	4,5%	-25	3,8%	4,2%	-41

Prognóza FI

	FI - swapy														
	-1M (bb)		-1W (bb)		2Y			-1M (bb)		-1W (bb)		10Y			
			spot	+1M	+6M			spot	+1M	+6M					
USA	-40	7	2,58%	2,3%	2,6%	-54	-3	4,12%	4,1%	4,5%					
EMU	24	20	4,22%	3,9%	4,1%	-8	4	4,38%	4,5%	4,6%					
CZ	17	17	4,16%	4,1%	4,4%	-3	9	4,44%	4,2%	4,5%					
HU	45	-10	8,51%	8,4%	7,8%	12	-30	7,57%	7,7%	7,2%					
PL	1	-5	6,22%	6,4%	6,0%	-15	-6	5,75%	6,0%	5,7%					

	FI - spready									
	10Y/2Y spread (bb)					10Y Spread to EMU (bb)				
	-1M	-1W	spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M
USA	140	144	154	180	197	-46	-7	-26	-40	-7
EMU	-17	0	15	60	54					
CZ	7	19	28	12	11	4	4	6	-26	-12
HU	-127	-114	-94	-75	-65	20	-34	320	315	255
PL	-62	-48	-47	-40	-30	-7	-10	138	145	110

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
CZ	4,23%	4,16%	4,17%	4,19%	4,22%	4,26%	4,30%	4,35%	4,39%	4,44%

Prognóza FX

	FX								
	-1M	-1W	spot	+1M			+6M		
				ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)
USD	1,48	1,57	1,555	1,55	1,55	0%	1,49	1,54	-3%
CZ	25,0	25,1	25,49	25,1	25,5	-2%	26,7	25,6	4%
HU	262	260	257,0	257	258	0%	256	262	-2%
PL	3,54	3,55	3,532	3,55	3,59	-1%	3,57	3,94	-9%
SK	32,8	32,3	32,70	32,7	32,7	0%	32,5	32,9	-1%

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	David Navrátil	+420/224 995 439	dnavratil@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
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	Viktor Kotlán	+420/224 995 217	vkotlan@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
Odbor Finanční instituce – ředitel odboru	Jiří Hrbáček	+420/224 995 836	jhrbacek@csas.cz
	Jana Daňková	+420/224 995 128	jandankova@csas.cz
	Jan Brabec	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
Odbor Obchodování a distribuce aktiv – ředitel odboru			

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	Jakub Zidon	+420 224 995 213	jzidon@csas.cz
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