

Luboš Mokráš

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

31.3.2008

Ronald Reagan, 15.8.1986:

“Government’s view of the economy could be summed up in a few short phrases: If it moves, tax it. If it keeps moving, regulate it. And if it stops moving, subsidize it.”

“(Náhled vlády na ekonomiku lze shrnout do několika krátkých frází – když se to hýbe, zdaňte to. Když se i tak hýbe, regulujte to. Když se to přestane hýbat, subvencujte to.)”

Což bohužel celkem dobře vystihuje na můj vkus až příliš mnoho vlád v Evropě...

Sumář pro tento týden

USA

- **Makro data + trošičku FX a FI:** Týden přinese řadu důležitých růstových údajů, především indexy nákupních manažerů ISM. Tovární zakázky by měly být podobně jako objednávky zboží dlouhodobé spotřeby slabé. Nejdůležitější údaje přinese až pátek. Trh práce je nyní klíčový, jeho slabost by zpečetila už teď pravděpodobnou recesi. Týdenní údaje o počtu žádostí o podporu v nezaměstnanosti zatím nenaznačují výrazný propad, slabší než očekávané číslo (trh je už tak pesimistický) by proto mohlo vyvolat další vlnu zděšení. Případné lepší údaje by přinesly krátkodobou úlevu, sotva by však změnily sentiment trvaleji. Opět budou pozorně sledovány výroky politiků a především lidí z Fedu. Čím slabší ISM a trh práce tím výraznější tlak proti dolaru, ten bude ovšem technicky a psychologicky podporován blízkostí historických minim. Pokud ovšem dojde k jejich proražení mělo by být následné oslabení dolaru prudké. Dluhopisy by nadále měly kolísat podle míry averze vůči riziku, trvalejší růst výnosů je zatím nepravděpodobný.

| datum | USA | hodina | stát | Událost | CS/Erste | Trh | Předtím |
|-------|---------|--------|------|-----------------------------|----------|----------|----------|
| 31.3 | pondělí | 15:45 | USA | Chicagský PMI | | 46.5 | 44.5 |
| 1.4 | úterý | 16:00 | USA | ISM výrobní | | 48.0 | 48.3 |
| 2.4 | středa | 16:00 | USA | Tovární zakázky | | 0.7% | -2.5% |
| 3.4 | čtvrtek | 15:00 | USA | ISM nevyrobní | | 48.6 | 49.3 |
| 4.4 | pátek | 14:30 | USA | změna počtu pracovních míst | | -50000.0 | -63000.0 |
| 4.4 | | 14:30 | USA | míra nezaměstnanosti | | 5.0% | 4.8% |

Evropa

- **Makro data:** Evropa bude tento týden daty přímo zahlcena. Důležitý bude předběžný CPI, který spolu se stále rychlým růstem peněžního agregátu M3 jen podpoří jestřábí nastavení ECB. Zajímavé budou také páteční tovární zakázky v Německu, které ukáží zda se motor evropského hospodářství stále drží v otáčkách.
- **FI:** Vyšší CPI by omezilo očekávání snížení sazeb, k čemuž tak jako tak přispívá konzistentní rétorika ECB. Čím vyšší CPI a lepší růstové ukazatele tím větší tlak na posílení eura. Dluhopisy budou částečně ve vleku USA a částečně by měly zohledňovat nižší pravděpodobnost snížení sazeb. Situace finančních institucí bude nadále důležitým zdrojem impulsů na obou stranách Atlantiku.

| datum | EMU | hodina | stát | Událost | CS/Erste | Trh | Předtím |
|-------|---------|--------|------|----------------------|----------|-------|---------|
| 31.3 | pondělí | 8:45 | FRA | PPI | | 4.9% | 4.9% |
| 31.3 | | 10:00 | EMU | M3 | | 11.5% | 11.5% |
| 31.3 | | 11:00 | EMU | CPI předběžný | | 3.3% | 3.2% |
| 1.4 | úterý | 10:00 | EMU | PMI výrobní | | 52.0 | 52.0 |
| 1.4 | | 11:00 | EMU | míra nezaměstnanosti | | 7.1% | 7.1% |
| 2.4 | středa | 11:00 | EMU | PPI | | 5.2% | 4.9% |

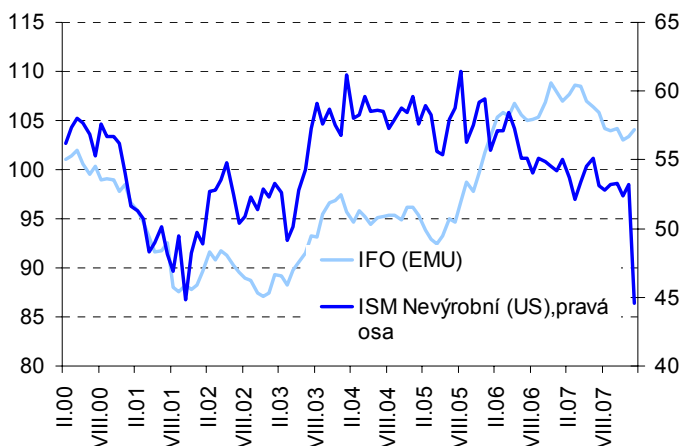
| | | | | | | |
|-----|---------|-------|-----|--------------------|------|-------|
| 3.4 | čtvrtek | 10:00 | EMU | PMI služby | 51.7 | 51.7 |
| 3.4 | | 11:00 | EMU | Maloobchodní tržby | 0.0% | -0.1% |
| 4.4 | pátek | 12:00 | GER | Tovární zakázky | 6.7% | 9.5% |

CEE region

- **Makro data:** V regionu ticho, až na zasedání maďarské centrální banky. Tam se čeká růst sazeb o 25 bodů. Fundamentálně na to podle nás zas tolik přesvědčivých argumentů neexistuje (ano, mzdy v soukromé sféře urychlily, ale je to zatím jedno číslo, zbytek ekonomiky zrovna na hike nevypadá). I vyjádření lidí z NBH jsou zvláštní - to, že trh požaduje vyšší rizikovou prémii a tudíž indikativní funkce hlavní sazby je nižší, není podle nás důvod na hike. Přes to všechno to spíše vypadá, že dotlačení trhem zafunguje a NBH sazby zvedne.
- **FX:** Žádná data – pohyby zpoza oceánu.

| datum | CEE4 | hodina | stát | Událost | CS/Erste | Trh | Předtím |
|-------|---------|--------|------|---------|----------|-------|---------|
| 31.3 | pondělí | | HU | PPI | 6.00% | 5.20% | 4.30% |
| 31.3 | | | HU | NBH | 8.00% | 7.75% | 7.50% |

Obrázek týdne: Baptême du feu pro teorii decouplingu



- Americká data od deseti k pěti, Fed cutuje co mu síly stačí. Naproti tomu Evropa, kde data spíše lepší než se čeká, Weber z ECB vidí dokonce alarmující rizika pro ceny, o cutu tedy on (a ani ECB) nepřemýšlí.
- Funguje tedy ten decoupling nebo jako čeho? Já tvrdím už delší dobu, že tato krize je křest ohněm pro teorii decouplingu – teorii, že zbytek světa má dostatek navzájem relativně nezávislých ohnisek růstu k tomu, aby se izolovaná slabost (i když velké ekonomiky) projevila ve zbytku světa jenom minimálně.
- Data zatím potvrzují, že Evropa jede navzdory problémům v Americe spokojeně. Je pravdou, že citelné zpomalení v Americe je „staré“ jenom kvartál, takže důležité bude, jak se situace v Evropě vyvine ve 2. a 3. kvartálu, zatím ale Evropa vypadá zdravá.
- Na obrázku je vidět vývoj německého IFO indexu (podnikatelé v průmyslu) a amerického ISM, oba dobré předstihové indikátory vývoje ekonomiky. Propad amerického ISM a mírný růst IFO zatím decouplingu nahrávají, ale --- jak říkám, decoupling jako teorie zdaleka nemá potvrzenou platnost.

Koruna tak zůstává největší překážkou k hikování -oslabením koruny dojde k dalšímu mírnému růstu sazeb letos (na 4%).

Vzad hled'

CZ+Region

- **(CZ) ČNB podle očekávání ponechala úrokové sazby beze změny na 3,75%.** Na tiskové konferenci po zasedání uvedl viceguvernér M. Singer, že situace je nyní velmi nejistá a existují vysoká rizika na obě strany. Měnová politika bude reagovat na přicházející informace naznačující další vývoj (obchodní bilance, CPI, průmysl), ale je možné, že situace vysoce nejasná ještě nějakou dobu zůstane. Ke koruně řekl, že její kurs se sice stále významně odchyluje od předpokládaného kursu, ale že by to mohlo souviset například s vnímáním koruny jako atraktivní investice v dobách turbulencí, díky solidnímu stavu české ekonomiky.

- **Zasedala i polská CB, ta sazby podle očekávání zvýšila 3.měsíc po sobě + 25 bodů, momentálně je tak klíčová sazba na 5,75%,** což by měl podle našeho dlouhodobého scénáře být vrchol cyklu, i když rizika jsou směrem k dalšímu zvýšení. Klíčovým pro další rozhodnutí zůstávají mzdy – jejich dvouciferný nárůst je z nezanedbatelné části za jestřábí náladou, která v Radě panuje (růst nad 6% nevyloučil jestřáb Filar, to by nepřekvapilo, ale další růst sazeb explicitně nevyklučuje nikdo z MPC, a ani my).

- **(PL) Podle prezidenta ECB J-C. Tricheta bude dlouhodobý výhled slovenské inflace klíčovým faktorem zda bude moci Slovensko v roce 2009 vstoupit do EMU.** Do hry se tak ve zvýšené míře dostává kontroverzní „udržitelnost“ maastrichtských kritérií, která umožňuje do značné míry politizovat rozhodnutí o přijetí nebo nepřijetí, protože neexistují žádná pevná kritéria „udržitelnosti“.

Nejistota kolem tohoto výsostně politické rozhodnutí tak může slovenskou korunou kvědat.

Svět

- **(USA)** Nové žádosti o podporu v nezaměstnanosti vzrostly na 378 tisíc, což bylo nad očekáváním analytiků a indikátor se tak posunul blíž k „recesní“ hranici 400 tisíc. Filadelfský index podnikatelské aktivity se sice ve srovnání s předešlým měsíc vylepšil (na -17,4 ze -24 v únoru), pořád však zůstává v záporném teritoriu, což naznačuje kontrakci aktivity ve zpracovatelském průmyslu. Pátý měsíc po sobě poklesly i předstihové ukazatele za celé

USA; klesla i spotřebitelská důvěra, a to na 5-leté minimum. Hodně slabé byly i objednávky dlouhodobé spotřeby, nejhorší je, že se zvyrazňuje pokles i vývoj investic. Prodeje nových domů také pod očekáváním, ovšem revize v minulém měsíci směrem nahoru, takže ne tak špatné jak to na první pohled vypadalo.

- **(EMU)** Data ve světě zdaleka tak špatná nejsou - německý index IFO opět pozitivně překvapil, lepší byly i francouzské indikátory podnikatelské důvěry a objednávky v průmyslu EU. Krize z Ameriky se tak zatím do Evropy nedostala.

Prognóza peněžního trhu

| | 3M sazby | | | | | | | | |
|-----|----------|-------|-------|------|------------|-----|------|------------|------|
| | -1M | -1W | spot | +1M | | | +6M | | |
| | | | ČS | trh | rozdl (bb) | ČS | trh | rozdl (bb) | |
| USA | 3,1% | ##### | 2,70% | 2,4% | 2,5% | -7 | 2,2% | 2,2% | 0 |
| EMU | 4,4% | ##### | 4,74% | 4,5% | 4,6% | -8 | 3,8% | 4,0% | -25 |
| CZ | 4,0% | 4,1% | 4,10% | 4,0% | 4,1% | -10 | 4,1% | 4,1% | -1 |
| HU | 8,0% | 8,1% | 8,20% | 7,9% | 8,4% | -59 | 7,5% | 8,6% | -110 |
| PL | 5,9% | 6,1% | 6,14% | 6,0% | 6,3% | -29 | 6,0% | 6,4% | -45 |
| SK | 4,3% | ##### | 4,28% | 4,3% | 4,5% | -25 | 3,8% | 4,3% | -50 |

Prognóza FI

| | FI - swapy | | | | | | | | | | | | |
|-----|------------|----|----------|------|------|-----|----|----------|------|----------|--|-----|--|
| | -1M (bb) | | -1W (bb) | | 2Y | | | -1M (bb) | | -1W (bb) | | 10Y | |
| | | | spot | +1M | +6M | | | spot | +1M | +6M | | | |
| USA | -7 | 6 | 2,49% | 2,3% | 2,6% | -15 | 15 | 4,10% | 4,1% | 4,5% | | | |
| EMU | 43 | 10 | 4,25% | 3,9% | 4,1% | 13 | 14 | 4,44% | 4,5% | 4,6% | | | |
| CZ | 21 | 1 | 4,17% | 4,1% | 4,4% | 9 | 4 | 4,48% | 4,7% | 4,5% | | | |
| HU | 21 | 6 | 8,57% | 8,4% | 7,8% | 17 | 21 | 7,78% | 7,7% | 7,2% | | | |
| PL | -1 | 8 | 6,30% | 6,4% | 6,0% | -18 | 0 | 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 | 152 | 170 | 160 | 180 | 197 | -28 | 1 | -34 | -40 | -7 |
| EMU | -10 | 23 | 19 | 60 | 54 | | | | | |
| CZ | 19 | 34 | 31 | 56 | 11 | -4 | -10 | 4 | 18 | -12 |
| HU | -83 | -64 | -79 | -75 | -65 | 4 | 7 | 334 | 315 | 255 |
| PL | -72 | -63 | -55 | -40 | -30 | -31 | -14 | 131 | 145 | 110 |

| | 1Y | 2Y | 3Y | 4Y | 5Y | 6Y | 7Y | 8Y | 9Y | 10Y |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| CZ | 4,22% | 4,17% | 4,19% | 4,20% | 4,22% | 4,27% | 4,31% | 4,37% | 4,43% | 4,48% |

Prognóza FX

| | FX | | | | | | | | |
|-----|------|------|-------|------|------------|-----|------|------------|-----|
| | -1M | -1W | spot | +1M | | | +6M | | |
| | | | ČS | trh | rozdl (bb) | ČS | trh | rozdl (bb) | |
| USD | 1,52 | 1,54 | 1,578 | 1,55 | 1,58 | -2% | 1,49 | 1,56 | -5% |
| CZ | 25,1 | 25,5 | 25,32 | 25,4 | 25,3 | 0% | 26,7 | 25,5 | 5% |
| HU | 265 | 258 | 258,4 | 257 | 259 | -1% | 256 | 263 | -3% |
| PL | 3,53 | 3,54 | 3,522 | 3,55 | 3,58 | -1% | 3,57 | 3,93 | -9% |
| SK | 32,5 | 32,7 | 32,64 | 32,7 | 32,7 | 0% | 32,5 | 32,8 | -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

rkrumule@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**Jiří Hrbáček**

+420/224 995 836

jhrbacek@csas.cz

Jana Daňková

+420/224 995 128

jandankova@csas.cz

Odbor Finanční instituce – ředitel odboru

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