

Martin Lobotka
tel.: 224 995 192, e-mail: mlobotka@csas.cz

28.4.2008

Sumář pro tento týden

USA

- **Makro data + trošičku FX a FI:** Tento týden bude skutečně hodně bohatý na důležité události a data. Nejdůležitější ze všech je zasedání FOMC ve středu. Názory trhu stále kolísají, momentálně počítáno z cen futures na fed funds 20% obchodníků věří na ponechání sazeb beze změny a 80% na snížení sazeb o 25bp. Převážná většina analytiků očekává snížení o 25bp, my věříme spíše na 50bp, ale bude to v každém případě těsné a napínavé. Reakce trhu může být bouřlivá, pokud by Fed ponechal sazby beze změny nebo pokud by vyjádřil silné znepokojení z vývoje inflace lze čekat další rychlé posílení dolaru. Snížení sazeb o 50bp nebo silné obavy ze slabosti ekonomiky by měly teoreticky vést k obratu k opětovnému oslabování dolaru. Dluhopisy by měly reagovat podobně: jestřábí Fed výnosy nahoru a spíše zplošťování křivky a naopak. Ještě před Fedem mohou modifikovat očekávání spotřebitelská důvěra, předběžný údaj o HDP v 1. čtvrtletí a chicagský index nákupních manažerů. Na konci týdne potom budeme mít klíčová data z trhu práce. Ať už FOMC dopadne jakkoliv, tento údaj může situaci a očekávání podstatně změnit a to jak k lepšímu tak k horšímu.

datum	USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
29.4	úterý	16:00	USA	Spotřebitelská důvěra		62	64.5
30.4	středa	14:30	USA	HDP 1.Q předběžný		0.3%	0.6%
30.4		15:45	USA	Chicago PMI		48	48.2
30.4		20:15	USA	FOMC	1.75%	2.00%	2.25%
1.5	čtvrtek	14:30	USA	osobní příjmy		0.4%	0.5%
1.5		14:30	USA	osobní výdaje		0.2%	0.1%
1.5		14:30	USA	PCE jádrový index (m/m)		0.1%	0.1%
2.5	pátek	14:30	USA	Změna počtu pracovních míst		-75000	-80000
2.5		14:30	USA	míra nezaměstnanosti		5.2%	5.1%
2.5		14:30	USA	tovární zakázky		0.2%	-1.3%

Evropa

- **Makro data:** V Evropě by se pozornost měla soustředit na předběžné údaje o inflaci, které mohou modifikovat očekávání ohledně vývoje sazeb ECB. Pozornost si určitě zaslouží i důležitý ukazatel síly domácí poptávky: maloobchodní tržby v Německu. Pro obchodování v Evropě bude hodně důležitý výsledek FOMC, inflace by mohla ovšem mohla kvůli silící nejistotě ohledně vývoje sazeb ECB citelně ovlivnit jak euro tak dluhopisy.

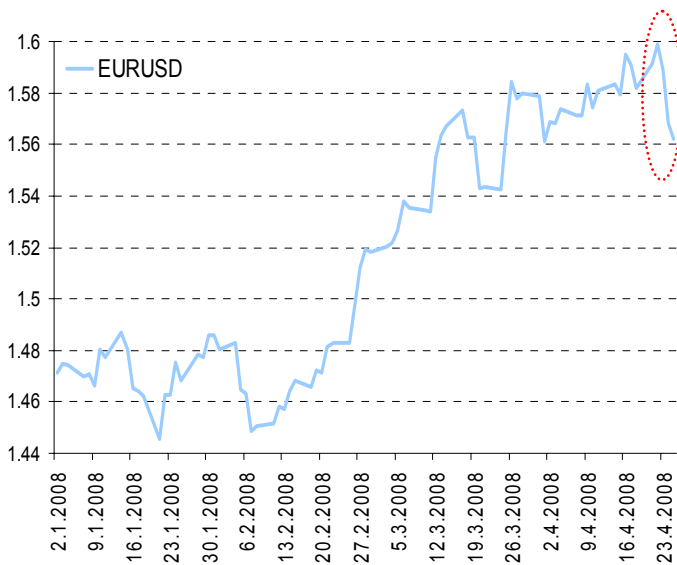
datum	EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
28.4	pondělí		GER	CPI (předběžný, r/r)		2.8%	3.1%
30.4	středa	10:00	GER	Maloobchodní tržby		-2.8%	-0.3%
30.4		11:00	EMU	CPI (předběžný, r/r)		3.4%	3.5%
30.4		11:00	EMU	spotřebitelská důvěra		-13	-12
2.5	pátek	8:45	FRA	PPI		5.1%	4.9%
2.5		10:00	EMU	PMI výrobní (konečný)		50.8	50.8

CEE region

- **Makro data:** V regionu zasedání trojice centrálních bank, jediná, která si to odbude až ten další týden je ČNB. Poslední data z Polska (mzdy, průmyslová produkce, částečně kurz i když PL je méně otevřená než ČR) naznačují, že to s tím růstem sazeb nebude tak horké – trh přehodnotil svůj výhled sazeb na toto zasedání (medián trhu je za sazby bez změny, 9 z 22 lidí čeká +25 bps.). My se spíše kloníme k hiku, hospodářství nejeví znaky zpomalení, data za mzdy a průmyslovou produkci jsou zatím jednorázová, spotřeba domácností (dvouciferný růst maloobchodu), klesající zaměstnanost nahrává hiku. V Maďarsku překvapily dvouciferným růstem mzdy (což při hospodářství které roste-neroste tempem kolem 0 překvapuje), analytici jsou extrémně rozpolcení – od sazeb bez změny (což čekáme i my) až po 50 bodový hike. Sazbám bez změny nahrává uklidnění situace kolem HU dluhopisů a HUF, což byl jeden z argumentů pro předchozí hike, dobrá březnová inflace a skutečnost, že nová čtvrtletní prognóza bude k dispozici v květnu. Slovensko žije hodnocením od ECB. ECB totiž údajně vyslovuje „vážné pochybnosti“ o slovenské připravenosti na přijetí eura – nyní už ale ECB rozeslala návrh hodnocení 27 centrálním bankám EU, jsou zprávy, že je ECB tlačena ke zmírnění hodnocení Slovenska. Politická rizika spjatá s případným nepřijetím SR jsou však natolik závažná, že si myslíme, že přijetí Slovenska nakonec projde. Jo, zasedá NBS - sazby bez změna až dokud se nepřiklepe EURO.
- **FX:** Zlotý s ostatními měnami regionu oslabil (propad EUR vůči dolaru), příští týden může být silná reakce zejména v Polsku (jak u bondů tak u PLN), tam je trh rozdroben v očekáváních asi nejvíce. Prohlášení banky po hlasování bude mít vliv na očekávání kolem dalšího vývoje měnové politiky. Podobná situace je i v Maďarsku – většina analytiků pod vlivem vyšších mezd za únor čeká hike, korekce na bondech může přijít, pokud CB sazby nezvedne (což čekáme i my).

datum	CEE4	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
28.4	pondělí	9:00	SK	PPI, Březen %		5.3	5.1
28.4		9:00	HU	Nezaměstnanost, %, Březen		8.1	8.0
28.4		14:00	HU	Zasedání CB, %	8.00	8.25	8.00
29.4	úterý		SK	Zasedání CB, %	4.25	4.25	4.25
30.4	středa	10:00	PL	Zasedání CB, %	6.0	5.75	5.75
30.4		9:00	HU	PPI, %, Březen			4.9
28.4	pondělí	9:00	SK	PPI, Březen %		5.3	5.1

Obrázek týdne: Dead Cat Walking



- A dolar je opět v kurzu, tentokrát se pustil do prudkého posilování. Podívejme se na možné příčiny jak z fundamentálního tak z technického hlediska.
- Nejprve fundamentál: první polovina minulého týdne byla ve znamení tlaku na posílení eura. Jestřábí hlasy z ECB a spíše slabá data z USA podráždily dolaru nohy. Pak se však docela náhle situace změnila. Stačilo slabé IFO indikující prohlubující se slabost největší evropské ekonomiky a kombinace poněkud lepších makrodat a solidních firemních výsledků z USA a dolar najednou svižně pookřál. Trh teď víc věř na zastavení poklesu sazeb v USA a stabilitu v EMU, což dolaru prospívá.
- Technicky je ve hře situace zvaná „skok mrtvé kočky (dead cat bounce)“. Teorie pravý, že když býci zdolávají odpor medvědů na nějaké té důležité hladině, může dojít k situaci, kdy býci vyvinou poslední zuřivé úsilí a podaří se jim nad klíčovou hladinu dostat. Přitom jim ovšem dojdou síly, nejsou schopni svůj úspěch rozvinout, nastoupí medvědi a vyčerpané býky doslova smetou. Což by tedy mělo znamenat další výrazné a rychlé posílení dolaru. Takový propad může být extrémně rychlý, teoreticky se můžeme brzy dostat až na 1,49.

Vzad hled'

CZ+Region

- **(PL)** Maloobchod meziročně 15,7%, což je sice o něco pod očekáváním analytiků ale pořád hodně na to, aby centrální banka neztrácela ze zřetele inflační hrozbu. Slabší data z poslední doby (průmysl minulý týden, maloobchod, silný zlotý) nahrávají tomu, že v dubnu si dají pauzu, pokles nezaměstnanosti naopak tomu, že tato data mohou být jednorázová. V každém případě našim hlavním scénářem zatím zůstávají dva hiky na 6,25%.
- **(CZ)** Ministerstvo financí mírně zvýšilo výhled růstu letošního HDP z 4,7% na 4,9%. Zvýšení patrně souvisí se zatím dobrými růstovými údaji v letošním roce. My právě pracujeme na nové prognóze, a bude to taky zajímavé – data za Q1 indikují rychlejší růst než to vypadalo před čtvrt' rokem – spotřeba bude asi mírně pomalejší (i když vůbec nijak dramaticky), zato exportu se daří výborně.
- **(CZ)** Nová členka BR E. Zamrazilová se řadí nejspíš k lidem, (p.Holman nebo Řežábek), kterým se sazby zdají často OK tam, kde jsou. Jinak v podstatě nic nového – rizika jsou jak protiinflační tak proinflační, CZK je mimo fundament, sledovat bude proinflační rizika a sekundární efekty. Pro zasedání 7.5. to z její strany implikuje stabilitu – důležité celkově bude, jestli se k M.Hamplovi přidá ještě někdo, kdo si myslí, že sazby jsou příliš nízké.

Svět

- **(CA)** Kanadská centrbanka přistoupila ke snížení klíčových sazeb – rovnou o 50 bodů. Rychlostí amerického FEDu tak BoC nedosahuje (od prosince „jenom“ 150 bodů), ale vzhledem k tomu, že Kanada je nejdůležitější z obchodních partnerů americké ekonomiky, asi to zpomalení v Americe cítí jako reálnou hrozbu. Oproti lednové prognóze bude dle banky zpomalení v USA delší a hlubší -> větší dopad na Kanadu. Domníváme se, že tomu bude tak s odstupem i v EMU – to je důvod, proč čekáme do konce roku spíše cut.
- **(USD)** Dolar nejdřív novém minimu 1,6018, to více méně bez silnějšího důvodu. **Koncem týdne** ale kurz **prudce posílil** (technická analýza tomu říká skok mrtvé kočky) až k 1.55, s tím souviselo pak i posílení EUR vůči české koruně. Výhled v Americe se však nijak dramaticky nezlepšil (i když objednávky zboží dlouhodobé spotřeby či nové žádosti o podporu v nezaměstnanosti byly lepší, nové domy však katastrofální), takže o nějakém obratu z titulu změny výhledu těžko zatím mluvit.
- **(EMU)** Německé IFO nečekaně slabé především kvůli slabému dolaru a silnému euru. Po několikaměsíčním mírném zotavování přišel zřetelný propad, který je dost varovný a ukazuje, že Evropa skutečně není vůči zpomalení v USA a jeho důsledkům imunní. ECB je tak v kleštích mezi nepřijemně vysokou inflací a slábnoucí ekonomikou. Proto nevěříme na zvýšení sazeb v příštích několika měsících a to právě kvůli rizikům spojeným s kreditní krizí a zpomalením hospodářství v Evropě.

Prognóza peněžního trhu

	3M sazby								
	-1M	-1W	spot	+1M			+6M		
				ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)
USA	2,7%	2,9%	2,91%	2,3%	2,9%	-56	2,2%	3,0%	-84
EMU	4,7%	4,8%	4,85%	4,3%	4,9%	-60	3,8%	4,7%	-93
CZ	4,1%	4,1%	4,11%	4,1%	4,2%	-4	4,1%	4,1%	-5
HU	8,4%	8,2%	8,21%	8,4%	8,6%	-21	8,3%	8,9%	-57
PL	6,1%	6,3%	6,32%	6,2%	6,4%	-17	6,5%	6,3%	11
SK	4,3%	4,3%	4,30%	4,3%	4,6%	-35	3,8%	4,4%	-64

Prognóza FI

	FI - swapy													
	-1M (bb)		-1W (bb)		2Y			-1M (bb)		-1W (bb)		10Y		
			spot	+1M	+6M			spot	+1M	+6M				
USA	80	24	3,29%	2,4%	2,6%	42	17	4,52%	4,1%	4,7%				
EMU	40	8	4,64%	4,0%	4,1%	24	9	4,69%	4,5%	4,6%				
CZ	-5	-10	4,13%	4,3%	4,4%	0	9	4,48%	4,3%	4,5%				
HU	4	10	8,61%	8,6%	8,2%	-6	-1	7,72%	7,9%	7,5%				
PL	-5	7	6,25%	6,3%	6,3%	7	11	5,82%	5,8%	5,7%				

	FI - spready									
	10Y/2Y spread (bb)					10Y Spread to EMU (bb)				
	-1M	-1W	spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M
USA	85	116	123	177	210	18	8	-18	-32	10
EMU	-10	6	5	50	55					
CZ	40	53	35	-4	14	-25	0	-21	-19	-11
HU	-98	-99	-89	-70	-70	-30	-10	303	340	290
PL	-31	-39	-43	-50	-60	-17	2	113	135	110

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
CZ	4,17%	4,13%	4,15%	4,17%	4,19%	4,20%	4,25%	4,31%	4,39%	4,48%

Prognóza FX

	FX								
	-1M	-1W	spot	+1M			+6M		
				ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)
USD	1,58	1,58	1,566	1,58	1,56	1%	1,47	1,55	-5%
CZ	25,3	25,1	25,22	25,2	25,2	0%	26,4	25,3	4%
HU	257	253	252,9	262	254	3%	260	258	1%
PL	3,52	3,44	3,438	3,50	3,50	0%	3,51	3,79	-7%
SK	32,7	32,5	32,40	32,0	32,4	-1%	32,5	32,5	0%

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
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