

Luboš Mokráš

tel.: 224 995 456, e-mail: [lmokras@csas.cz](mailto:lmokras@csas.cz)

16.6.2008

*Takže se mi v pátek podařilo neudělat překlep, zato jednu pěknou hrubku (žák čtvrté třídy by se musel stydět). Samozřejmě, že to vyvolalo určitou odezvu... No aspoň, že to nebyl ten překlep (nemístný pokus o humor). Od zítřka můžete očekávat podstatné zlepšení, nastupuje Mária.*

## Sumář pro tento týden

### USA

- **Makro data** Tento týden by měl být z hlediska zveřejňovaných údajů klidnější než minulý. PPI doplní obrázek načrtnutý pátečním CPI, ale jeho dopad by měl být zřetelně mírnější. Zahájené stavby domů a stavební povolení by měly potvrdit slabost sektoru rezidenčních nemovitostí, při aktuálním nastavení trhu však budou tyto údaje patrně do značné míry ignorovány. Podobně u průmyslové výroby, filadelfského Fedu a předstihových ukazatelů bude patrně trh asymetricky citlivý na lepší údaje. Trh bude trávit výsledky víkendového zasedání G-8, může to mít vliv především na měny (dolar, euro, jen). Promluví řada lidí z Fedu (Bernanke, Yellen, Kohn, Lacker) a také bývalý prezident Fedu Greenspan. Nějaký radikální obrat v očekávání trhu se ovšem tento týden čekat nedá.
- **FX a FI:** Prudký vývoj od prohlášení Bernankeho, které si trh vyložil jako náznak přechodu ke zvyšování sazeb, by měl zpomalovat a možné je i částečné vystřízlivění, tedy návrat k nižším výnosům a poněkud slabšímu dolaru.

datum	USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
17.6	úterý	14:30	USA	PPI, m/m, %		1%	0%
17.6		14:30	USA	zahájené stavby domů (000)		980	1032
17.6		14:30	USA	stavební povolení (000)		960	978
17.6		15:15	USA	průmyslová výroba m/m, %		0.1%	-0.7%
19.6	čtvrtek	16:00	USA	index filadelfského Fedu		-11.4	-15.6
19.6		16:00	USA	index předstihových ukazatelů		0.0%	0.1%

### Evropa

- **Makro data:** Pozornost bude soustředěna na německý konjunkturální index ZEW. Pokud by byl hodně slabý mohlo by to omezit očekávání výraznějšího růstu sazeb účinněji než opakovaná zklidňující prohlášení lidí z ECB. Sluší se ovšem, připomenout, že jako obvykle bude mít větší váhu IFO, které bude zveřejněno až příští týden.
- **FI:** U výnosů čekáme dříve nebo později korekci, protože jejich růst byl podle našeho názoru zřetelně přepálený.

datum	EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
17.6	úterý	11:00	GER	ZEW		-42.5	-41.4
20.6	pátek	11:00	GER	PPI, r/r, %		5.7%	5.2%

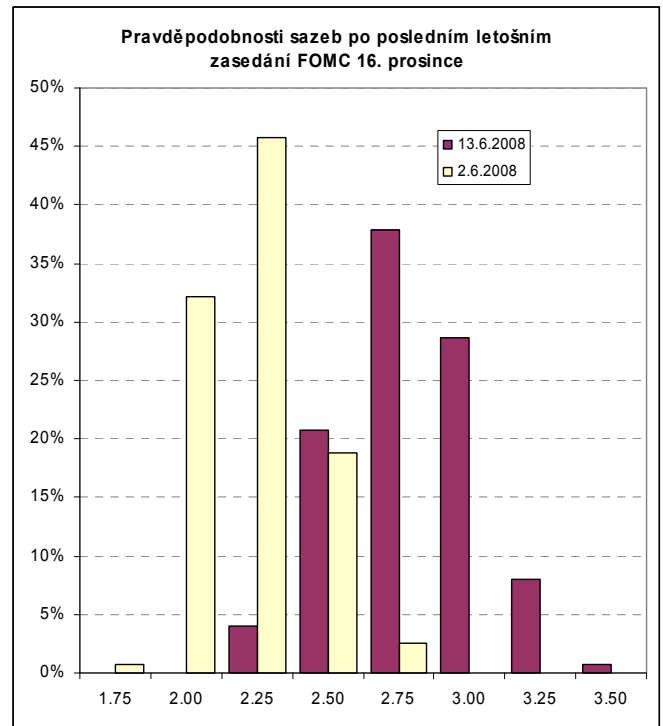
### CEE region

- **Makro data:** Tenhle týden nás čeká datová smršť z Polska. Z hlediska výhledu měnové politiky budou zajímavé zejména mzdy, protože právě těsný trh práce je jedním z faktorů, který dělá centrální bance na čele nejvíc vrásek. Očekává se mírné zpomalení, vyšší číslo by mohlo posílit už i tak přehnaná očekávání o dalším utahování měnové politiky a podpořit zlotý. V Maďarsku se bude také sledovat zejména vývoj mezd, přičemž pozornost se zaměří především na vývoj v soukromém sektoru po očistění o bonusy, jelikož tato data nejlíp odráží vývoj inflačních očekávání. Překvapení směrem nahoru by jenom posílilo pravděpodobnost zvýšení sazeb na červnovém zasedání, která po datech o inflaci významně vzrostla.
- **FX a FI:** Česká koruna prepisuje jeden rekord za druhým. Pomáhá jí status bezpečného přístavu v období vyšší volatility. Svou roli mohlo sehrát i rapidní posílení slovenské koruny v období před přijetím eura, což vyvolává spekulace na možnost podobného vývoje u ostatních kandidátských zemí, jako je kupříkladu Česká republika. Nadále si však myslíme, že koruna je na stávajících úrovních fundamentálně nadhodnocená. Otázka je, co může vyvolat korekci na slabší úroveň. Vidíme dva potenciální spouštěče. Prvním je růst sazeb na hlavních trzích a posilování dolaru. Druhým je korekce očekávání o utahování měnové politiky ze strany ČNB. Trh totiž momentálně do cen započítává zvýšení sazeb až o 75 bodů, což je podle našeho názoru nekonzistentní s tak silnou korunou jako vidíme dnes.

datum	CEE4	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
16.6	pondělí	9:00	SK	HICP inflace (% y/y)	4.0%	3.9%	3.7%
16.6		14:00	PL	Mzdy v podnikovém sektoru (% y/y)	-	11.5%	12.6%
17.6	úterý	10:00	CZ	Běžný účet (mld. CZK)	-6.0	-12.6	-0.57
17.6		14:00	PL	Běžný účet (mil. EUR)	-	-1407	-1605
18.6	středa	9:00	CZ	Maloobchodní tržby (% y/y)	6.0%	5.8%	-2.9%
18.6		14:00	PL	Ceny průmyslových výrobců (% y/y)	-	2.5%	2.5%
18.6		14:00	PL	Průmyslová produkce (% y/y)	-	7.6%	14.9%
19.6	čtvrtek	9:00	HU	Průměrná mzda (% y/y)	-	9.0%	9.9%
20.6	pátek	14:00	PL	Jádrová inflace (% y/y)	-	3.3%	2.8%

## Obrázek týdne: Bernanke a očekávání vývoje sazeb

- Trh sice počítal s možností růstu sazeb už před vystoupením B. Bernankeho, jeho nově zdůrazněné obrácení pozornosti Fedu k inflaci však vedlo k radikálnímu přehodnocení očekávání a jejich posunutí směrem nahoru.
- Je tak radikální posun očekávání během velmi krátké doby opodstatněný? Podle našeho názoru ne. Pokud by se histogram z 2.6 posunul nahoru o 25 bazických bodů plně by to odráželo realitu, ve které na jedné straně stojí Fed ostražitě sledující inflační rizika (konkrétně ukotvování zvýšených inflačních očekávání a jejich vliv na cenový vývoj) a na druhé straně stále otřesená, slabá a zranitelná ekonomika. Bernanke sice řekl, že se situace zlepšila, ale to neznamená, že je možné prakticky okamžitě a razantně odstraňovat pojistku, kterou Fed po krizi finančního sektoru použil. Jak sektor rezidenčních nemovitostí tak finanční sektor jsou stále pod silným tlakem a budou omezovat růst ekonomiky ještě řadu čtvrtletí a tím budou omezovat i poptávku a z ní plynoucí inflační tlaky.
- Z hlediska posledního vývoje očekávání bude hodně důležité zasedání FOMC tento měsíc a především to, jak bude formulováno prohlášení po zasedání. Fed bude mít možnost komunikovat svoje hodnocení ekonomiky a z něho plynoucí záměry. Uvidíme, zda je správný náš názor, že trh předbíhá realitu nebo se ukáže, že Fed je skutečně odhodlán brzdit inflaci razantně i za cenu zvýšení rizika ekonomického propadu.



## Přehled otevřených doporučení

#	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 (%)
36	10Y T-bond (US) short	2.4.2008	2.4.2009	USD 5Y T-bond/12 M USD libor	99.33	94.22	5.4	5.6	27.1
39	spread 5Y swap/T-bond (US)	11.6.2008	11.6.2009	USD 3Y IRS/3Y bond	105.00	0.0	105.0		
40	short 2Y swap	11.6.2008	11.10.2008	short 2Y CZ IRS	4.70	0.0	4.7		

## Vzad hled'

### CZ+Region

- **(CZ)** Průmyslová produkce překvapila meziročním růstem o 12,1% meziročně (my jsem čekali 9,1%, medián trhu byl 8,5%). Pomohl sice vyšší počet pracovních dnů, ale i po úpravě je růst průmyslové výroby stále povzbudivý.
- **(HU)** Maďarská inflace překvapila meziročním růstem o 7%, navíc byla nepříznivá i struktura, když významně rostly ceny ve službách. To podstatně zvyšuje šance, že maďarská centrální banka bude pokračovat v utahování měnové politiky a přidá dalších 25bp. na 8,75%.
- **(CZ) Viceguvernér M. Singer** řekl, že není rozhodnut o tom jak bude hlasovat na červnovém zasedání bankovní rady – argumenty pro stabilní sazby velmi mírně převažují

nad argumenty pro zvýšení sazeb. Export podle jeho názoru překvapivě dobře zvládá posilování koruny. Vývozcům pomáhá stále silná poptávka z rozvíjejících se ekonomik a podstatný vliv má i využívání kursového zajištění. Na druhou stranu řekl, že není vidět ochlazování v ekonomice, což by mohlo znamenat, že inflační tlaky mohou být větší než s jakými se počítalo. Opět potvrdil svoje pochybnosti o prognóze vývoje inflace když řekl, že jeho pochybnosti spíše vzrostly a že snížení sazeb předpovídané predikcí je ještě méně pravděpodobné. Kvůli vývoji kurzu koruny je pravděpodobné že tento měsíc budou sazby ponechány beze změny, což odpovídá našemu dlouhodobému názoru, že je sice pravděpodobné mírné zvýšení sazeb v letošním roce, ale pouze pokud oslabí nebo přinejmenším nebude dále rychle posilovat kurz koruny. Koruna totiž přitvrzováním kursové složky

měnových podmínek zatím koná práci za ČNB, takže ta ani při vysoké inflaci nemusí se zvyšováním sazeb nijak spěchat.

## Svět

- **(USA) Prezident Fedu Ben Bernanke potvrdil, že se pozornost Fedu přesouvá od problémů růstu k inflaci.** Důrazně upozornil, že Fed nepřipustí růst inflačních očekávání (v této souvislosti zdůraznil negativní vliv rychlého růstu cen energií) a naopak snižoval význam skoku v míře nezaměstnanosti, když řekl, že se slabost ekonomiky v posledních měsících zmírnila. Potvrdil tak názor trhu, který začíná stále zřetelněji počítat se zvýšením sazeb do konce letošního roku.
- **(EMU) Zajímavý signál přišel od ECB, když Stark, Quaden a Noyer (všichni spíše jestřábi) z její bankovní rady naznačili, že tržní očekávání série zvýšení sazeb nejsou realistická.** Potvrdili tak náš předpoklad, že jeden signální hik je možný, ovšem série hiků je málo pravděpodobná vzhledem ke stavu evropských ekonomik a jejich

očekávanému vývoji. Zajímavá je velmi mírná reakce trhu na tato podle našeho názoru důležitá prohlášení.

- **(USA) Maloobchodní tržby v USA překonaly očekávání růstem o 1% meziměsíčně.** Údaj za současné situace jen podpořil očekávání poměrně rychlého růstu sazeb. Páteční CPI bylo v souladu s očekáváním, trh reagoval spíše mírným vybíráním zisků, když jeho část čekala vyšší růst cen.
- **(EMU) Irové v referendu odmítli lisabonskou smlouvu, což by teoreticky mělo znamenat její konce (musí být ratifikována všemi členy EU).** Představitelé EU se ovšem hned dali slyšet, že smluva není mrtvá a „že se to nějak zařídí“ (nejspíše bude snaha referendum opakovat až smlouvu ratifikuje zbytek unie). Teoreticky jde o negativní zprávu pro euro, to ovšem nijak nereagovalo.
- **(G-8) Schůzla ministrů financí se nijak nevyjádřila k měnám, což vedlo k irému oslabení dolaru.** Ministři varovali úřední důledky růstu cen komodit pro růst a inflaci.

## Prognóza peněžního trhu

	3M sazby								
	-1M	-1W	spot	ČS	+1M trh	rozdíl (bb)	ČS	+6M trh	rozdíl (bb)
USA	2,7%	2,7%	2,81%	2,5%	3,0%	-53	2,3%	3,7%	-137
EMU	4,9%	5,0%	4,96%	4,7%	5,0%	-32	4,5%	5,3%	-78
CZ	4,2%	4,2%	4,24%	4,1%	4,4%	-21	4,1%	4,6%	-57
HU	8,8%	9,2%	9,10%	8,5%	9,1%	-64	8,0%	9,3%	-133
PL	6,4%	6,6%	6,58%	6,5%	6,7%	-28	6,5%	6,8%	-36
SK	4,3%	4,3%	4,31%	3,8%	4,6%	-77	3,8%	4,6%	-85

## Prognóza FI

	FI - swapy									
	-1M (bb)	-1W (bb)	2Y			-1M (bb)	-1W (bb)	10Y		
			spot	+1M	+6M			spot	+1M	+6M
USA	72	65	3,96%	3,2%	3,2%	52	27	4,94%	4,4%	4,8%
EMU	77	5	5,44%	4,6%	4,5%	44	22	5,04%	4,8%	5,1%
CZ	56	9	4,78%	4,0%	3,9%	50	10	4,88%	4,2%	4,6%
HU	67	4	9,29%	8,5%	8,0%	49	-3	8,26%	7,7%	7,3%
PL	46	1	6,86%	6,4%	6,2%	35	3	6,23%	5,8%	5,6%

	10Y/2Y spread (bb)					10Y Spread to EMU (bb)				
	-1M	-1W	spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M
USA	78	59	98	120	157	8	5	-10	-40	-31
EMU	-74	-23	-40	20	62					
CZ	5	12	11	14	68	6	-12	-16	-62	-44
HU	-121	-109	-103	-80	-70	5	-25	322	290	223
PL	-74	-61	-63	-58	-58	-9	-19	119	102	51

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
<b>CZ</b>	4,68%	4,78%	4,79%	4,80%	4,81%	4,82%	4,84%	4,85%	4,87%	4,88%

## Prognóza FX

	FX								
	-1M	-1W	spot	ČS	+1M trh	rozdíl (bb)	ČS	+6M trh	rozdíl (bb)
USD	1,56	1,58	1,540	1,55	1,54	1%	1,50	1,53	-2%
CZ	25,0	24,6	24,21	24,2	24,2	0%	26,0	24,3	7%
HU	247	249	246,8	253	248	2%	257	252	2%
PL	3,38	3,40	3,393	3,40	3,46	-2%	3,47	3,75	-8%
SK	31,5	30,4	30,31	30,3	30,3	0%	30,3	30,4	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](mailto:dnavratil@csas.cz)

Makro tým (Střední Evropa)

Mária Hermanová (Fehérová)

+420/224 995 232

[MHermanova@csas.cz](mailto:MHermanova@csas.cz)

Makro tým (ČR)

Martin Lobotka

+420/224 995 192

[mlobotka@csas.cz](mailto:mlobotka@csas.cz)

Makro tým (USA, EMU)

Luboš Mokráš

+420/224 995 456

[lmokras@csas.cz](mailto:lmokras@csas.cz)

Akciový tým (CEE Real Estate)

Petr Bártek

+420/224 995 227

[pbartek@csas.cz](mailto:pbartek@csas.cz)

Akciový tým (ČR)

Radim Kramule

+420/224 995 213

[rkramule@csas.cz](mailto:rkramule@csas.cz)

Akciový tým (ČR, CEE Media), team-leader

Jakub Židoň

+420/224 995 340

[jzidon@csas.cz](mailto:jzidon@csas.cz)

### Úsek Finanční trhy – prodej a obchodování

Ředitel úseku

**Petr Witowski**

+420/224 995 800

[pwitowski@csas.cz](mailto:pwitowski@csas.cz)

#### Oddělení Debt Capital markets - ředitel

**Robert Novotný**

+420/224 995 148

[rnovotny@csas.cz](mailto:rnovotny@csas.cz)**Tomáš Černý**

+420/224 995 197

[tcerny@csas.cz](mailto:tcerny@csas.cz)

Alice Racková

+420/224 995 197

[arackova@csas.cz](mailto:arackova@csas.cz)

Jolana Jarušková

+420/224 995 205

[jjaruskova@csas.cz](mailto:jjaruskova@csas.cz)

Odbor Obchody treasury – ředitel odboru

**Libor Vošický**

+420/224 995 592

[lvosicky@csas.cz](mailto:lvosicky@csas.cz)

Odbor Obchody na kapitálových trzích – ředitel odboru

**Pavel Křivonožka**

+420/224 995 565

[pkrivonozka@csas.cz](mailto:pkrivonozka@csas.cz)

Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty – ředitel odboru

**Viktor Kotlán**

+420/224 995 217

[vkotlan@csas.cz](mailto:vkotlan@csas.cz)

Odbor Proprietary trading

Robert Novotný

+420/224 995 417

[rnovotny@csas.cz](mailto:rnovotny@csas.cz)

### Úsek Investiční bankovnictví

Ředitel úseku

**Jan Brabec**

+420/224 995 816

[jbrabec@csas.cz](mailto:jbrabec@csas.cz)

Odbor Finanční instituce – ředitel odboru

**Barbora Procházková**

+420/224 995 338

[bprochazkova@csas.cz](mailto:bprochazkova@csas.cz)

Odbor Obchodování a distribuce aktiv – ředitel odboru

**Jan Brabec**

+420/224 995 816

[jbrabec@csas.cz](mailto:jbrabec@csas.cz)

### Erste Bank Vídeň – CEE Equity

Head of Group Research

**Friedrich Mostböck**

+43 501 00 119 02

[friedrich.mostboeck@erstebank.at](mailto:friedrich.mostboeck@erstebank.at)

Co-Head of CEE Equities

Henning Esskuchen

+43 501 00 196 34

[henning.esskuchen@erstebank.at](mailto:henning.esskuchen@erstebank.at)

Co-Head of CEE Equities

Guenther Artner, CFA

+43 501 00 115 23

[guenther.artner@erstebank.at](mailto:guenther.artner@erstebank.at)

akcie – sektor ropa, plyn

Jakub Židon

+420 224 995 213

[jzidon@csas.cz](mailto:jzidon@csas.cz)

akcie – sektor bankovnictví

Gunter Hohberger

+43 501 00 173 54

[guenter.hohberger@erstebank.at](mailto:guenter.hohberger@erstebank.at)

akcie – sektor bankovnictví

Gernot Jany

+43 501 00 119 03

[gernot.jany@erstebank.at](mailto:gernot.jany@erstebank.at)

akcie – sektor telekomunikace

Vera Sutedja, CFA

+43 501 00 119 05

[vera.sutedja@erstebank.com](mailto:vera.sutedja@erstebank.com)

akcie – sektor farmacie

Vladimíra Urbánková

+420 224 995 940

[urbankovav@ersteinet.cz](mailto:urbankovav@ersteinet.cz)

akcie – sektor IT

Daniel Lion

+43 501 00 174 20

[daniel.lion@erstebank.at](mailto:daniel.lion@erstebank.at)

akcie – sektor strojírenství

Gerald Walek, CFA

+43 501 00 163 60

[gerald.walek@erstebank.at](mailto:gerald.walek@erstebank.at)

akcie – sektor pojišťovnictví

Christoph Schultes

+43 501 00 163 14

[christoph.schultes@erstebank.at](mailto:christoph.schultes@erstebank.at)

Head of Macro/ Fixed Income Research: Global Macro

Veronika Lammer

+43 501 00 119 09

[veronika.lammer@erstebank.at](mailto:veronika.lammer@erstebank.at)

Head of CEE Macro/ Fixed Income Research

Rainer Singer

+43 501 00 111 85

[rainer.singer@erstebank.at](mailto:rainer.singer@erstebank.at)

### Brokerjet

On-line obchodování s CP

+420 222 004 444

[www.brokerjet.cz](http://www.brokerjet.cz)