

Luboš Mokráš

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

23.6.2008

Mistrovství Evropy ve fotbale se pomalu blíží ke konci a s ním i naše malá interní tipovací soutěž. Čtvrtfinále pořádně pročistilo naše tipy, s Turky a Rusy jsme moc nepočítali... dva týmy ve hře mají už jen fotbalový odborník Jakub a totální amatér Martin. Uvidíme, jestli se aspoň jednomu z nás podaří trefit aspoň jedno pořadí a tým...

Sumář pro tento týden

USA

- **Makro data:** Tento týden budeme mít hodně dat, ale nejdůležitější událostí bude zasedání FOMC ve čtvrtek. Sazby zůstanou téměř jistě beze změny, zvýšení by bylo totálním šokem s mohutným dopadem na trh. Pozornost se soustředí na prohlášení po zasedání, zejména posuny v rovnováze mezi riziky pro růst a pro inflaci. Reakce trhu může být významná, protože trh nyní žije v přesvědčení, že Fed ještě letos dodá poměrně významné zvýšení sazeb. Pokud by Fed naznačil, že to s růstem sazeb není až tak horké, mělo by to vést k razantnímu přehodnocení očekávání, což by mělo vést k poklesu výnosů a oslabení dolaru. Z dat uvidíme několik důležitých údajů z trhu s nemovitostmi (case-schillerův index, prodeje nových a existujících nemovitostí), které trhu příliš optimismu nedodají. Celkem důležité budou objednávky zboží dlouhodobé spotřeby. Indexy newyorského a filadelfského Fedu byly slabé, pokud by byla slabost výroby potvrzena i tímto údajem, přispělo by to k zmírnění očekávání růstu sazeb. Na konci týdne bude zveřejněna sada údajů o osobních příjmech a výdajích doplněná klíčovými PCE indexem. Reakce trhu je málo pravděpodobná, z hlediska posouzení budoucího vývoje jsou ovšem tyto údaje klíčové.
- **FX a FI:** kombinace slabých údajů z trhu s nemovitostmi, slabých objednávek zboží dlouhodobé spotřeby a relativně holubičích Fedu by měla vést k poklesu výnosů a oslabení dolaru.

datum	USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
24.6	úterý	16:00	USA	Spotřebitelská důvěra		57	57.2
25.6	středa	14:30	USA	objednávky zboží dlouhodobé spotřeby		0.1%	-0.5%
25.6		16:00	USA	stavby nových domů (tis)		511	526
25.6		20:15	USA	FOMC	2.0%	2.0%	2.0%
26.6	čtvrtek	16:00	USA	prodeje existujících domů (mil.)		4.95	4.89
27.6	pátek	14:30	USA	osobní příjmy m/m		0.4%	0.2%
27.6		14:30	USA	osobní výdaje m/m		0.6%	0.2%
27.6		14:30	USA	PCE index jadrový r/r		2.1%	2.1%

Evropa

- **Makro data:** V Evropě budeme mít tento týden tři konjunkturální ukazatele: indexy nákupních manažerů ve výrobě službách a německý IFO index. Pokud by byly slabé mělo by to vést ke korekci u dluhopisů a mohlo by to částečně zmírnit oslabení dolaru v případě slabosti amerických dat. Agregát peněžní zásoby M3 by měl zpomalit svůj meziroční růst, ovšem stále na velmi vysokou úroveň.
- **FI:** Přínejmenším by se měla zastavit další růst výnosů. Korekce je dost pravděpodobná.

datum	EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
23.6	pondělí	10:00	EMU	PMI výrobní		50.2	50.5
23.6		10:00	EMU	PMI služby		50.6	50.6
23.6		10:00	GER	IFO		102.7	103.5
25.6	středa	10:00	EMU	M3		10.4%	10.6%

CEE region

- **Makro data:** V ČR příští týden „jenom“ zasedání ČNB, i když jsme před 2 měsíci čekali růst sazeb na tomto zasedání, s korunou na 24 CZK za euro si nemyslíme, že se centrální banka odhodlá k takovému kroku. V podstatě zůstanou dvě protichůdné tendence – reálná ekonomika proinflační (trh práce, export zatím jede, i když silná koruna se nakonec v exportu projeví) ale koruna naopak silně protiinflační. Co z toho vyplyne? ČNB nedodá ani vysloveně jestřábí ani vysloveně holubičí komentář, tudíž k velké korekci očekávání na sazby ČNB zatím asi nedojde – CZK nebude po zasedání korigovat. Až spíše k podzimu, kdy klesající inflace (CZK, bazické efekty) a (snad) nenaplnění obav z rychlejšího růstu mezd povedou k mírnější rétorice a ke korekci očekávání sazeb. I v Polsku a Maďarsku rozhodování o sazbách příští týden – a obou zemích hike +25 b.b. V Polsku kvůli dlouhodobě rychlému vývoji

(mzdy, maloobchod etc.) a nové inflační prognóze, v Maďarsku kvůli inflačně horším datům za poslední měsíc (inflace i ve službách nahoru + mzdy v soukromém sektoru nahoru = obavy ze sekund. efektů). Na SLK bez změny, dorovnání sazeb vybaví ECB.

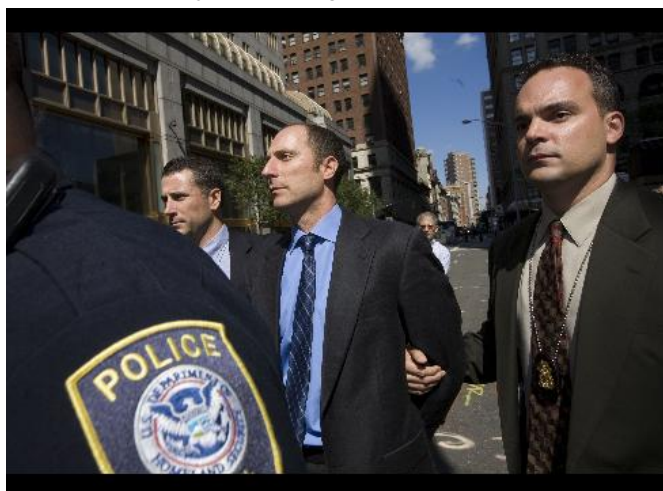
datum	CEE4	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
23.6	pondělí	14:00	HU	Zasedání centrální banky k sazbám	8.75%	8.75%	8.50%
24.6	úterý	10:00	PL	Maloobchodní tržby (% y/y)	-	15.0%	17.6%
24.6		10:00	PL	Nezaměstnanost (%)	-	10.0%	10.5%
24.6			SK	Zasedání centrální banky k sazbám	4.25%	4.25%	4.25%
24.6			SK	Běžný účet (mld. SKK)	1.2	-1.0	-6.1
25.6	středa	9:00	HU	Maloobchodní tržby (% y/y)	-2.9%	-2.1%	-3.7%
25.6		14:00	PL	Zasedání centrální banky k sazbám	6.00%	6.00%	5.75%
26.6	čtvrtek		CZ	Zasedání centrální banky k sazbám	3.75%	3.75%	3.75%
27.6	pátek	9:00	HU	Ceny průmyslových výrobců (% y/y)	5.8%	5.9%	6.5%
27.6		9:00	SK	Ceny průmyslových výrobců (% y/y)	6.0%	6.1%	5.8%

Obrázek týdne: Subprime po roku – Cioffi a Tannin čelí vidině dlouhého pobytu v chládku

- Dnes žádné grafy, nic, dnes jenom malý pohled na subprime po roce a fotka.
- Vše začalo.ano,ano, dááávo,dááávo, ale vše se začalo viditelně bortit loni touhle dobou, kdy dva hedge fondy Bear Stearns začaly mít potíže. Jo, jinak, supr názvy těch fondů jeden z nich se jmenoval Bear Stearns High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Master Fund a druhý Bear Stearns High-Grade Structured Credit Strategies Master Fund Ltd. ...
- Od té doby jedna banka předbíhala druhou v tom, kdo odreportuje více ztrát...Konkrétní přehled ztrát na <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm>
- A pokud první korporátní obětí byl Bear Stearns a pokud problémy subprime zviditelnily problémy fondů téže firmy, tak se tak nějak čeká, aby první konkrétní jedinci šli před soud lidi z Bear Stearns.
- A minulý týden šli...Ralph Cioffi a Matthew Tannin, manažeři 2 zkrachovaných hedge fondů (s těmi komplikovanými jmény) patřících pod Bear Stearns, byli zatčeni a obviněni ze lhaní investorům o stavu fondu, který zpravovali; Cioffi i z insider tradingu. Pokud se prokáže vina, mohou oba dostat za to první každý 20 let a za insider trading Cioffi ještě dalších 20 let...
- No, holt, když uvážíme, že mají 52 a 46 let, tak to extra dobrá vyhlídka není...



Ralph Cioffi (zdroj : Bloomberg News)



Matthew Tannin (zdroj : Bloomberg News)

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	94.95	4.6	4.8	21.3
39	spread 5Y swap/T-bond (US)	11.6.2008	11.6.2009	USD 3Y IRS/3Y bond	105.00	100.8	4.3		
40	short 2Y swap	11.6.2008	11.10.2008	short 2Y CZ IRS	4.70				

Vzad hled'

CZ+Region

- **(CZ)** Promluvil člen bankovní rady ČNB Tomšík. Identifikoval několik pro-inflačních rizik (kupř. mzdy, vývoj v zahraničí, regulované ceny), výrazné posílení koruny však tyto faktory kompenzuje. Tohle prohlášení je v souladu s našim názorem, že trh při stávající úrovni kurzu zahrnuje do cen příliš silný růst klíčových sazeb. Očekáváme letos jenom jedno zvýšení o 25 bodů za předpokladu, že koruna oslabí.
- **(CZ)** Maloobchod v dubnu sice s menším ziskem než počítal trh, ale po propadu z března potěšil i 4,6% růst. Relativně rychlý růst tržeb ukazuje, že i druhé čtvrtletí může být silnější, než se všeobecně čeká – naše očekávání růstu maloobchodu v 2Q/08 je 4.8%. V každém případě se zatím neukazuje žádné dramatické zpomalení spotřebitelské poptávky – téměř 8% růst z roku 2007 se nezopakuje, ale 4,4% za celý rok, které čekáme my, budou vzhledem k šokům jako inflace a reforma solidním výsledkem.
- **(HU)** Mzdy urychlily na 10,6%. Navíc se zvýšil i centrální bankou ostře sledovaný nárůst mezd v soukromém sektoru bez bonusů, který nejlíp odráží vývoj inflačních očekávání. To mělo za následek spekulace o dalším zvyšování klíčových sazeb v Maďarsku a posílení forintu až na

pětileté maximum pod hladinu 240 HUF/EUR. My se domníváme, že zvýšení o 25 bodů je tehle měsíc doopravdy velice pravděpodobné. Zhoršující se inflační výhled v důsledku vysokých cen komodit, jako i pravděpodobnost utažení měnové politiky ze strany ECB, navíc otevírají prostor pro další zvýšení sazeb v průběhu roku. Nyní se tedy domníváme, že maďarské sazby budou kulminovat na úrovni 9,0%.

- **(PL)** Dynamika mezd v podnikové sféře v Polsku zpomalila víc než čekal trh, a to na 10,5% meziročně. Jde však pořád o rychlý růst. Neměníme naše očekávání, že centrální banka tehle měsíc zvýší klíčové sazby o 25 bodů a ve zbytku roku dodá alespoň ještě jeden další hike. Utažení měnové politiky v červnu jasně signalizují i členové bankovní rady ve svých prohlášeních, a proto nebude pro trh překvapením

Svět

- **(EMU)** Předstihový ukazatel ZEW poukázal na propad v očekáváních analytiků a investorů ohledně vyhlídek německé ekonomiky, zhoršilo se i hodnocení stávající situace. ZEW se však „proslavil“ přílišným pesimismem. Lepší vodítko poskytuje index IFO (odráží přímo očekávání podniků), který bude zveřejněn příští týden.

Prognóza peněžního trhu

	3M sazby								
	-1M	-1W	spot	ČS	+1M trh	rozdíl (bb)	ČS	+6M trh	rozdíl (bb)
USA	2,6%	2,8%	2,80%	2,7%	2,9%	-23	2,7%	3,5%	-80
EMU	4,9%	5,0%	4,96%	4,7%	5,0%	-34	4,7%	5,3%	-59
CZ	4,2%	4,2%	4,23%	4,1%	4,3%	-19	4,1%	4,6%	-49
HU	8,6%	8,9%	8,83%	9,0%	9,0%	-4	8,9%	9,2%	-23
PL	6,5%	6,6%	6,58%	6,3%	6,8%	-49	6,5%	6,9%	-41
SK	4,3%	4,3%	4,36%	4,3%	4,8%	-47	4,6%	5,4%	-84

Prognóza FI

	FI - swapy									
	-1M (bb)	-1W (bb)	2Y			-1M (bb)	-1W (bb)	10Y		
			spot	+1M	+6M			spot	+1M	+6M
USA	56	-18	3,80%	3,3%	3,5%	37	-11	4,84%	4,7%	4,8%
EMU	52	-6	5,40%	4,6%	5,2%	31	-5	5,02%	4,8%	4,8%
CZ	32	-20	4,58%	4,0%	3,9%	27	-11	4,77%	4,2%	4,6%
HU	59	-35	9,12%	8,5%	8,0%	45	-19	8,19%	7,8%	7,5%
PL	46	3	6,89%	6,4%	6,2%	36	7	6,30%	6,2%	5,6%

	10Y/2Y spread (bb)					10Y Spread to EMU (bb)				
	-1M	-1W	spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M
USA	85	110	104	140	130	6	-6	-18	-10	0
EMU	-59	-37	-38	20	-40					
CZ	14	28	19	14	68	-4	-6	-24	-62	-17
HU	-107	-77	-93	-70	-50	15	-14	318	300	270
PL	-69	-55	-59	-20	-57	6	12	129	140	80

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
CZ	4,54%	4,58%	4,59%	4,61%	4,63%	4,65%	4,68%	4,70%	4,73%	4,77%

Prognóza FX

	FX								
	-1M	-1W	spot	ČS	+1M trh	rozdíl (bb)	ČS	+6M trh	rozdíl (bb)
USD	1,58	1,54	1,559	1,55	1,56	0%	1,50	1,54	-3%
CZ	25,1	24,2	24,17	24,0	24,2	-1%	25,7	24,3	6%
HU	245	247	238,8	250	240	4%	248	244	2%
PL	3,41	3,39	3,369	3,37	3,43	-2%	3,37	3,74	-10%
SK	31,1	30,3	30,34	30,3	30,4	0%	30,0	30,5	-2%

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 (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

Libor Vošický +420/224 995 592 lvosicky@csas.cz

Pavel Křivonožka +420/224 995 565 pkrivonozka@csas.cz

Odbor Obchody treasury – ředitel odboru

Odbor Obchody na kapitálových trzích – ředitel odboru

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

Barbora Procházková +420/224 995 338 bprochazkova@csas.cz

Odbor Obchodování a distribuce aktiv – ředitel odboru

Jan Brabec +420/224 995 816 jbrabec@csas.cz

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