

Sumář pro tento týden

USA

- **Makro data:** Na rozdíl od předchozího bude tento týden hodně bohatý na data, začneme však dvěma důležitými událostmi. První je tradiční pololetní vystoupení šéfa Fedu B. Bernankeho před kongresem ke stavu ekonomiky. Může poskytnout důležité informace, zda se nějak vyvíjí jednak pohled Fedu na ekonomiku a jednak pohled na pravděpodobný další vývoj úrokových sazeb. Ve středu budou následovat poznámky z posledního zasedání FOMC, které také (i když s časovým odstupem) doplní obrázek názorů Fedu na ekonomiku a nejlepší nastavení měnové politiky. Z dat se pozornost soustředí na inflaci (jak PPI tak CPI). Důležitá bude patrně především celková inflace, protože obavy vzbuzuje především možnost sekundárních dopadů vysokých cen ropy do jádrov. Jádrová inflace vy měla být stále relativně mírná. Maloobchodní tržby by měly být díky rozpočtovému stimulu silné, trh si však bude uvědomovat, že jde jen o dočasnou pomoc. Průmyslová výroba by se měla plácet kolem nuly, trh bude asi citlivější na slabší číslo, které by posílilo obavy z propadu ekonomiky ve druhém pololetí. Ve čtvrtek budeme mít zahájené stavby domů a stavební povolení, které patrně potvrdí trvající slabost trhu s rezidenčními nemovitostmi. Konečně index filadelfského Fedu naznačí aktuální stav výrobního sektoru na východním pobřeží.
- **FX a FI:** Vzhledem k množství událostí je dobře možný volatilní cik-cak vývoj jak o dolaru tak u dluhopisů. Dominovat by měl především Bernankeho projev. Záležet bude především na tom, zda bude zdůrazňovat riziko inflace (a tedy naznačovat růst sazeb) nebo slabosti ekonomiky (stabilita nebo dokonce pokles sazeb). Logické by bylo, kdyby varoval před inflací, což by mělo povzbudit spekulace na poměrně brzké zvýšení sazeb, pomoci dolaru a oslabit dluhopisy.

datum	USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
15.7	úterý	14:30	USA	PPI jádrový (m/m, %)		1.30%	1.4%
15.7		14:30	USA	PPI (m/m, %)		0.3%	0.2%
15.7		14:30	USA	maloobchodní tržby (m/m, nominální)		0.90%	1.2%
16.7	středa	14:30	USA	CPI (m/m)		0.7%	0.6%
16.7		14:30	USA	CPI jádrový (m/m)		0.2%	0.2%
16.7		15:15	USA	průmyslová produkce (m/m)		-0.1%	-0.2%
16.7		15:15	USA	využití průmyslových kapacit		79.4%	79.4%
17.7	čtvrtek	14:30	USA	zahájené stavby domů (tisíce)		965.0	975.0
17.7		14:30	USA	stavební povolení (tisíce)		970.0	969.0
17.7		16:00	USA	index filadelfského Fedu		-15.1	-17.1

Evropa

- **Makro data:** V Evropě bude dat méně než v USA a žádná kriticky důležitá. Index ZEW by měl zůstat silně pesimistický, CPI za eurozónu nepříjemně vysoké.
- **FI:** Evropský trh by měl být především pod vlivem dění za Atlantikem.

datum	EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
14.7	pondělí	11:00	EMU	Průmyslová produkce (r/r)			3.9%
15.7	úterý	11:00	GER	ZEW			52.4
16.7	středa	8:45	FRA	CPI (r/r)		3.6%	3.3%
16.7		11:00	EMU	CPI (r/r)			4.0%
18.7	pátek	8:00	GER	PPI (r/r)			6.0%

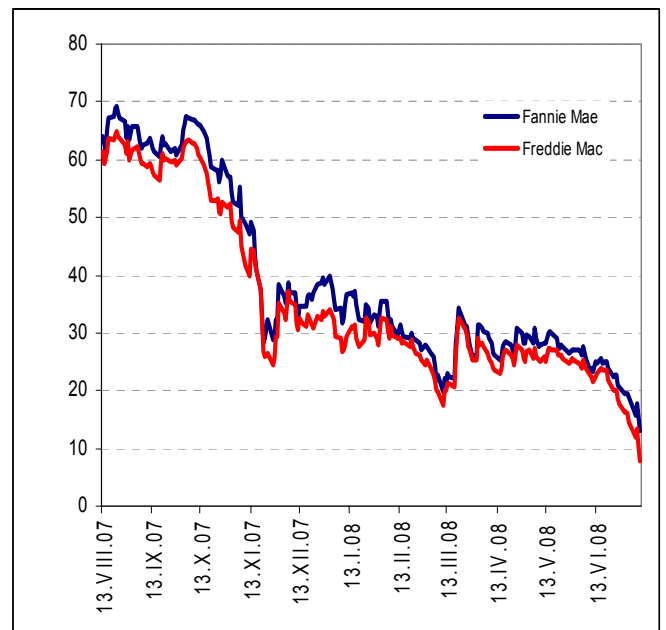
CEE region

- **Makro data:** V ČR tenhle týden data za maloobchod a PPI. Oba ukazatele mají společného jmenovatele – ropa. Její rychlý růst se podepisuje na nižším růstu reálných disponibilních příjmů, což vede k nižšímu růstu maloobchodních tržeb, a k růstu cen vstupů, což se zase zrcadlí v růstu cen průmyslových výrobců. Oba tyto následky částečně tlumí silná koruna, na ceny energií však ani její fenomenální meziroční růst (o cca 18%) nestačí. Z regionu bude hodně dat zejména v PL. Červnová inflace by dle našich odhadů měla o desetinku urychlit, dosáhne tedy 4.5% (což ještě stále nebude letošní vrchol). Průmyslovou produkci vytáhne nahoru vyšší počet pracovních dní, těsný trh práce udrží růst mezd na dvouciferných číslech. Běžný účet by měl vykazovat mírně vyšší deficit než očekává trh.
- **FX a FI:** Trh je psychologicky otočený směrem k posilování regionálních měn. I když vidíme racionální argumenty v prospěch jejich střednědobého zhodnocování, stávající tempo je přehnané a nemá oporu ve fundamentech. Krátkodobě můžou spekulanti tlačit měny ještě na silnější úroveň. Čím později však přijde korekce, tím bude hlubší. Spouštěčem by mohl být obrat trendu dolaru k posilování nebo jasné známky toho, že silné středoevropské měny si začínají vybírat svou daň na ekonomickém růstu. Rychlé posilování měn zmenšuje v regionu prostor pro další růst sazeb a je pozitivní z hlediska dluhopisů.

datum	CEE4	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
14.7	pondělí	9:00	CZ	Ceny průmyslových výrobců (% y/y)	5.0%	5.0%	5.2%
15.7	úterý	10:00	CZ	Běžný účet (mld. CZK)	-2.6	-10.0	-4.7
15.7		14:00	PL	Průměrná mzda v podnikovém sektoru (% y/y)	11.0%	11.0%	10.5%
15.7		14:00	PL	CPI inflace (% y/y)	4.5%	4.5%	4.4%
15.7		14:00	PL	Běžný účet (mld. EUR)	-1800	-1679	-1550
16.7	středa	9:00	SK	HICP inflace (% y/y)	4.2%	4.2%	4.0%
16.7		9:00	CZ	Maloobchodní tržby (% y/y)	2.9%	2.5%	4.6%
17.7	čtvrtek	9:00	HU	Průměrná mzda (% y/y)	-	-	10.6%
18.7	pátek	14:00	PL	Ceny průmyslových výrobců (% y/y)	2.7%	2.9%	2.8%
18.7		14:00	PL	Průmyslová produkce (% y/y)	8.7%	9.6%	2.3%

Obrázek týdne: Fannie a Freddie v nedbalkách

- Tento týden tvrdily muziku americká hypoteční dvojčata – agentury Fannie Mae a Freddie Mac. Akcelerující pokles hodnoty akcií (v grafu) znamenající ztrátu proti loňským maximum přes 80%, dokonce obavy z defaultu, přestože obě agentury mají implicitní garanci amerického státu. Rozsah problémů je natolik velký, že ovlivnil i kurz dolaru a obchodování na trhu s dluhopisy op celém světě.
- Hypoteční agentury trpí ztrátami vyplývajícími z krize, kterou odstartovaly subprime hypotéky (agentury je nemají v portfoliích, protože nesplňují jejich požadavky) a která nyní pokračuje výrazným poklesem cen nemovitostí. To už pro obě agentury představuje vážnější a přímý problém, protože klesá hodnota kolaterálu kryjící hypotéky v portfoliu obou agentur. Agentury dohromady vlastní nebo garantují hypotéky v celkovém objemu 12 bilionů dolarů.
- Pokud by se situace dále vyostřovala, může obě agentury převzít stát (podle zákona z roku 1992, pokud jejich „kritický kapitál“ klesne pod stanovenou hodnotu). Převzetí státem by sice zajistilo dluhové cenné papíry vydané agenturami, ale pravděpodobně by znamenalo nulovou hodnotu jejich akcií. Podle analytika H. Shapira by musel kapitál klesnout okamžitě o 40 mld USD u Fannie Mae a o 347 mld USD o Freddie Mac, aby došlo k této situaci.



Přehled otevřených doporučení

cílené uzavření pozice	instrumenty	vstupní hodnota	dnešní hodnota	flat P/L jednotl. (%)	flat P/L		cílová hodnota	cílový P/L v flat (%)
					vč. carry (%)	P/L v p.a. vč. carry (%)		
2.4.2009	USD 5Y T-bond/12 M USD libor	99.33	96.22	3.2	3.5	12.3	89.87	11.56
11.6.2009	USD 3Y IRS/3Y bond	105	97	8.0				
11.10.2008	short 2Y CZ IRS	4.70	4.6	10 bps			4.40	30 bps

Vzad hled'

CZ+Region

- **(CZ)** Česká inflace překvapila nižším než očekávaným růstem, koruna zareagovala oslabením z maxim (později v týdnu dále posílila). Celkem slušně zareagovala také fráchka (6X9 kleslo z 4,40% na 4,25%). Možná si trh začíná uvědomovat, že to s očekávaným rozsahem růstu sazeb skutečně poněkud přehání.

- **(SK)** Slovenská koruna to už má definitivně spočítané. Konverzní kurz je nakonec poslední parita, tj. 30,126. Pokud máte tu možnost užijte si ji, máte na to necelého půl roku... Na definitivní potvrzení přijetí Slovenska do eurozóny promptně zareagovala ratingová agentura Fitch a zvýšila rating dlouhodobých závazků Slovenska v cizí měně na A+.
- **(CZ)** Člen bankovní rady ČNB R. Holman řekl v interview pro agenturu Reuters, že v srpnu zůstanou sazby pravděpodobně beze změny. Vzhledem k vysoké nejistotě mohou poté jít jak nahoru tak dolů. Rozhodování centrální

banky je hodně ovlivňováno silnou korunou, která tlumí inflaci a ekonomickou aktivitu. Holman předpokládá, že koruna je z fundamentálního hlediska nadhodnocená a že dojde k jejímu oslabení. Možným podnětem pro toto oslabení bude uklidnění na světových finančních trzích, které by snížilo atraktivitu koruny jako bezpečného přístavu. Viceguvernér ČNB M. Singer v článku pro Hospodářské noviny uvedl, že příliš silná koruna může vést k dramatickému zpomalení růstu české ekonomiky. My se s tímto názorem plně ztotožňujeme. Pokud vydrží koruna nerealisticky silná dostatečně dlouho, podrazí nakonec nohy nejen ekonomice, ale i sobě... Koruna zareagovala mírným oslabením na nižší než očekávaný meziroční růst průmyslové výroby. Po krátkém zotavení opět lehce

oslabila kvůli nervozitě na dolaru. Výraznější korekce po prudkém posílení z poslední doby by byla zdravá.

- **(EU)** Propad průmyslové produkce v Německu a v Británii naznačil, že ekonomiky EU výrazně zpomalují. Německo meziměsíčně pokleslo o 2,4%, což bylo pro trhy velice negativním překvapením. Je tak jasné, že rekordní Q1 se nezopakuje. V květnu poklesla výrazně produkce investičních celků – to je zřejmě v podstatné míře důsledek silného EUR (množství těchto tovarů jde na export) a očekávaného zpomalení ve světě (a tudíž klesající inv. aktivity). Data ve čtvrtek za Itálii a Francii byla rovněž slabá.

Prognóza peněžního trhu

	3M sazby								
	-1M	-1W	spot	+1M			+6M		
				ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)
USA	2,8%	2,8%	2,79%	2,8%	2,8%	-3	3,0%	3,1%	-9
EMU	5,0%	5,0%	4,96%	4,9%	5,0%	-11	4,6%	5,0%	-43
CZ	4,2%	4,2%	4,11%	4,1%	4,2%	-4	4,1%	4,2%	-9
HU	8,9%	8,4%	8,36%	8,9%	8,5%	33	9,1%	8,4%	61
PL	6,6%	6,7%	6,64%	6,7%	6,7%	-3	6,6%	6,7%	-15
SK	4,3%	4,4%	4,37%	4,4%	4,8%	-38	4,6%	4,8%	-22

Prognóza FI

	FI - swapy									
	-1M (bb)		2Y			-1M (bb)		10Y		
	-1W (bb)	spot	+1M	+6M	-1W (bb)	spot	+1M	+6M		
USA	-51	-6	3,47%	3,6%	3,9%	-30	-8	4,66%	4,8%	5,2%
EMU	-27	-5	5,19%	5,2%	4,8%	-9	-1	4,98%	5,0%	4,9%
CZ	-49	-29	4,29%	3,9%	0,0%	-27	-17	4,62%	4,6%	4,9%
HU	-104	-39	8,42%	8,8%	8,4%	-65	-40	7,73%	8,0%	7,5%
PL	-22	-28	6,65%	6,8%	6,5%	-4	-26	6,20%	6,4%	6,0%

	FI - spready									
	10Y/2Y spread (bb)					10Y Spread to EMU (bb)				
	-1M	-1W	spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M
USA	140	117	119	120	130	-21	-7	-32	-20	30
EMU	-3	-17	-21	-20	10					
CZ	54	45	33	66	490	-18	-16	-36	-43	0
HU	-30	-70	-69	-84	-90	-56	-40	275	300	260
PL	-27	-43	-46	-50	-48	5	-25	122	135	110

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
CZ	4,29%	4,29%	4,33%	4,37%	4,41%	4,45%	4,49%	4,53%	4,57%	4,62%

Prognóza FX

	FX								
	-1M	-1W	spot	+1M			+6M		
				ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)
USD	1,54	1,57	1,590	1,55	1,59	-2%	1,48	1,57	-6%
CZ	24,2	23,6	23,51	24,2	23,5	3%	25,2	23,6	7%
HU	247	234	231,2	236	232	2%	240	235	2%
PL	3,39	3,32	3,262	3,37	3,33	1%	3,30	3,58	-8%
SK	30,3	30,3	30,33	30,1	30,4	-1%	30,0	30,4	-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 (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

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 Židon

+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