

Sumář pro tento týden

USA

- **Makro data:** Minulý týden klid, tento týden bude pár dat, i když v momentální náladě je dost možné, že ani dobrá data trhu nepřesvědčí, že s Amerikou není pro budoucí rok amen. Jako vždycky nemovitostní folklor, tam se nic zvláštního nečeká, nemovitostní trh ještě nějaký ten pátek zůstane u zdi. Druhý, upřesněný odhad růstu amerického HDP bude reflektovat lepší data za čistý export a v současné situaci asi nebude mít nijak velký vliv – jedná se o pohled dozadu do růžové minulosti. To, na čem teď trh visí, je odhad Fedu na zpomalení do budoucna – sice nijak drastické zpomalení pro rok 2008 Fed v poslední aktualizaci své prognózy nenaznačil (z 2.5-2.8 v červnu na 1.8-2.5, nezaměstnanost z 4.8% na 4.9%), trhu to ale teď momentálně jako strašák z recese stačí. Fedem preferovaný index PCE zůstane v komfortní zóně Bernankeho, což příživí očekávání dalšího snížení sazeb. Vyjde také Běžová kniha, která více naznačí regionální ekonomickou situaci a sentiment.
- **FX,FI-** Dolar zůstane pod tlakem, momentálně musí asi přijít něco velkého, aby se vývoj začal obracet. V situaci, kdy se jednotlivé instituce předhánějí v tom, která přijde s vyšším odhadem nákladů krize, se toho asi jen tak nedočkáme. Hranice 1.50 zůstává lákavá, zejména vyšší likvidita příští týden po oddechu může přinést zlomení. My tady seriózně být dlouhý v dolaru, to časování tady ale nemáme ještě porichťované.... Výnosy zůstávají nízko jak se investoři snaží dostat k likvidním a bezpečným aktivům a jak roste obava o reálnou ekonomiku. Příští týden nevidíme příliš věcí, které by tento vývoj mohly otočit.
- **\$\$\$**

datum	USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
28.11	středa	16:00	USA	objednávky dlouhodobé spotřeby		0.00%	-1.70%
28.11		16:00	USA	prodeje existujících domů		5 mil	5,04 mil
29.11	čtvrtek	14:30	USA	GDP - 2.odhad		4.80%	3.90%
29.11		16:00	USA	prodeje nových domů		750000	770000
30.11	pátek	14:30	USA	osobní příjmy		0.40%	0.40%
30.11		14:30	USA	osobní výdaje		0.30%	0.30%
30.11		14:30	USA	PCE jádrový index		1.80%	1.80%
30.11		15:45	USA	Chicagský PMI		50.20	49.70

Evropa

- **Makro data:** V Evropě tradičně M3 vysoká, ale momentálně to asi není vysoko na programu ECB, co se týče rozhodování o sazbách má teď ECB jiné starosti (ropa, EUR, kredit). Přes týden ještě důležitý odhad CPI za EMU a německé IFO. V zásadě ale Evropa tradičně bez dat s potenciálem trhem hnout, jediné že by překvapil některý bankový dům a vyložil další karty na stůl ohledně subprime.
- **ddd**

datum	EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
28.11	středa	10:00	EMU	M3		11.6%	11.3%
30.11	pátek	11:00	EMU	CPI odhad		2.8%	2.6%
30.11		11:00	EMU	důvěra v ekonomiku		105.00	105.90
27-	27-						
29.11.2007	29.11.2007		GER	CPI odhad		2.7%	2.4%
27.11	úterý	10:00	GER	IFO		103.50	103.90
30.11	pátek		GER	maloobchodní tržby			-2.2%

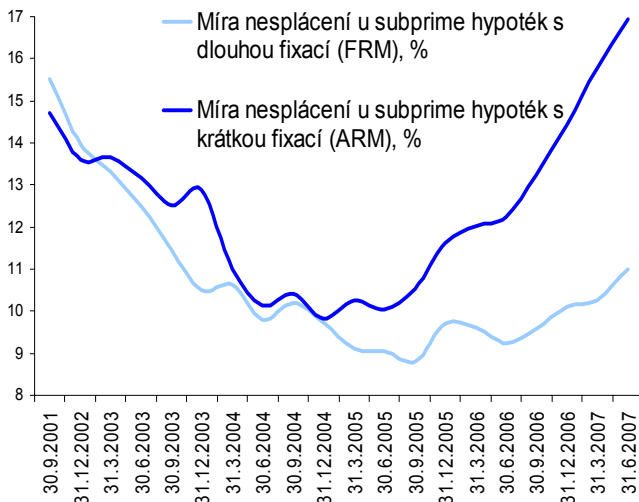
CEE region

- **Makro data:** V regionu zasedají centrální banky, všechny hezky v jeden týden, přidají se i odhady růstů HDP a pár dat z průmyslu a maloobchodu. Již v **pondělí** to otevře **maďarská centrální banka**, očekávání analytiků jsou extrémně vyrovnaná – 8 pro cut, 7 pro žádnou změnu. My se (těsně) kloníme k snížení (stále pozitivně naladěná nová inflační - s inflací pod cílem na horizontu MP, mzdy zpomalují, růst pomalý a tudíž nehrozící vytvářet inflační rizika), i když sazby bez změny mají také dostatek dobrých argumentů (forint, potenciální sekundární následky vyšších cen ropy a potravin, nejistota na finančních trzích). V úterý **slovenská centrální banka**, tam sazby bez změny, příběh stejný (čeká se na ECB). O den později Poláci, tam čekáme růst sazeb, argumentů pro je dost a jenom mírně silnější zloták to nepořeší. Nakonec ve čtvrtek **ČNB**, tam situace komplikovanější – trh se domnívá, že ČNB dodá dalších 25 bodů do sazeb, my si spíše myslíme, že nikoliv. Pro hike mluví vyšší inflace, trh práce (ale zase zatím nižší požadavky odobru), proti (a podle nás silnější řečí) silnější koruna, nejistota venku, složení samotné inflace (nákladový+administrativní šok) + nízká poptávková inflace (tu ještě omezí nižší spotřeba kvůli reformám). Podtrženo, sečteno – může to být těsné (4/3), ale Hampl+Niedermyer většinu lidí do party s mottem „do-horkých-pekel-s-inflací“ nenalákají.

- **FX:** Měny v regionu v klidu, výsledky centrálních bank by neměly mít vliv na obchodování, velký vliv má v momentální situaci dění v zahraničí. Zejména v ČR zůstává trh naladěný na relativně vysoké zvyšování (ve FRA1x4 je zaneseno cca 50 bodů, my zůstáváme-tradičně-pod trhem), nezměněné sazby spolu s opatrnějším komentářem mohou vést k přehodnocení očekávání.
- **\$\$\$**

datum	EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
26.11	pondělí	10:00	PL	Maloobchodní tržby (% y/y)	17.2%	15.3%	14.2%
26.11		14:00	HU	Zasedání centrální banky k sazbám	-25bp	-25bp	nic
27.11	úterý	9:00	CZ	Průměrná reálná mzda (Q3)			
27.11			SK	Zasedání centrální banky k sazbám	nic	nic	nic
27.11			SK	Běžný účet (mld. Sk)	-7.0	-6.1	-12.8
28.11	středa	14:00	PL	Zasedání centrální banky k sazbám	+25bp	+25bp	nic
28.11		9:00	SK	Ceny průmyslových výrobců (% y/y)	1.7%	1.8%	1.6%
29.11	čtvrtek	15:30	CZ	Zasedání centrální banky k sazbám	3.25%	3.5%	3.25%
30.11	pátek	9:00	HU	Ceny průmyslových výrobců (% y/y)	-1.4%	-	-2.7%
30.11		9:00	SK	3Q HDP (% y/y)- druhý odhad	9.4%	-	9.4%
30.11		10:00	PL	3Q HDP (% y/y)- první odhad	6.1%	6.0%	6.4%
26.11	pondělí	10:00	PL	Maloobchodní tržby (% y/y)	17.2%	15.3%	14.2%

Obrázek týdne: Tak kolik dolců na tom subprime vlastně zařve ?



- Tak se nám vyrojilo zase pár odhadů o tom, kolik ta sranda kolem amerických hypoték bude stát. Slyšel jsem už čísla od 200 po 700 miliard a jestli chcete být in, tak s něčím musíte přijít.
- Udělejme si jenom velice zevrubnou kalkulaci toho, kolik to řádově může být. Na obrázku vpravo máte míry nesplácení – tolik procent hypoték je v opoždění s alespoň 1 splátkou. Většina subprime hypoték jsou hypotéky s krátkou fixací (ARM).
- No, máme cca 1200 mld. USD (odhad Deutsche Bank) v subprime hypotékách. Oproti nim v přibližně stejné hodnotě baráky. Otázkou je – kolik procent těchto hypoték nebude splaceno? Vidíme, že momentálně se tato míra pohybuje kolem 16%.

- Na očekávanou míru nesplácení má vliv množství věcí – na jedné straně ty hypotéky, které přicházejí k resetu nyní, už byly brány s mnohem vyšší počáteční úrokovou sazbou (koncem roku 2005 už byly sazby Fedu na 4%), stejně tak byly na straně druhé byly nižší standardy poskytování (a tudíž rizikovost). Samozřejmě, zpomalení US ekonomiky by tyto tendence zостřilo, nicméně dramatické zpomalení nás zatím podle nás nečeká.
- Vezměme si tedy cca 30% míru nesplácení – ohrožená hodnota je tedy cca 360 mld. dolarů. Ta hodnota se ale nevypaří do nicotna - cca 360 mld. USD baráků někde zůstane stát a budou zabaveny. I kdyby ztratili 2/5 své hodnoty v následném nuceném prodeji (což je extrémně pesimistický výhled), furt to není víc než 144 mld. USD.
- I tento extrémně zjednodušený výpočet ukazuje, že odhady přes 500 mld. dolarů vykazují všechny znaky malování čerta na zeď...
- Samozřejmě, nepřímé ztráty typu panika na trhu, výprodeje, zadření úvěrů mohou způsobit, že finální účet bude vyšší. To ale nejsou přímé ztráty ze subprime – spíše ztráty z titulu horkokrevné reakce trhů...

Přehled otevřených doporučení

top	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 (%)
30	short EUR/SKK	04.04.07	29.03.08	12M MM EUR/SKK	3,74 33,47	33,14	2,33 1,01	0,73	1,16
32	long US IRS 10let	08.06.07	8.12.2007	USD 10Y IRS	5,78	4,88	90,6bp.		

Vzad hled

CZ+Region

- V regionu byl minulý týden relativně klid, jenom na **Slovensku** se naplno rozhořela krize kolem pochybného prodeje pozemků Slovenského Pozemkového fondu lide blízkým HZDS. Nemyslím se, že by to mohlo mít vliv na to, co momentálně zajímá asi každého nejvíce – přijetí EUR. Ani předčasné volby by na tom nic nezměnily – na SLK je shoda co se této věci týče.
- Regionální měny vesměs oslabily (tedy, oslabily vůči EUR), vůči dolaru naopak. Česká koruna se ke konci týdne dostala až na 17.94, absolutní historický rekord. Za posílením vůči dolaru stojí zejména propad dolaru vůči EUR.
- Česká vláda prodávala 50-letky. Průměrný výnos v lajně s kupónem (4.85%), MinFin si ponechal 10 mld., prodal 4.75 mld. CZK, rozptýl akceptovaných cen taky nevysoký. MinFin, že prý úspěšná aukce, my že jako dobrý, ale těch necelých 5 miliard zrovna o rvačce ne trhu nevyovídá. Nejspíš dva důvody - momentálně každý lpí na hotovosti (zahraniční banky) a doma fakt nevím, kdo by si takhle dlouhý dluh koupil.

USA

- V USA taky dat poskrovnu, pozornost poutalo zveřejnění zápisů z jednání FOMC. To potvrdilo náš názor, že Fed se nechystá k dalšímu snižování sazeb. Diskuse kolem

rozhodnutí o sazbách ukázala, že pro řadu členů FOMC to bylo těsné rozhodnutí i posledně. Nakonec rozhodlo to, že snížení sazeb na 4,5% mělo sloužit jako pojistka proti příliš velkému dopadu krize na hypotečním trhu na celou ekonomiku. Fed vidí příští rok pomalejší růst ekonomiky, ale také inflační rizika od komodit (potravin, ropa) a slabého dolaru. Finanční trhy jsou ovšem momentálně v totální křeči. Už před zasedáním se rozšířila fáma, že Fed na mimořádném zasedání sníží úrokové sazby. Údajně tak měl reagovat na ztráty ve finančním sektoru. Tato fáma podstatně ovlivnila obchodování, především vedla k propadu dolaru a růstu ceny ropy. Trh zůstává neoblomný, Fed podle něj sníží sazby na prosincovém zasedání s jistotou. Já osobně jsem hodně zvědavý, jestli Fed odolá psychologickému tlaku a ponechá sazby beze změny a udělá tak to, co jednoznačně naznačují prohlášení jeho představitelů a k čemu směřují i makroekonomické údaje. V ponechání sazeb beze změny mimochodem také věří většina analytiků, i když se najdou jedinci, kteří si myslí že dojde ke snížení o 50bp. Jo, a Merrillové si myslí, že sazby padnou až na 2% do půlky roku 2009 (asi jim uhranul Greenspan).

- Dolar a finanční trhy opět pod tlakem – CDS indexy vzhůru, spready roztažené (sledujte naše nové doporučení short 5Y USGB long 5Yswap), obavy ze zdraví finančního sektoru trvají. Ropa si také sáhla skoro na stovečku, chybělo tam cca 30 centů.

Prognóza peněžního trhu

	-1M (bb)		-1W (bb)		3M sazby			+6M		
	spot	ČS	+1M trh	rozdí (bb)	ČS	trh	rozdí (bb)			
USA	5,0%	4,9%	5,04%	4,8%	4,8%	1	4,3%	3,9%	36	
EMU	4,6%	4,6%	4,70%	4,4%	4,6%	-22	4,4%	4,2%	16	
CZ	3,6%	3,7%	3,75%	3,6%	3,6%	-1	3,6%	3,8%	-15	
HU	7,4%	7,4%	7,39%	7,4%	7,6%	-18	7,0%	7,1%	-12	
PL	5,2%	5,3%	5,47%	5,2%	5,6%	-42	5,7%	6,0%	-32	
SK	4,3%	4,4%	4,37%	4,3%	4,3%	0	4,3%	4,4%	-10	

Prognóza FI

	-1M (bb)		-1W (bb)		2Y			10Y		
	spot	+1M	+6M	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M	+6M		
USA	3,8%	3,3%	3,16%	4,3%	4,4%	4,4%	4,2%	4,05%	4,6%	4,7%
EMU	4,0%	3,8%	3,68%	4,3%	4,4%	4,2%	4,1%	4,06%	4,4%	4,7%
CZ	3,9%	4,1%	4,19%	3,7%	4,2%	4,4%	4,5%	4,53%	4,5%	4,8%
HU	7,0%	7,3%	7,45%	6,7%	6,3%	6,7%	6,8%	7,07%	6,5%	6,3%
PL	5,4%	5,8%	6,04%	6,0%	6,0%	5,5%	5,7%	5,86%	5,8%	5,6%

	-1M		-1W		10Y/2Y spread			10Y Spread to EMU		
	spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M		
USA	63	83	90	30	30	23	5	-1	20	0
EMU	21	33	39	15	33					
CZ	58	34	35	78	65	27	36	47	12	11
HU	-30	-54	-38	-27	-4	253	264	301	207	156
PL	3	-9	-17	-20	-33	129	158	180	140	93

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
CZ	4,02%	4,13%	4,20%	4,23%	4,25%	4,28%	4,32%	4,36%	4,41%	4,45%

Prognóza FX

	-1M (bb)		-1W (bb)		FX			+6M		
	spot	ČS	+1M trh	rozdí (bb)	ČS	trh	rozdí (bb)			
USD	1,44	1,47	1,483	1,46	1,48	-2%	1,35	1,48	-9%	
CZ	26,9	26,7	26,68	26,7	26,7	0%	27,3	26,6	3%	
HU	251	254	257,4	251	258	-3%	253	260	-2%	
PL	3,62	3,68	3,683	3,63	3,69	-2%	3,57	3,79	-6%	
SK	33,3	33,2	33,60	32,9	33,6	-2%	32,4	33,5	-4%	

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

Viktor Kotlán +420/224 995 217 vkotlan@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

Makro tým (ČR), team-leader

David Navrátil +420/224 995 439 dnavratil@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 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

Robert Novotný +420/224 995 148 rnovotny@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

Daniel Drahotský +420/224 995 178 ddrahotsky@csas.cz

Odbor Proprietary trading

Dušan Vaškovic +420/224 995 417 dvaskovic@csas.cz

Úsek Investiční bankovníctví

Ředitel úseku

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

Jiří Hrbáček +420/224 995 836 jhrbacek@csas.cz

Odbor Primární emise

Alice Racková +420/224 995 197 arackova@csas.cz

Odbor Finanční instituce – ředitel odboru

Jana Daňková +420/224 995 128 jandankova@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

akcie – sektor bankovníctví

Guenther Hohberger +43 501 00 173 54 guenther.hohberger@erstebank.at

akcie – sektor bankovníctví

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