

Martin Lobotka, Mária Fehérová  
tel.: 224 995 232, 224 995 439, e-mail: mfeherova@csas.cz, mlobotka@csas.cz

23.7.2007

## Sumář pro tento týden

### USA

- **Makro data + trošičku FX a FI:** Příští týden začínáme spotřebitelskou důvěrou v úterý. Poslední michiganský index spotřebitelské důvěry mohl trh naladit poněkud optimisticky, vysoká cena benzínu a pokračující trable na trhu nemovitostí však mohou posunout spotřebitelskou důvěru ztlačívat dolů, což by šlo proti dolaru a ve prospěch dluhopisů. Ve středu pokračujeme prodeji existujících domů o objednávkami dlouhodobé spotřeby: trh by opět měl být citlivější spíše na slabé číslo. speciálně kombinace slabých prodejů a slabých objednávek by mohla trhem dost zamávat. Ve čtvrtek prodeje nových domů, ty by už měly pouze modifikovat reakci z předešlého dne. A konec týden ve znamení nejdůležitějšího údaje: předběžný HDP za druhé čtvrtletí. trh je naladěný poměrně dost optimisticky, opět prostor spíše pro překvapení směrem dolů. K číslům máme nádvakem běžovou knihu Fedu, sledováno bude jak regionální Fedy hodnotí inflační rizika a ekonomikou aktivitu. Celkově týden ve znamení rizika oslabení dolaru a posílení dluhopisů.

datum	USA	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
24.7	úterý	23:00	USA	Spotřebitelská důvěra		-	5.99
25.7	středa	16:00	USA	Prodeje existujících domů (mil.)		5.88	
25.7		20:00	USA	Běžová kniha Fedu		-	-2.80
26.7	čtvrtek	14:30	USA	Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby		1.7%	915
26.7		14:30	USA	Prodeje nových domů (tis.)		900	
27.7	pátek	14:30	USA	HDP předběžný		3.20%	5.99

### Evropa

- **Makro data:** V EU poměrně ticho, PMI výrobní asi ukáže na silnou aktivitu ve výrobním sektoru, stejné tak i PMI ve službách, jež bude po něm následovat. Při tom tempu aktivity v EU se není moc čemu divit. Nejdůležitějším pak samozřejmě údaj o M3, i když já fakt nevím, proč je na to ECB tolik vysazená.
- **FI:** Evropu by tento týden měl ovlivňovat hlavně vývoj v USA. I překvapivě vyšší číslo u M3 by ale nemělo moc znamenat, v trhu jsou už zakomponovány 2 hiky, nemyslím, že je moc lidí, kteří by ještě byly ochotni jít s odhadem stropu sazeb nahoru. Tedy, alespoň zatím.

datum	EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
24.7	úterý	10:00	EMU	PMI výrobní		55.6	
24.7		11:00	EMU	Nové průmyslové objednávky (y/y, %)		7.2%	
26.7		10:00	EMU	M3		10,8%	

### CEE region

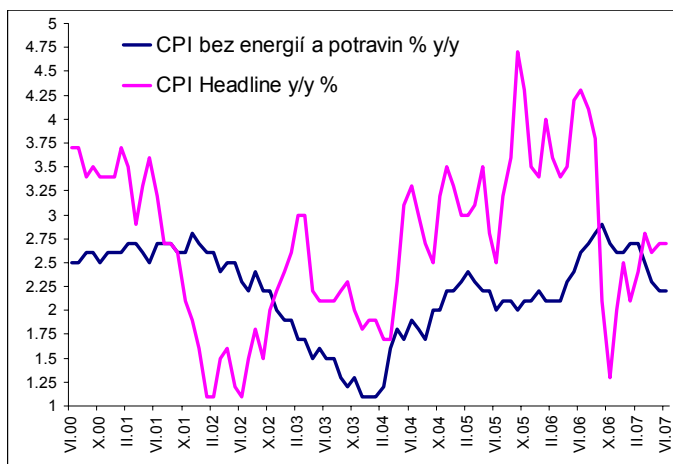
- **Makro data:** Příští týden centrbanky. V **ČNB** čekáme hike o 25 bps, ve středu vydáme na ČNB Makroskop, kde vysvětlíme, proč (dostáváte ? Ne ? Tak si napište), nicméně situace je jasná – silný růst ekonomiky, slabá koruna, nová inflační prognóza, kompletně jestřábí nálada v Sedmičce ze Senovážního, ke které se už přidal i Režábek.
- Z ostatních krajín regionu taky centrbanky (kormě SK) – žádnou změnu nečekáme v **PL**, nicméně v **Maďarsku** to Mária vidí na 25 bodů dolů (těsně). V Polsku se po hiku z minulého měsíce sazby nejspíš zvedat nebudou, marketingově se to neprodává dobře („ne, ne, my nepanikařííme“), signály z průmyslové produkce a mezd taky nemají jednoznačnou interpretaci (vid. Vzad hled). Proto si MPC patrně počká až do září na nejbližší hike. Poláci také zveřejní kvartální aktualizaci své inflační prognózy, ve které posune inflační trajektorii pravděpodobně nahoru. V neděli (22.7.) pak v Turecku parlamentní volby.
- **FI:** Příští týden budou v Americe zveřejněna zajímavá data, která mohou ovlivnit náladu investorů vůči riziku a udají základní směr i pro náš region. Lokálně jsou jednoznačně nejdůležitějšími událostmi zasedání jednotlivých centrálních bank. V Maďarsku jsou analytici rozpolcení, většina vidí stabilní sazby (18 vs. 10 pro cut). Trh však poměrně agresivně očekává snižování sazeb v nejbližších měsících (FRA 3x6 se pohybuje kolem 7,0% vs. stávající úroveň klíčové sazby 7,75%). Proto si myslíme, že reakce trhu by mohla být viditelnější spíše když centrální banka ponechá sazby beze změny. V Polsku se příští týden ve všeobecnosti nečeká žádná změna sazeb, proto důležitá bude jenom tiskovka. Jelikož trh už v současnosti započítává pokračování cyklu utahování měnové politiky, tón prohlášení by musel být silně jestřábí, aby dluhopisem uškodil (což nepovažujeme za moc pravděpodobné).
- **ČR:** od minulého týdne žádná zásadní změna, aukciové ticho v létě nahrává globálním vlivům. Na krátký konec může mít vliv rozhodnutí ČNB ve čtvrtek, zejména pokud by ČNB udělala něco neočekávaného ( žádný hike nebo hike o 50 bps, což nečekáme).

Důležitý bude taky výhled z nové inflační prognózy, zejména pokud bude inflační prognóza silně jestřábí a bude dávat „naději“ na rychlejší než očekávání růst sazeb.

- **FX:** Koruna téměř bez pohybu kolem 28.35, ani příští týden nevidíme kromě čtvrtku výraznější *domácí* faktor proč by se měla hnout jedním nebo druhým směrem. Překvapení ČNB by jistě zafungovalo, nicméně naše očekávání hiku o 25 bps. sdílí trh, tudíž pokud ČNB neulítne, z ČNB vítr změny nezavane (znáte to, Wind of Change). Na koruně jsou technicky důležité bariéry 28.30 a 28.00, zejména prolomení prvé by znamenalo relativně vysokou pravděpodobnost rychlejšího oslabení zpět k 28.80. V regionu technika ukazuje na možnost jemné korekce zlatého (dle ROC, MACD navíc vyslal signál pro prodej zlatého). Hranice 3,76 a 3,78 (pak až 3,80) představují technické bariéry. Forint se stále udržuje poblíž hranice 245 HUF/EUR, kterou opakovaně neúspěšně atkoval. Slovenská kačka po rychlém posílení poněkud trochu ztratila dech, příští týden na SK žádná data nebo události, proto bude sledovat zejména region a pravděpodobně bude pokračovat obchodování v pásmu.

datum	EMU	hodina	stát	Událost	CS/Erste	Trh	Předtím
23.7	pondělí	14:00	HU	Zasedání centrální banky k sazbám	-25bp	nic	-25bp
24.7	úterý	9:00	HU	Maloobchodní tržby (% y/y)	-1.7%	-1.5%	-2.5%
24.7		14:00	PL	Nezaměstnanost (%)	12.7%	12.5%	13.0%
24.7		14:00	PL	Maloobchodní tržby (% y/y)	13.9%	14.9%	14.8%
25.7	středa	14:00	PL	Zasedání centrální banky k sazbám	nic	nic	+25bp
26.7	čtvrtek		CZ	Zasedání centrální banky k sazbám	25 bps	25bps	nic
27.7	pátek	9:00	SK	Ceny průmyslových výrobců	1.1%	1.2%	1.3%
23.7	pondělí	14:00	HU	Zasedání centrální banky k sazbám	-25bp	nic	-25bp
24.7	úterý	9:00	HU	Maloobchodní tržby (% y/y)	-1.7%	-1.5%	-2.5%

## Obrázek týdne: CPI v USA aneb vo co komu de ?



- Vedle vidíte graf CPI v USA. To červené je CPI headline, čili kompletně celý koš. To modré je CPI bez volatilních položek typu energie a potravin. Apropos, to taky nechápu, proč tam například není energie – obzvlášť v Americe, kde dle mých osobních zkušeností má cena benzínu a jiných paliv zásadní vliv na spotřebitelskou sílu. Vyšší cena energií při tom, kolik toho Amíci přepálí za měsíc (nejen v těch jejich desetiválcech), je podle mně důležitá pro následní spotřebitelské výdaje, tudíž vyšší cena benzínu = nižší poptávkové tlaky jinde.
- Nicméně, já fakt nechápu, co furt Fed s tou inflací má. Jádro nebylo od poloviny roku 2000 výše než 2.9 % a níže než 1.1 %, a osobně skutečně nevidím tak setrvalý inflační tlak, aby odůvodňoval neustálou jestřábí. Při dobře ukotvených inflačních očekáváních a Fedem očekávaném mírném růstu HDP (a tudíž nikterak dramatickému dalšímu růstu zaměstnanosti) nevidím dramatický růst poptávkových tlaků.
- Nicméně, Fed jo. Můj osobní (ML) názor je, že tenhle rok možná bude 1 cut, když už. Jinak nic.

## Přehled otevřených doporučení

#	doporučení	otevření pozice	cílené uzavření pozice	instrumenty	vstupní hodnota	dnešní hodnota	flat P/L			cílová hodnota	cílový P/L v flat (%)	cílový P/L v p.a. (%)
							flat P/L jednotl. (%)	vč. carry (%)	P/L v p.a. vč. carry (%)			
25	short USDEUR	09.01.07	31.9.07	USD 9M libor EUR 9M libor	1,3000	1,3843	6,48	5,92	11,3	1,4000	6,7	8,93
	short	04.04.07		12M MM	3,74		1,13	0,61	1,99	-	3,83	3,83
30	EUR/SKK		29.03.08	EUR/SKK	33,47	33,23	0,74			32,10		
	short			12M MM	3,21		0,41			-		
31	EUR/CZK	06.06.07	06.06.08	EUR/CZK	28,40	28,23	0,59	0,43	3,35	26,80	4,69	4,61
	long US IRS	08.06.07	8.12.2007	USD 10Y IRS	5,78	5,61	17,3bp.			4,80	98,5 bp.	
32	10let											

## Vzad hled'

### CZ+Region

- V zemích českých, moravských a slezských klid. Ozvali se dva centrbankéři, vylezlo PPI a maloobchodní tržby, koruna si hověla kolem 28.25, celkem se nic nedělo. Co dva z partičky přes sazby ? No, Singer ani tolik nepřekvapil, víme, že raději více než méně, co ale rozvířilo hlášení Řežábka. Že asi nakonec „zvítězí omezitelnost a sazby půjdou nahoru“, že se „nashromáždilo dost inflačních rizik“ (čeho ?????) ale že „zůstává pozorný co se týče strašáka inflace, aby se to s tím utahováním nepřepísklo“. Summa summarum – sazby v červenci o 25 bps nahoru, na beton.
- Nezmění na tom nic ani maloobchod, sice žádný dvouciferný rekord, nicméně i 7 procent je seriózní číslo, obzvlášť v situaci, kdy to táhnou prodeje elektroniky, aut a zařízení domácností.
- PPI překvapila směrem nahoru, nejvyšší y/y růst za 2 roky (4.6%), což může v situaci, kdy CZK není zrovna nápomocná k tlumení inflace, být zajímavé pro partičku ze Senovážního.
- Ve zbytku regionu data za mzdy, v **PL** rychle, roční růst 9.3 % y/y , což je zřejmý důsledek rychle rostoucí ekonomiky. Když si vezmeme i růst zaměstnanosti a inflaci, pak je reální růst disponibilních příjmů přes 11 %. Což není málo. Náš základní scénář se sice nezměnil (hike v 09/07, dokonce roka dohromady 50bps), nicméně z tohoto titulu

vzrostla pravděpodobnost dřívějšího hiku. Oproti tomu zpomalila průmyslová výroba, což se ale jednoznačně interpretaci vzpírá (roste rozdíl mezi produktivitou a mzdami nebo zpomaluje ekonomická aktivita a tudíž v budoucnu i mzdové tlaky ?).

### USA

- Nejdůležitější událostí mělo být vystoupení Bernankeho, prezentoval před Kongresem Zprávu o měnové politice , nebylo to ale nic, co by potěšilo našeho amerického odborníka Luboše. Jeho scénář se snižováním sazeb tenhle rok začíná ale dostávat kvůli tvrdošijnosti Fedu trhliny. Samotný Bernanke byl vcelku klasický příběh - věty typu „americká ekonomika nejspíš poroste mírným tempem ve druhé polovině roku 2007“ následovány mantrou o vysokém využití kapacit (850 000 nových míst v roce 2007 i přes pokles tempa růstu) a o skepse ohledně současného poklesu PCE jádra („i když byla poslední data o inflaci příznivá, měsíční údaje jsou zatíženy šumem“). Podtrženo, sečteno – nic zásadního (proto si toho dolar taky moc nevěšimnul), vypadá to, že partička jestřábí peří jen tak neshodí.
- Samotná inflace taky „v lajně“ s trhem, ono se to nehádá v Americe špatně –buď 0.1 anebo 0.2, ojediněle 0.3 % m/m. Co tady s Lubošem ale nechápeme je posedlost Fedu inflací...Vid'. obrázek týdne.

## Prognóza peněžního trhu

	-1M (bb)		-1W (bb)		3M sazby			+6M		
	spot	ČS	+1M trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)
USA	0	0	5.36%	5.4%	5.3%	2	4.8%	5.2%	-41	
EMU	7	1	4.23%	4.2%	4.3%	-10	4.4%	4.6%	-22	
CZ	12	8	3.09%	3.1%	3.3%	-22	3.2%	3.8%	-64	
HU	-43	-8	7.49%	7.5%	7.4%	12	7.0%	6.6%	44	
PL	23	1	4.78%	4.8%	4.9%	-14	5.2%	5.3%	-18	
SK	-156	-160	2.73%	4.3%	4.4%	-7	4.3%	4.4%	-13	

## Prognóza FI

	-1M (bb)		-1W (bb)		2Y			10Y		
	spot	+1M	+6M	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M	+6M		
USA	-15	-16	4.77%	4.9%	4.5%	-18	-14	4.95%	5.1%	4.7%
EMU	-3	-11	4.42%	4.4%	4.4%	-19	-18	4.44%	4.6%	4.6%
CZ	20	12	3.72%	3.9%	4.2%	-5	-4	4.44%	4.5%	4.7%
HU	-37	-7	6.84%	6.8%	6.5%	-29	-9	6.62%	6.5%	6.3%
PL	8	2	5.14%	5.3%	5.6%	-5	-2	5.58%	5.7%	5.5%

	-1M		-1W		10Y/2Y spread			10Y Spread to EMU		
	spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M		
USA	22	17	19	19	20	51	48	51	54	10
EMU	18	9	2	11	20					
CZ	97	88	72	59	50	-14	-14	0	-6	9
HU	-30	-20	-22	-30	-15	228	209	218	195	170
PL	57	48	44	40	-10	100	98	114	110	85

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
<b>CZ</b>	3.67%	3.98%	4.14%	4.22%	4.29%	4.35%	4.39%	4.43%	4.47%	4.50%

## Prognóza FX

	-1M (bb)		-1W (bb)		FX			+6M		
	spot	ČS	+1M trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)	ČS	trh	rozdíl (bb)
USD	2.7%	0.3%	1.383	1.38	1.38	0%	1.38	1.39	-1%	
CZ	-1.7%	0.1%	28.24	28.6	28.2	1%	27.4	28.0	-2%	
HU	-0.3%	0.2%	246.2	245	247	-1%	250	248	1%	
PL	-0.4%	0.3%	3.768	3.75	3.75	0%	3.72	3.70	1%	
SK	-1.6%	-0.1%	33.18	33.3	33.2	0%	32.5	33.0	-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	<b>Viktor Kotlán</b>	+420/224 995 217	<a href="mailto:vkotlan@csas.cz">vkotlan@csas.cz</a>
Makro tým (Střední Evropa)	Mária Fehérová	+420/224 995 232	<a href="mailto:mfeherova@csas.cz">mfeherova@csas.cz</a>
Makro tým (ČR)	Martin Lobotka	+420/224 995 192	<a href="mailto:mlobotka@csas.cz">mlobotka@csas.cz</a>
Makro tým (USA, EMU)	Luboš Mokráš	+420/224 995 456	<a href="mailto:lmokras@csas.cz">lmokras@csas.cz</a>
Makro tým (ČR), team-leader	David Navrátil	+420/224 995 439	<a href="mailto:dnavratil@csas.cz">dnavratil@csas.cz</a>
Akciový tým (CEE Real Estate)	Petr Bártek	+420/224 995 227	<a href="mailto:pbartek@csas.cz">pbartek@csas.cz</a>
Akciový tým (svět)	Ján Hájek	+420/224 995 324	<a href="mailto:janhajek@csas.cz">janhajek@csas.cz</a>
Akciový tým (ČR)	Radim Kramule	+420/224 995 213	<a href="mailto:rkramule@csas.cz">rkramule@csas.cz</a>
Akciový tým (ČR, CEE Media), team-leader	Jakub Židoň	+420/224 995 340	<a href="mailto:jzidon@csas.cz">jzidon@csas.cz</a>

### Úsek Finanční trhy – prodej a obchodování

Ředitel úseku	<b>Petr Witowski</b>	+420/224 995 800	<a href="mailto:pwitowski@csas.cz">pwitowski@csas.cz</a>
<b>Odbor Obchody treasury</b> – ředitel odboru	<b>Robert Novotný</b>	+420/224 995 148	<a href="mailto:rnovotny@csas.cz">rnovotny@csas.cz</a>
<b>Odbor Obchody na kapitálových trzích</b> – ředitel odboru	<b>Libor Vošický</b>	+420/224 995 592	<a href="mailto:lvosicky@csas.cz">lvosicky@csas.cz</a>
<b>Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty</b> – ředitel odboru	<b>Pavel Křivonožka</b>	+420/224 995 565	<a href="mailto:pkrivonozka@csas.cz">pkrivonozka@csas.cz</a>
<b>Odbor Proprietary trading</b>	<b>Daniel Drahotský</b>	+420/224 995 178	<a href="mailto:ddrahotsky@csas.cz">ddrahotsky@csas.cz</a>
	Dušan Vaškovic	+420/224 995 417	<a href="mailto:dvaskovic@csas.cz">dvaskovic@csas.cz</a>

### Úsek Investiční bankovnictví

Ředitel úseku	<b>Jan Brabec</b>	+420/224 995 816	<a href="mailto:jbrabec@csas.cz">jbrabec@csas.cz</a>
<b>Odbor Primární emise</b>	<b>Jiří Hrbáček</b>	+420/224 995 836	<a href="mailto:jhrbacek@csas.cz">jhrbacek@csas.cz</a>
<b>Odbor Finanční instituce</b> – ředitel odboru	Alice Racková	+420/224 995 197	<a href="mailto:arackova@csas.cz">arackova@csas.cz</a>
<b>Odbor Obchodování a distribuce aktiv</b> – ředitel odboru	Jana Daňková	+420/224 995 128	<a href="mailto:jandankova@csas.cz">jandankova@csas.cz</a>
	<b>Jan Brabec</b>	+420/224 995 816	<a href="mailto:jbrabec@csas.cz">jbrabec@csas.cz</a>

### Erste Bank Vídeň – Global Macro & CEE

<b>Equity</b>	<b>Friedrich Mostböck</b>	+43 501 00 119 02	<a href="mailto:friedrich.mostboeck@erstebank.at">friedrich.mostboeck@erstebank.at</a>
Head of Research	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	<a href="mailto:henning.esskuchen@erstebank.at">henning.esskuchen@erstebank.at</a>
Co-Head of CEE Equities	Guenther Artner	+43 501 00 115 23	<a href="mailto:guenther.artner@erstebank.at">guenther.artner@erstebank.at</a>
Co-Head of CEE Equities	Tamás Pletser	+361 235 51 33	<a href="mailto:tpletser@erstebank.com">tpletser@erstebank.com</a>
akcie – sektor ropa, plyn	Gunter Hohberger	+43 501 00 173 54	<a href="mailto:guenter.hohberger@erstebank.at">guenter.hohberger@erstebank.at</a>
akcie – sektor bankovnictví	Angelika Zwerenz	+43 501 00 119 03	<a href="mailto:angelika.zwerenz@erstebank.at">angelika.zwerenz@erstebank.at</a>
akcie – sektor bankovnictví	Andras Szalkai	+361 235 5134	<a href="mailto:andras.szalkai@erstebank.com">andras.szalkai@erstebank.com</a>
akcie – sektor telekomunikace	Vladimíra Urbánková	+420 224 995 940	<a href="mailto:urbankovav@ersteinet.cz">urbankovav@ersteinet.cz</a>
akcie – sektor farmacie	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	<a href="mailto:daniel.lion@erstebank.at">daniel.lion@erstebank.at</a>
akcie – sektor IT	Gerald Walek	+43 501 00 163 60	<a href="mailto:gerald.walek@erstebank.at">gerald.walek@erstebank.at</a>
akcie – sektor strojírenství	Christoph Schultes	+43 501 00 163 14	<a href="mailto:christoph.schultes@erstebank.at">christoph.schultes@erstebank.at</a>
akcie – sektor pojišťovnictví	On-line obchodování s CP	+420 222 004 444	<a href="http://www.brokerjet.cz">www.brokerjet.cz</a>

### Brokerjet