



● Středoevropské měny

Vazba střední Evropy na dolar klesá

2

● Výhled na týden

Česká obchodní bilance v lednu s vysokým přebytkem

4

NBP zmínila možnost vyšších sazeb a zlotý je k neudržení

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25,64	-1,19%	↘	↘
EUR/PLN	3,873	-2,18%	↘	↘
EUR/HUF	266,3	-1,25%	↘	↘
3M PRIBOR	1,43	-0,04	→	→
3M WIBOR	4,14	-0,01	→	→
3M BUBOR	5,75	-0,02	↘	↘
10Y CZK	3,99	-0,08	↗	↗
10Y PLN	5,96	-0,02	↗	↗
10Y HUF	7,08	-0,19	→	→
3M EURIBOR	0,95	0,32	→	↗
10Y EMU	3,16	0,06	↗	↗

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Polský zlotý je k neudržení. Za poslední měsíc posílil vůči euru o 5 %. Řádění býků na polském devizovém trhu je přitom více než pochopitelné. Polsko totiž pociťuje reálný dopad globální krize do hospodářství méně než většina Evropy a jako jediná ekonomika EU vykázala v roce 2009 kladný růst. Konvergenční příběh (reálné dohánění doprovázené reálnou aprecií kurzu) tak nepřestává platit, přičemž polský běžný účet platební bilance se dokonce během posledních dvou let výrazně vylepšil a je jen v minimálním záporu. Za této situace asi nepřekvapí, že se z polské centrální banky začínají objevovat hlasy, že by banka měla v dohledné době začít, jako jedna z prvních v EU, zvyšovat úrokové sazby. Vidina rozšiřujícího se úrokového diferenciálu mezi Polskem a eurozónou je v podmínkách sílícího globálního oživení dalším mohutným stimulem pro to, zaujmout dlouhé pozice ve zlotém. Ty se přitom podle nás vyplatí držet déle než jen několik týdnů či měsíců.

I střednědobý výhled pro zlotý totiž zůstává velmi pozitivní. Polská ekonomika je jednou z nejvíce imunních vůči hospodářské krizi v celé EU a příběh reálné konvergence tak pokračuje prakticky bez zastávky. V nejbližších dvou letech bude navíc Polsku pomáhat rostoucí příliv peněz z Bruselu, přípravy na fotbalové mistrovství Evropy (2012) a pozitivní demografické trendy. To vše dohromady bude přispívat k svižnému růstu domácí poptávky, výraznějším inflačním tlakům, a tedy potřebě držet úrokové sazby výše...

Vazba střední Evropy na dolar klesá

Jan Bureš

Vazba střední Evropy na měnový pár EUR/USD poklesla kvůli pokračujícímu oživení v USA a relativní imunitě střední Evropy vůči řeckým problémům.

S rozvolněnou vazbou počítáme i do budoucna díky rychlejšímu růstu sazeb ve střední Evropě (Polsko, Česko) při srovnání s EMU.

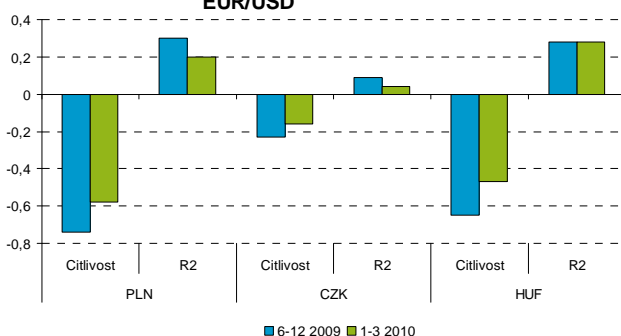
V roce 2010 byla vazba středoevropských měn na EUR/USD silná především v druhé polovině roku, a to kvůli rozjezdu carry obchodů financovaných ze super-nízko-úročeného amerického dolaru. S tím jak na globálních trzích klesala averze riziku, investoři si typicky půjčovali z nízko-úročeného dolaru a peníze přelévávali do výše úročených měn emerging markets - dolar slábl a riziková aktiva posilovala. To byl základ negativní vazby středoevropských měn na měnový pár EUR/USD. Tato negativní vazba byla nejvyšší v případě výše úročených měn - zlotého a forintu (koruna tradičně patří méně volatilním regionálním měnám).

Jak ale ukazuje naše analýza (viz grafy), negativní vazba střední Evropy na EUR/USD na začátku roku 2010 značně poklesla. Pracovali jsme s týdenními a denními změnami středoevropských měn a změnou EUR/USD jako vysvětlující proměnnou (časové řady i rezidua byly testovány na stacionaritě). V obou případech klesla jak citlivost, tak vypovídací schopnost jednoduchých modelů (daná R2 a t-testy).

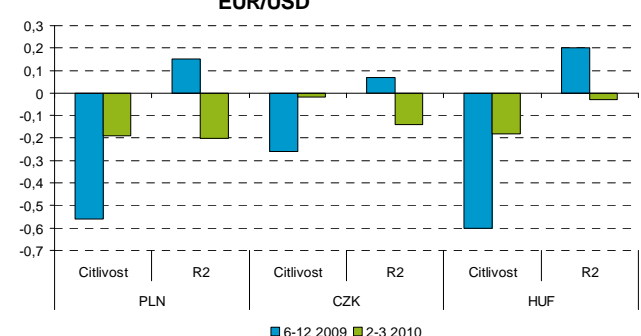
Vysvětlením je jednak ústup carry obchodů financovaných z USD do pozadí - americká ekonomika začíná znatelněji oživovat a investoři se bojí, že dolar, na rozdíl např. od japonského yenu, brzy zdraží. Na druhé straně euro srážely v posledních týdnech problémy Řecka, vůči kterým se ukazují být středoevropské měny relativně imunní.

Rozvolněnou vazbu středoevropských měn na EUR/USD bychom měli na trzích vidět i v budoucnu. Zatímco problémy s periferiemi mohou způsobit zpoždění eurozóny jako celku za americkým oživením, střední Evropy by se to týkat nemuselo. Fundamentálně je napojena na zdravější jádro EMU - především Německo. Silné polské oživení pak může v největší středoevropské ekonomice vytvořit brzy prostor pro růst úrokových sazeb, o kterém se bude ECB ještě delší dobu zdát.

Citlivost středoevropských měn na denní změny EUR/USD

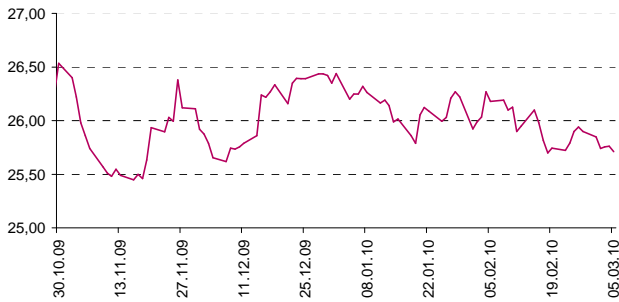


Citlivost středoevropských měn na týdenní změny EUR/USD

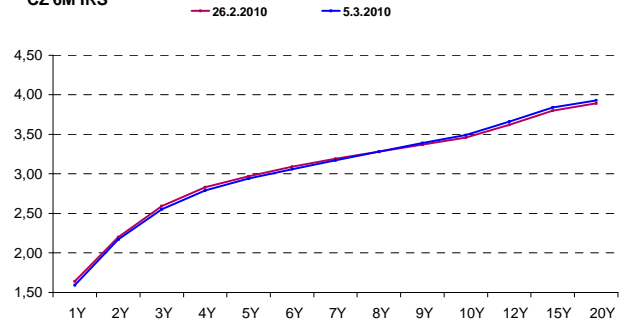


Přehled trhů

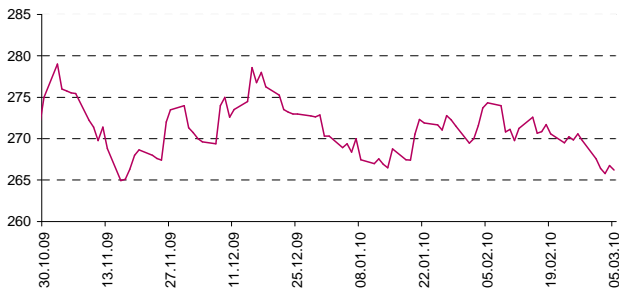
EURCZK



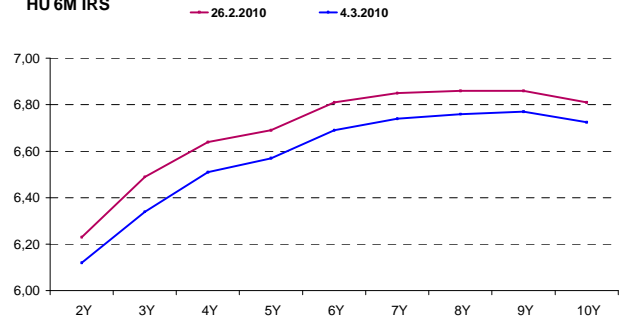
CZ 6M IRS



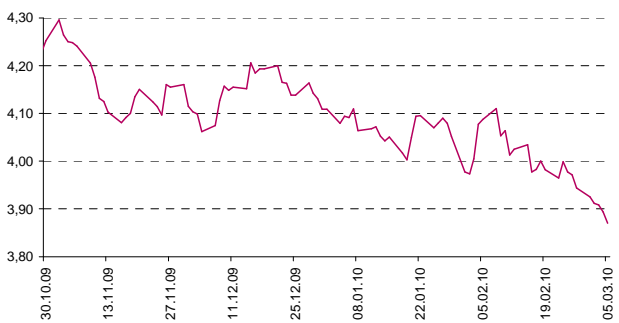
EURHUF



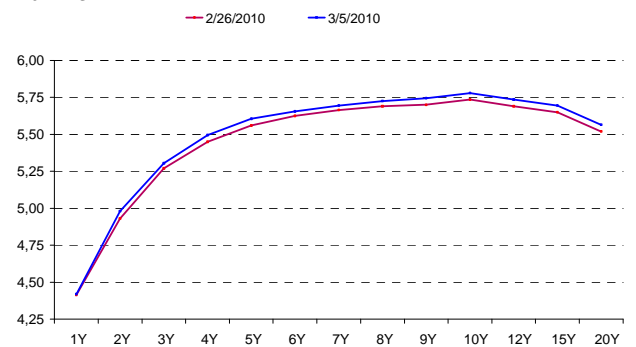
HU 6M IRS



EURPLN



PL 6M IRS



Klíčové očekávané události

PO 9:00, CZ Zahraniční obchod (mld. CZK)

	I.10	XII.09	I.09
Saldo	10,0	2,8	3,5
kumulativ. od ledna	10,0	153,2	3,5
Export (% y/y)	7,0	4,8	-25,1
Import (% y/y)	3,0	-2,6	-22,4

ÚT 9:00, CZ Průmyslová výroba (% y/y)

	I.10	XII.09	I.09
Měsíčně	2,5	1,8	-22,0
kumul. od ledna	2,5	-13,4	-22,0

ÚT 9:00, CZ Inflace (% m/m)

	II.10	I.10	II.09
Inflace	0,3	1,2	0,1
Potraviny	0,8	1,9	-0,4
Bydlení a energie	0,1	1,3	0,1

PÁ 10:00, CZ Běžný účet (mld. CZK)

	I.10	XII.09	I.09
Běžný účet	4,5	-11,3	1,0
kumul. od ledna	4,5	-25,4	1,0
Obchodní bilance	12,2	5,1	6,5
kumul. od ledna	12,5	182,0	6,5

ČR: Obchodní bilance s přebytkem

Lednový zahraniční obchod nejspíše skončil relativně vysokým přebytkem. Dá se předpokládat, že export i import už vykáže meziroční růst, i když i nadále platí, že slabá domácí poptávka drží dovozy na uzdě. Tentokrát však asi už příliš nelze spoléhat na levné suroviny, jejichž pozitivní cenový efekt se vyčerpává. Podobně se u exportu vytratil pozitivní vliv německého šrotovného, a tak vývoz už nebude moci spoléhat na zahraniční podporu poptávky. Pro celý letošní rok by obchodní bilance mohla skončit o něco málo hůře než loni, a to především v důsledku očekávaných vyšších cen surovin.

ČR: Průmysl se vrací k růstu

Lednová průmyslová výroba nejspíše skončila, navzdory nižšímu počtu pracovních dnů, v černých číslech. Přesto je třeba mít stále na paměti, že rostoucí meziroční tempa vycházejí z nízkých srovnávacích základů v úvodu loňského roku, kdy výroba padala o více než 20 %. Solidní výsledek za leden nejspíše vykáže automobilový a elektrotechnický průmysl. Mnohem zajímavější než výsledek průmyslu na začátku roku však zůstávají výhledy zakázek, které se v posledních měsících začaly poměrně slušně zvyšovat. Pro celý letošní rok očekáváme vzestup výroby průmyslu o zhruba 3 %. Kritickým momentem zůstává i nadále zahraniční poptávka.

ČR: Inflace zůstává stabilně nízká

Spotřebitelské ceny ovlivnily v únoru především sezónně dražší potraviny. Vedle nich se na zvýšení inflace podílely i pohonné hmoty a vyšší spotřební daně u cigaret a alkoholu. S vyššími cenami bylo možné počítat i u zimních dovolených. Naopak ceny klesaly díky výprodejům u spotřebního zboží jako byly oděvy, obuv, elektronika a další vybavení domácnosti. V meziročním srovnání zůstává inflace stále hluboko pod cílovou úrovní ČNB, a nenutí tak centrální banku k předčasnému zásahu. Předpokládáme, že inflace sice v dalších měsících začne pozvolna růst, avšak půjde především o důsledek administrativních zásahů v podobě regulovaných cen a daňových změn. Růst tržních cen bude i nadále silně omezený v důsledku slabé spotřebitelské poptávky.

ČR: Běžný účet v plusu

Podobně jako v předchozích letech by v úvodu roku měl běžný účet platební bilance zůstat v černých číslech, a to především díky přebytkovému zahraničnímu obchodu se zbožím a se službami. Pozitivní roli bude sehrávat i jen minimální odliv dividend, který je pro tyto měsíce typický. Za celý rok předpokládáme, že deficit běžného účtu skončí jen okolo jednoho procenta HDP.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	8.3.2010	09:00	Obchodní bilance (mld. CZK)	01/2010	10,0		10,0		2,8	
Německo	8.3.2010	12:00	Průmyslová výroba (%)	01/2010			1,0	0,9	-2,6	-7,1
EMU	8.3.2010	18:00	Projev Starka o politické volbě po recesi (ECB)	03/2010						
USA	9.3.2010	00:00	3letá aukce (mld. USD)	03/2010						
Maďarsko	9.3.2010	09:00	Průmyslová výroba (%)	01/2010 *P					-5,8	-1,4
ČR	9.3.2010	09:00	Inflace (%)	02/2010	0,3	0,9	0,2	0,8	1,2	0,7
ČR	9.3.2010	09:00	Průmyslová výroba (%)	01/2010 *F		2,5		2,5		1,8
ČR	9.3.2010	09:00	Stavební výroba (%)	01/2010						3,5
SR	9.3.2010	09:00	Stavební výroba (%)	01/2010						-18,2
SR	9.3.2010	09:00	Průmyslová výroba (%)	01/2010						11,9
ČR	9.3.2010	09:00	Mzdy (%)	4Q/2009						4,7
ČR	9.3.2010	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	02/2010	10,1		10,0		9,8	
USA	10.3.2010	00:00	10letá aukce (mld. USD)	03/2010						
Německo	10.3.2010	08:00	Inflace (%)	02/2010 *F			0,2	0,4	0,2	0,4
Německo	10.3.2010	08:00	Obchodní bilance (mld. EUR)	01/2010			16,1		13,5	
Německo	10.3.2010	08:00	Běžný účet (mld. EUR)	01/2010			17,0		20,6	
Německo	10.3.2010	08:00	Harmonizovaná inflace (%)	02/2010 *F			0,0	0,3	0,2	0,3
SR	10.3.2010	09:00	Mzdy (%)	01/2010						4,4
Maďarsko	10.3.2010	09:00	HDP (%)	4Q/2009 *F						-4,0
ČR	10.3.2010	10:00	Běžný účet (mld. CZK)	4Q/2009					-778,6	
USA	10.3.2010	20:00	Rozpočtové saldo (mld. USD)	02/2010			-202,0		-42,6	
USA	11.3.2010	00:00	30letá aukce (mld. USD)	03/2010						
Maďarsko	11.3.2010	09:00	Inflace (%)	02/2010			0,0	5,9	1,4	6,4
ČR	11.3.2010	09:00	HDP (%)	4Q/2009 *F			0,8		0,8	-4,1
SR	11.3.2010	09:00	Inflace (%)	02/2010					0,2	0,4
Maďarsko	11.3.2010	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	01/2010 *P					375,4	
EMU	11.3.2010	10:00	Měsíční zpráva ECB (ECB)	03/2010						
USA	11.3.2010	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	6.3.			450		469	
USA	11.3.2010	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	27.2.					4 500	
USA	11.3.2010	14:30	Obchodní bilance (mld. USD)	01/2010			-41,0		-40,2	

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
SR	12.3.2010	09:00	Obchodní bilance (mld. EUR)	01/2010						-56,6
ČR	12.3.2010	10:00	Běžný účet (mld. CZK)	01/2010	4,5		4,4			-11,3
EMU	12.3.2010	11:00	Průmyslová výroba (%)	01/2010			0,7	-1,6		-1,6 -4,8
Polsko	12.3.2010	14:00	Běžný účet (mil. EUR)	01/2010						-1 034
Polsko	12.3.2010	14:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	01/2010						-711
Polsko	12.3.2010	14:00	Peněžní zásoba M3 (%)	02/2010						-1,4
USA	12.3.2010	14:30	Maloobchodní tržby (%)	02/2010			-0,2			0,5
USA	12.3.2010	14:30	Maloobchodní tržby – bez automobilů (%)	02/2010			0,3			0,6
USA	12.3.2010	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan	03/2010 *P			73,9			73,6

m/m - meziměsíčně; y/y - meziročně; s.a. - sezónně očištěno; n.s.a. - sezónně neočištěno; P - předběžné; F - finální
 EMU, USA, UK, JPY - pokud není uvedeno jinak, data sezónně očištěna; Střední Evropa - data sezónně neočištěna, pokud není uvedeno jinak
 Aukce státních dluhopisů: období = datum emise; m/m = poptávka; y/y = nabídka

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	III.10	VI.10	IX.10	XII.10	III.11	poslední změna	
Česko	2T repo	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25	1,50	-25 bps	16/12/2009
Maďarsko	2T depó	5,75	5,50	5,50	6,00	6,00	6,00	-25 bps	23.2.2010
Polsko	2T inter. sazba	3,50	3,50	3,50	3,75	4,00	4,00	-25 bps	25.6.2009

Krátkodobé úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	III.10	VI.10	IX.10	XII.10	III.11
Česko	PRIBOR 3M	1,53	1,50	1,55	1,65	1,80	2,05
Maďarsko	BUBOR 3M	5,95	5,50	5,50	6,00	6,00	6,00
Polsko	WIBOR 3M	4,16	4,40	4,60	4,70	4,80	4,80

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	III.10	VI.10	IX.10	XII.10	III.11
Česko	IRS 10 let	3,61	3,48	3,50	3,70	3,85	4,02
Maďarsko		7,00	7,50	7,75	8,00	7,50	7,25
Polsko		5,74	4,70	4,50	4,50	4,50	4,50

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	III.10	VI.10	IX.10	XII.10	III.11
Česko	EUR/CZK	26,0	26,0	24,8	24,8	23,8	24,8
Maďarsko	EUR/HUF	271,5	265	280	275	270	265
Polsko	EUR/PLN	3,99	4,10	4,30	3,60	3,90	3,30

HDP

		Meziroční změna v %					
		Q3 2009	Q4 2009	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010
Česko		-4,1	-4,2	1,4	1,2	0,9	2,2
Maďarsko		-5,3	-3,0	-1,5	0,5	1,0	2,0

Inflace

		Meziroční změna v %					
		XII.09	III.10	VI.10	IX.10	XII.10	I.11
Česko		1,0	0,8	1,4	2,1	2,3	2,0
Maďarsko		5,5	4,2	3,5	3,5	3,5	3,5

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

	2009	2010
Česko	-0,8	-1,0
Maďarsko	-1,0	-0,5

Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	2009	2010
Česko	-6,5	-5,5
Maďarsko	-3,9	-5,5

Informace obsažené v tomto dokumentu poskytuje Československá obchodní banka, a. s. (dále jen „ČSOB“) v dobré víře a na základě pramenů, které považuje za správné, důvěryhodné a odpovídající skutečnosti. Přesto ani ČSOB ani žádný z jejích zaměstnanců či zmocněnců nepřebírá žádnou právní odpovědnost ani záruku vůči klientovi za jakoukoliv informaci, která je obsažena v tomto dokumentu, a zároveň ČSOB nečiní žádné prohlášení ohledně přesnosti a úplnosti těchto informací. ČSOB také nepřebírá jakoukoliv odpovědnost za případnou ztrátu nebo škodu, kterou může klient utrpět. ČSOB jako aktivní účastník obchodování na finančních trzích upozorňuje adresáty tohoto dokumentu, že obchoduje s investičními nástroji, ke kterým se vztahují informace obsažené v tomto dokumentu. Bez předchozího souhlasu ČSOB nelze tento dokument ani jeho části kopírovat nebo dále šířit.