



● Česká republika

ČNB úrokové sazby nezměnila, ale...

2

● Výhled na týden

MNB sníží základní sazbu na nové historické minimum 5,5 %

6

Silné holubičí tóny od středoevropských centrálních bank

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25.42	0.26%	↗	→
EUR/PLN	3.902	0.38%	↗	→
EUR/HUF	265.4	0.85%	↗	→
3M PRIBOR	1.43	0.00	↘	→
3M WIBOR	4.13	0.01	↘	→
3M BUBOR	5.59	-0.03	↘	→
10Y CZK	3.92	-0.10	↘	↗
10Y PLN	5.50	-0.12	↘	↗
10Y HUF	6.72	-0.09	↘	↗
3M EURIBOR	0.58	0.01	→	→
10Y EMU	3.15	0.04	→	↗

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Překvapivé výstupy z posledního zasedání ČNB, během něhož centrální banka velmi silně naznačila, že by příští pohyb oficiálních sazeb nemusel být jen vzhůru, jak se všeobecně předpokládalo, ale i na opačnou stranu, upozornily na ve střední Evropě všeobecný problém silících měn. Ty s přicházejícím globálním oživením rychle zpevňují, přičemž v relativně malých otevřených ekonomikách jako jsou ty středoevropské pochopitelně vylepšují inflační výhled. Hlasování dvou členů bankovní rady ČNB pro snížení úrokových sazeb proto nebylo bleskem z čistého nebe. Konec konců ze stejného důvodu nepřekvapují ani silné holubičí signály ze strany řady polských centrálních bankéřů.

Nicméně navzdory silné holubičí rétorice, kterou navíc podporují i překvapivě slabé údaje o maloobchodních tržbách v Polsku a především v ČR, stále nepředpokládáme, že by NBP či ČNB provedly ve své politice úplný veletoč a oficiální úrokové sazby snížily. Ty jsou totiž na historických minimech, a proto u příslušných bankovních rad vždy bude existovat silná opozice proti tomu úroky dále snížit, když ve světě se rýsuje viditelné oživení.

Poněkud jiná situace je v Maďarsku, kde je sice MNB rovněž konfrontována se silícím forintem, avšak základní úroková sazba je zde položena o poznání výše, než v ČR či Polsku. I proto se již toto pondělí dočkáme dalšího snížení základní sazby MNB (o 25 bps) a patrně i silného příslibu, že centrální banka bude v nastoupeném kurzu ve dalších měsících pokračovat.

ČNB úrokové sazby nezměnila, ale...

Petr Dufek

Mohlo to být docela nudné zasedání bankovní rady české centrální banky, ale nakonec přineslo jedno docela významné překvapení.

Hlasy pro další uvolnění měnové politiky stlačily krátké výnosy dolů.

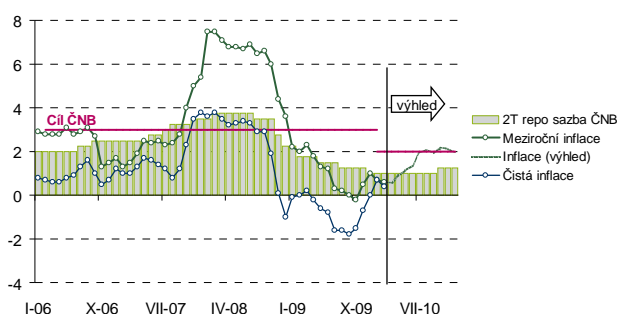
Další pokles sazeb není příliš pravděpodobný. Uvidí se podle toho, kdo jak hlasoval.

Od březnového zasedání bankovní rady ČNB se nic neočekávalo, pouze to, že ponechá úrokové sazby beze změny, a že se vyjádří v silně holubičím tónu ohledně dalšího vývoje. Inflace totiž zaostává za nejnovější prognózou (o tři desetiny) a ekonomika si v meziročním srovnání na konci roku vedla o něco hůře, než centrální banka prognózovala. Stále se tak potvrzuje, že poptávka v ČR zůstává velmi slabá, a nevytváří tak de facto žádné potenciální inflační tlaky. Vedle toho lehce posílila koruna, která tak může zmírňovat chvilkový nepříznivý dopad cen komodit. Mzdový nárůst, který je viditelný ve vývoji průměrné mzdy, zůstává spíše optickým „klamem“, a vnímá ho tak i centrální banka. Přesto poslední zasedání bankovní rady jedno velké překvapení přineslo. A sice to, že dva členové rady ze šesti zúčastněných hlasovali pro snížení úrokových sazeb o čtvrt procentního bodu.

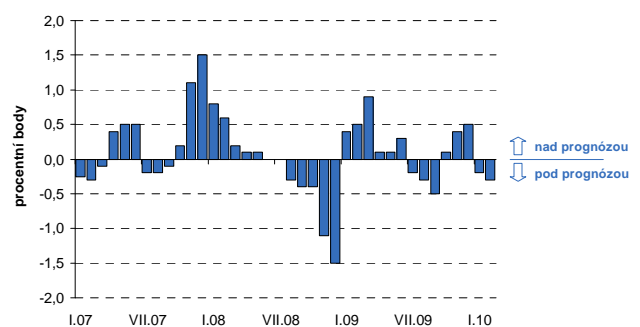
Prozatím lze jen spekulovat, kdo z bankovní rady preferuje další pokles sazeb v ČR, protože se to dozvíme až za týden. V každém případě bude velmi zajímavé, jak si tuto informaci přebere trh, zvláště pokud to byl guvernér a jeden z viceguvernérů. Prozatím je jisté to, že sazby ČNB rozhodně s navyšováním sazeb nijak nespíchat nebude (a podle našeho názoru ani nemusí). Jak vyplývá ze zdůvodnění aktuálního rozhodnutí, „rizika prognózy jsou mírně protiinflační“. A rovněž nadále platí, že „s aktuální prognózou je konzistentní stabilita krátkodobých tržních úrokových sazeb v první polovině letošního roku poblíž stávající úrovně a jejich následný postupný růst“ (citace ČNB). Jediným možným rizikem z pohledu dalšího vývoje inflace je, podle ČNB, vývoj nominálních mezd, a to v obou směrech. Nicméně s ohledem na vývoj mediánové mzdy považujeme toto proinflační riziko za marginální.

Otázkou je, jak reálná je šance na případné snížení úrokových sazeb. Z varianty, která měla téměř nulovou pravděpodobnost, se po posledním zasedání stává možnost, která může být ve hře i příště. Z ekonomiky se totiž asi příliš pozitivních zpráv nedočkáme. Průmysl se bude moci pochlubit solidním meziročním růstem, ovšem počítaným z nízkých základů, stavebnictví nejspíše čeká další útlum a obdobný vývoj se dá očekávat i v případě maloobchodu. Inflaci bude i nadále brzdit slabá domácí poptávka, takže hlavním inflačním faktorem budou i nadále administrativní zásahy. Nezaměstnanost sice v jarních měsících poklesne, nicméně to bude vlivem sezónního vývoje, a nepůjde tak o změnu dosavadního negativního trendu. I nadále však předpokládáme, že k dalšímu snížení úrokových sazeb spíše už nedojde, a bude tak pokračovat období stability sazeb až téměř do konce letošního roku.

Meziroční inflace vs. úrokové sazby (%)

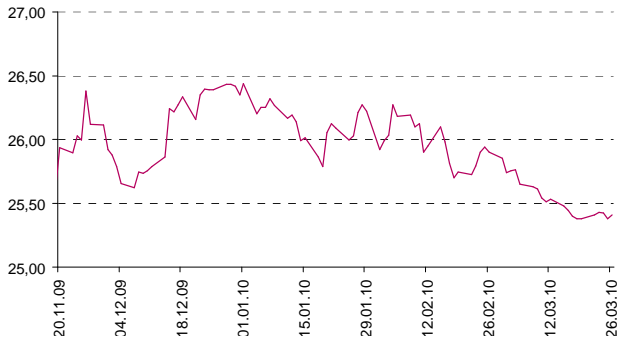


Vývoj inflace ve srovnání s prognózou ČNB

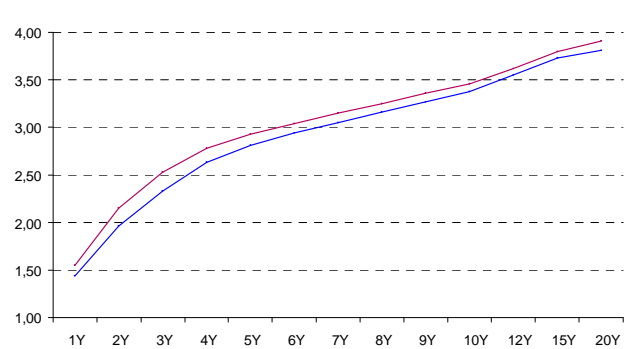


Přehled trhů

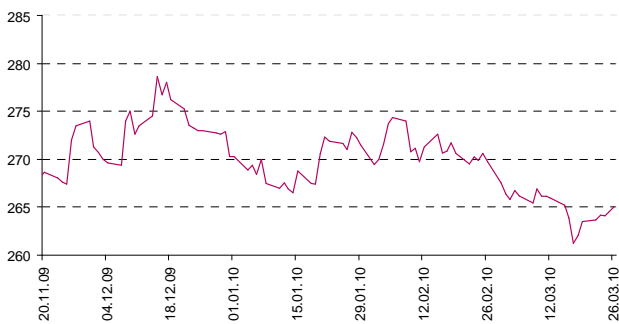
EURCZK



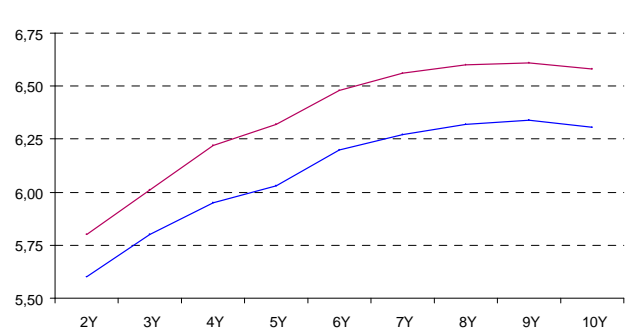
CZ 6M IRS



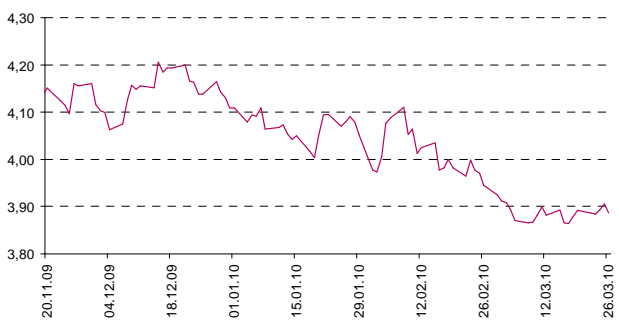
EURHUF



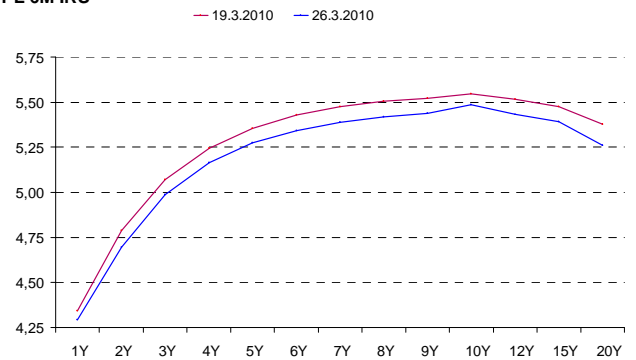
HU 6M IRS



EURPLN



PL 6M IRS



Klíčové očekávané události

PO cca 14:00, HU Zasedání MNB

Maďarsko: MNB sníží sazbu o dalších 25 bps

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	5,50	2/2010
změna v p. bodech	-25	-25

Silný forint, vysoká nezaměstnanost a zatím slabší, i když lepší se, fundamenty umožňují MNB uvolňovat měnovou politiku. Za přísnou finanční disciplínu byla nedávno vláda pochválena od MMF, který doporučil pozvolné a opatrné snižování úrokových sazeb.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	3/29/2010	08:00	Inflace (%)	03/2010 *P						
Německo	3/29/2010	08:00	Harmonizovaná inflace (%)	03/2010 *P						
Německo	3/31/2010	09:55	Míra nezaměstnanosti (%)	03/2010						
USA	3/29/2010	14:30	Osobní příjmy (%)	02/2010						
USA	3/29/2010	14:30	Osobní výdaje (%)	02/2010						
USA	3/29/2010	14:30	Deflátor osobní spotřeby (%)	02/2010						
USA	3/29/2010	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby (%)	02/2010						
USA	3/30/2010	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí (%)	01/2010						-3.1
USA	3/30/2010	16:00	Spotřebitelská důvěra	03/2010						46
USA	3/31/2010	16:00	Index nákupních manažerů z Chicaga	03/2010						
USA	3/31/2010	16:00	Tovární zakázky (%)	02/2010						
EMU	3/29/2010	11:00	Index ekonomické důvěry	03/2010						95.9
EMU	3/29/2010	11:00	Index spotřebitelské důvěry	03/2010						-17
EMU	3/31/2010	11:00	Míra nezaměstnanosti (%)	02/2010						9.9
ČR	4/1/2010	14:00	Rozpočtové saldo (mld. CZK)	03/2010						-10.6
EMU	4/1/2010	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu	03/2010						54.2
Maďarsko	4/2/2010	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	01/2010						290.4
USA	4/2/2010	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství (tis.,nsa)	03/2010	-35		175			-36
ČR	3/31/2010	11:00	Peněžní zásoba M2 (%)	02/2010						
Maďarsko	3/29/2010	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	02/2010						
Maďarsko	3/29/2010	14:00	Zasedání MNB (%)	03/2010	5,50		5,50			5.75
Maďarsko	3/30/2010	09:00	Výrobní ceny (%)	02/2010						
Maďarsko	3/31/2010	08:30	Běžný účet (mld. HUF)	4Q/2009						698
Polsko	3/31/2010	14:00	Zasedání RPP (%)	03/2010						3.5
SR	3/31/2010	09:00	Běžný účet (mld. EUR)	01/2010						-494

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

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	Mar-10	Jun-10	Sep-10	Dec-10	Mar-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 depo	5.75	5.50	5.50	6.00	6.00	6.00	-25 bps 2/23/2010
Polsko	2T inter. sazba	3.50	3.50	3.50	3.75	4.00	4.00	-25 bps 6/25/2009

Krátkodobé úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	Mar-10	Jun-10	Sep-10	Dec-10	Mar-11
Česko	PRIBOR 3M	1.43	1.50	1.55	1.65	1.80	2.05
Maďarsko	BUBOR 3M	5.67	5.50	5.50	6.00	6.00	6.00
Polsko	WIBOR 3M	4.13	4.40	4.60	4.70	4.80	4.80

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	Mar-10	Jun-10	Sep-10	Dec-10	Mar-11
Česko	IRS 10 let	3.42	3.48	3.50	3.70	3.85	4.02
Maďarsko		6.38	7.50	7.75	8.00	7.50	7.25
Polsko		5.47	5.70	5.50	5.70	5.80	5.90

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	Mar-10	Jun-10	Sep-10	Dec-10	Mar-11
Česko	EUR/CZK	25.4	26.0	25.8	24.8	23.8	24.8
Maďarsko	EUR/HUF	265.8	265	280	275	270	265
Polsko	EUR/PLN	3.90	3.90	3.85	3.60	3.90	3.30

HDP

		Meziroční změna v %					
		Q3 2009	Q4 2009	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010
Česko		-4.5	-3.1	1.4	1.7	1.5	1.4
Maďarsko		-5.3	-3.0	-1.5	0.5	1.0	2.0

Inflace

		Meziroční změna v %					
		Dec-09	Mar-10	Jun-10	Sep-10	Dec-10	Jan-11
Česko		1.0	0.6	1.1	2.1	2.2	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.