



● Česká republika

Příliv peněz ze strukturálních fondů EU sílí

2

● Výhled na týden

MNB sníží základní sazbu na nové minimum, NBP názor nezmění

4

Nastupující konjunktura = snížení úrokových sazeb?

| | Dnes | Změna 7 dní | Další týden | Další měsíc |
|------------|-------|----------------|----------------|----------------|
| EUR/CZK | 25,40 | 1,08% | ↘ | ↗ |
| EUR/PLN | 3,889 | 0,31% | ↘ | ↗ |
| EUR/HUF | 264,4 | 0,45% | → | ↗ |
| 3M PRIBOR | 1,39 | -0,04 | → | → |
| 3M WIBOR | 3,87 | -0,02 | → | → |
| 3M BUBOR | 5,42 | 0,04 | ↘ | ↘ |
| 10Y CZK | 3,56 | 0,05 | → | ↗ |
| 10Y PLN | 5,53 | 0,03 | → | ↗ |
| 10Y HUF | 6,33 | 0,13 | → | ↗ |
| 3M EURIBOR | 0,62 | 0,01 | → | ↗ |
| 10Y EMU | 3,06 | -0,03 | → | ↗ |

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

K tomu, aby střeoevropské devizové trhy alespoň nějak pocítily negativní dopady řecké fiskální krize, bylo nutné, aby výnosy řeckých dluhopisů překročily magickou a v podstatě neskutečnou hranici 10 %. I tak byly dosavadní ztráty střeoevropských měn velmi umírněné a navíc je otázkou, jakou měrou se vlastně na oslabení podílela náhaza z Řecka.

Na depreciaci české koruny či polského zlotého totiž mají eminentní zájem jak česká, tak polská centrální banka. Zatímco ta druhá v pořadí neváhala proti sílící měně nasadit přímou devizovou intervenci (a hrozí další), pak její česká kolegyně nasadila vůči koruně agresivní holubičí rétoriky, když prakticky nemine den, aby některý z členů bankovní rady ČNB hrozil devizovou intervencí.

V praxi se tak opakuje scénář, který jsme mohli pozorovat při končící recesi a nastupujícím globálním oživení v minulém hospodářském cyklu v případě České republiky. Tehdy, rovněž na počátku evropské a potažmo domácí konjunktury, byla ČNB konfrontována se sílící měnou, což při velmi nízké inflaci vedlo bankovní radu k tomu, že snížila úrokové sazby, ačkoliv trend ve světě již byl spíš opačný. Nyní to tedy vypadá, že historie by se mohla s příchodem nového hospodářského cyklu opakovat, přičemž polské firmy a domácnosti získají novou zkušenost. Ta jim může říkat, že při nastupujícím globálním oživení a zrychlující se (otevřená) domácí ekonomice nelze vyloučit scénář, že se oficiální úrokové sazby v prvním kroku pohnou směrem dolů a ne naopak, jak by to velela učebnicová logika.

Příliv peněz ze strukturálních fondů EU sílí

Jan Bureš

Česká koruna by mohla těžit z rostoucího přílivu peněz z Bruselu.

Česká koruna by kromě postupně se potvrdzujícího oživení mohla v nejbližších kvartálech těžit i z rostoucího přílivu peněz z Bruselu.

Tyto peníze do ČR potečou v nadcházejících letech a mohou výrazně vylepšit vnější rovnováhu.

To je přitom velká novinka. V minulých letech hrály transfery z Unie jen velice omezenou roli. V lednu 2010 ale pomohly běžnému účtu už s +6 mld. korun! Do budoucna se přitom situace bude dále zlepšovat. V současné chvíli jsou v Česku podány žádosti na čerpání ze strukturálních fondů v celkové hodnotě 806 mld. CZK (21 % HDP) a schváleny jsou již projekty v celkové hodnotě 319 mld. korun (9 % HDP).

Tyto peníze do ČR potečou z velké části v nadcházejících letech a mohou výrazně vylepšit vnější rovnováhu. Na grafu je vidět jasné zpoždění mezi schvalováním žádostí a čerpáním eur, protože peníze Evropská komise vyplácí na účet ministerstva financí až po skončení projektů.

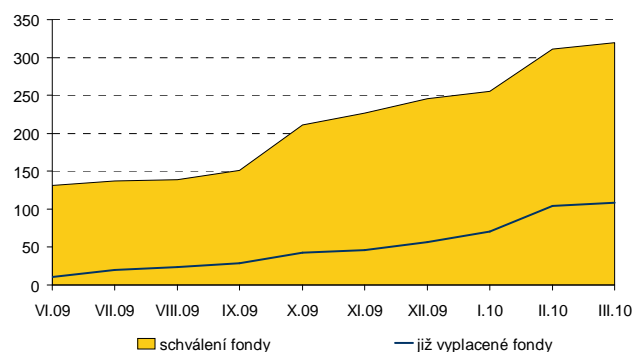
Bruselská eura nepotečou přes devizový trh, ale přes účty ČNB.

Bruselská eura budou na korunu působit pozitivně, ať už půjdou do ČR přes devizový trh nebo přes účty centrální banky. V současné době platí dohoda vlády s ČNB z roku 2008, z které vyplývá, že veškeré privatizační příjmy a bruselská eura nepotečou přes devizový trh, ale přes účty ČNB. V optimistické variantě tak ČNB měla za zhruba 30 mld. eur natisknout odpovídající množství korun.

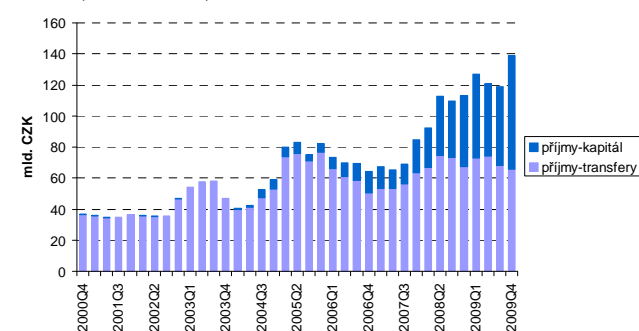
To je ale málo pravděpodobné, protože centrální banka nebude chtít skoro zdvojnásobit množství svých devizových rezerv (se kterými má již dnes problémy) a provádět současně silnou měnovou expanzi v postupně oživující ekonomice. Proto věříme, že alespoň část eur bude chtít nakonec sama na trhu prodat.

I kdyby ovšem všechna eura kumulovala a rozhodla se za ně natisknout peníze, pozitivnímu dopadu na korunu se s těžší vyhne. Silná měnová expanze by v budoucnu s vysokou pravděpodobností dohnala českou národní banku k razantnějšímu utážení konvenčních měnových kohoutů – úrokových sazeb. To by se koruně samozřejmě také líbilo.

Příliv ze strukturálních fondů EU, miliardy CZK

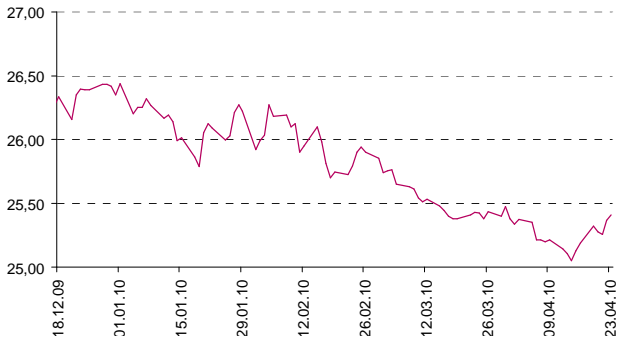


Příjmy v rámci transferů a kapitálového účtu platební bilance (roční kumulace)

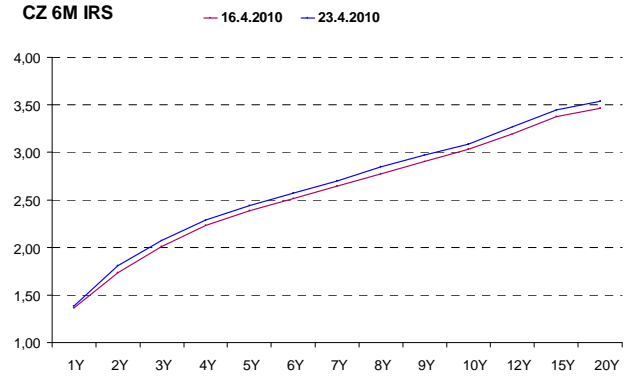


Přehled trhů

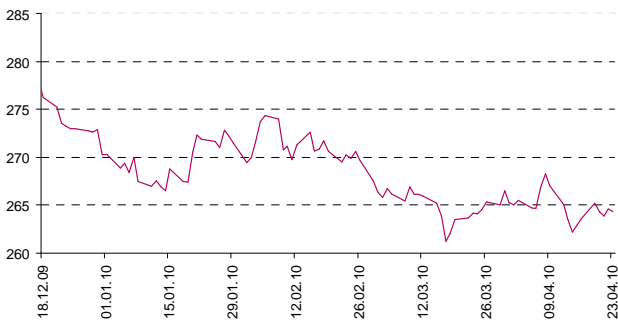
EURCZK



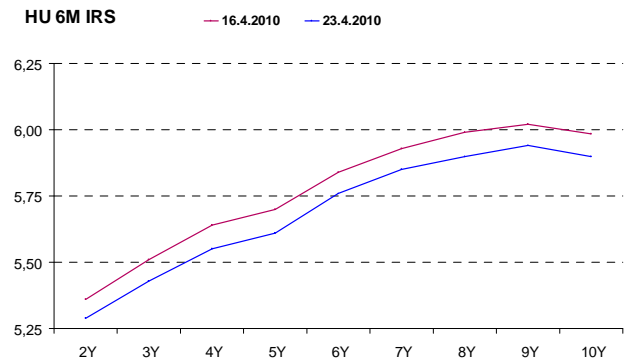
CZ 6M IRS



EURHUF



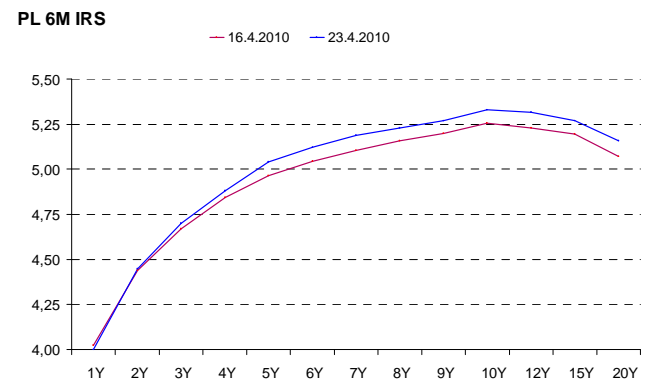
HU 6M IRS



EURPLN



PL 6M IRS



Klíčové očekávané události

PO cca 14:00, HU Zasedání MNB

| | Náš odhad | Poslední změna |
|--------------------|-----------|----------------|
| základní sazba v % | 5,25 | 3/2010 |
| změna v b. bodech | -25 | -25 |

MNB sníží sazby na nové minimum

MNB s největší pravděpodobností sníží základní úrokovou sazbu na nové historické minimum a to navzdory nečekaně vyšší inflaci. Snížení úroků umožní především relativně stabilní a silný forint, jakož i velmi příznivý vývoj na ostatních trzích, který vedl mimo jiné ke stlačení výnosů maďarských vládních dluhopisů. Komentář MNB by zároveň měl naznačit, že MNB bude v dalších měsících zřejmě pokračovat v politice snižování úrokových sazeb.

ST cca 14:00, PL Zasedání NBP

| | Náš odhad | Poslední změna |
|-------------------|-----------|----------------|
| hlavní sazba v % | 3,50 | 6/2009 |
| změna v b. bodech | 0 | -25 |

NBP má svázaný ruce silným zlotým

Od NBP neočekáváme ani změnu sazeb, ani změnu základního postoje měnové politiky. NBP nejspíše na základě posledních dat zlepší výhled reálné ekonomiky, avšak silný zlotý (navzdory intervenci) a nízká jádrová inflace jí nedovolí nahlas uvažovat o tom, že by v dohledné době mohla utáhnout svoji měnovou politiku.

Kalendář očekávaných událostí

| | datum | čas | událost | období | odhad | | konsensus | | předchozí | |
|-----------------|------------------|--------------|--|-------------------|-------|-----|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | | | m/m | y/y | m/m | y/y | m/m | y/y |
| Maďarsko | 26.4.2010 | 14:00 | Zasedání MNB (%) | 04/2010 | | | 5,25 | | 5,50 | |
| Německo | 27.4.2010 | 08:00 | Spotřebitelská důvěra GfK | 05/2010 | | | 3,3 | | 3,2 | |
| USA | 27.4.2010 | 15:00 | S&P/CS Index cen nemovitostí (%) | 02/2010 | | | | 1,3 | | -0,7 |
| USA | 27.4.2010 | 16:00 | Spotřebitelská důvěra | 04/2010 | | | 54,0 | | 52,5 | |
| Německo | 28.4.2010 | 08:00 | Inflace (%) | 04/2010 *P | | | 0,1 | 1,2 | 0,5 | 1,1 |
| Německo | 28.4.2010 | 08:00 | Harmonizovaná inflace (%) | 04/2010 *P | | | 0,1 | 1,2 | 0,6 | 1,2 |
| Maďarsko | 28.4.2010 | 09:00 | Míra nezaměstnanosti (%) | 03/2010 | | | 11,5 | | 11,4 | |
| SR | 28.4.2010 | 09:00 | Běžný účet (mld. EUR) | 02/2010 | | | | | | -223 |
| SR | 28.4.2010 | 09:00 | Ceny v průmyslu (%) | 03/2010 | | | | | | -1,6 |
| Polsko | 28.4.2010 | 14:00 | Zasedání RPP (%) | 04/2010 | | | 3,50 | | 3,50 | |
| USA | 28.4.2010 | 20:15 | Zasedání FOMC (%) | 04/2010 | | | 0,25 | | 0,25 | |
| Německo | 29.4.2010 | 09:55 | Míra nezaměstnanosti (%) | 04/2010 | | | 8,0 | | 8,0 | |
| EMU | 29.4.2010 | 10:00 | Peněžní zásoba M3 (%) | 03/2010 | | | | -0,1 | | -0,4 |
| EMU | 29.4.2010 | 11:00 | Index spotřebitelské důvěry | 04/2010 | | | | | | -15,0 |
| EMU | 29.4.2010 | 11:00 | Index ekonomické důvěry | 04/2010 | | | 99,3 | | 97,7 | |
| USA | 29.4.2010 | 14:30 | Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.) | 24.4. | | | 441 | | 456 | |
| USA | 29.4.2010 | 14:30 | Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.) | 17.4. | | | 4 613 | | 4 646 | |
| Maďarsko | 30.4.2010 | 09:00 | Výrobní ceny (%) | 03/2010 | | | | -3,5 | 0,9 | -2,8 |
| ČR | 30.4.2010 | 11:00 | Peněžní zásoba M2 (%) | 03/2010 | | | | | | 2,8 |
| EMU | 30.4.2010 | 11:00 | Inflace (%) | 04/2010 *P | | | | 1,5 | | 1,5 |
| EMU | 30.4.2010 | 11:00 | Míra nezaměstnanosti (%) | 03/2010 | | | 10,0 | | 10,0 | |
| USA | 30.4.2010 | 14:30 | Jádrový deflátor osobní spotřeby (%) | 1Q/2010 *A | | | 0,4 | | 1,8 | |
| USA | 30.4.2010 | 14:30 | Cenový index HDP (%) | 1Q/2010 *A | | | 0,9 | | 0,5 | |
| USA | 30.4.2010 | 14:30 | Soukromá spotřeba (%) | 1Q/2010 *A | | | 3,1 | | 1,6 | |
| USA | 30.4.2010 | 14:30 | HDP (%) | 1Q/2010 *A | | | 3,3 | | 5,6 | |
| USA | 30.4.2010 | 16:00 | Index nákupních manažerů z Chicaga | 04/2010 | | | 60,0 | | 58,8 | |
| USA | 30.4.2010 | 16:00 | Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan | 04/2010 *F | | | 71,0 | | 69,5 | |

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

| | | současná hodnota | VI.10 | IX.10 | XII.10 | III.11 | VI.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 | 5,25 | 5,00 | 4,75 | 4,50 | 4,50 | -25 bps | 23.2.2010 |
| Polsko | 2T inter. sazba | 3,50 | 3,50 | 3,50 | 3,50 | 3,75 | 4,00 | -25 bps | 25.6.2009 |

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

| | | současná hodnota | VI.10 | IX.10 | XII.10 | III.11 | VI.11 |
|----------|-----------|------------------|-------|-------|--------|--------|-------|
| Česko | PRIBOR 3M | 1,39 | 1,45 | 1,50 | 1,60 | 1,70 | 1,85 |
| Maďarsko | BUBOR 3M | 5,42 | 5,30 | 5,00 | 4,80 | 4,60 | 4,60 |
| Polsko | WIBOR 3M | 3,87 | 3,90 | 3,90 | 4,10 | 4,30 | 4,30 |

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

| | | současná hodnota | VI.10 | IX.10 | XII.10 | III.11 | VI.11 |
|----------|------------|------------------|-------|-------|--------|--------|-------|
| Česko | IRS 10 let | 3,12 | 3,35 | 3,45 | 3,70 | 3,85 | 4,02 |
| Maďarsko | | 6,00 | 6,00 | 6,00 | 6,00 | 6,00 | 6,00 |
| Polsko | | 5,34 | 5,00 | 5,00 | 5,00 | 5,20 | 5,50 |

Devizové kurzy (konec období)

| | | současná hodnota | VI.10 | IX.10 | XII.10 | III.11 | VI.11 |
|----------|---------|------------------|-------|-------|--------|--------|-------|
| Česko | EUR/CZK | 25,4 | 25,3 | 24,8 | 24,8 | 23,8 | 24,5 |
| Maďarsko | EUR/HUF | 264,5 | 275 | 270 | 265 | 265 | 260 |
| Polsko | EUR/PLN | 3,89 | 3,90 | 3,80 | 3,60 | 3,90 | 3,30 |

HDP

| | | Meziroční změna v % | | | | | |
|----------|--|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | Q4 2009 | Q1 2010 | Q2 2010 | Q3 2010 | Q4 2010 | Q1 2011 |
| Česko | | -3,1 | 1,4 | 1,7 | 1,5 | 1,4 | 1,7 |
| Maďarsko | | -5,3 | -3,0 | -1,5 | 0,5 | 1,0 | 2,0 |

Inflace

| | | Meziroční změna v % | | | | | |
|----------|--|---------------------|-------|-------|--------|--------|-------|
| | | III.10 | VI.10 | IX.10 | XII.10 | III.11 | VI.11 |
| Česko | | 0,7 | 1,4 | 2,1 | 2,1 | 2,0 | 1,9 |
| Maďarsko | | 5,9 | 4,7 | 4,2 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

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

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

| | | 2009 | 2010 |
|----------|--|------|------|
| Česko | | -5,9 | -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.