Analytický týdeník

- **Česká republika**
  ČNB a MNB nepřekvapily a ponechaly sazby beze změn 2
- **Výhled na týden**
  NBP ponechá sazby a rétoriku beze změny 4

Co stojí za výprodejem maďarských a polských dluhopisů?

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25,73	-0,13%	→	↘
EUR/PLN	4,114	1,11%	→	↘
EUR/HUF	283,8	1,24%	→	↘
3M PRIBOR	1,20	-0,03	→	→
3M WIBOR	3,85	0,01	→	→
3M BUBOR	5,25	0,00	→	→
10Y CZK	4,14	-0,07	→	→
10Y PLN	5,98	0,16	→	↘
10Y HUF	7,49	0,03	→	↘
3M EURIBOR	0,85	0,07	→	↗
10Y EMU	2,60	-0,10	→	↗

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Pojištění proti řeckým vládním dluhopisům (tzv. CDS) sice atakuje historická maxima, avšak česká, polská a maďarská CDS zůstávají v klidu. Odtud tedy nákaza z eurozóny středoevropským trhům zdá se příliš nehrozí. Méně je tomu však překvapivě u doma emitovaných vládních dluhopisů, které v Maďarku či v Polsku v posledních týdnech poměrně výrazně ztratily na hodnotě, přičemž v případě českých dluhopisů lze hovořit o stagnaci. Čím to je?

Obvyklá formulace vysvětlující výprodej relativně vysoko úročených vládních dluhopisů Maďarska a Polska by mohla být postavena tak, že za vším vězí aktuální nárůst averze vůči riziku na globálních trzích. Často to tak bývá, avšak tentokrát je to jen část pravdy.

Zastavme se nejprve u domácích faktorů, které přispěly k růstu výnosů v Maďarsku. Jak už jsme již na tomto místě psali, byla to nová maďarská vláda, která přilila nedávno oleje do ohně, když maďarský dluh přirovnala k řeckému, čímž přivodila na začátku června masivní výprodej dluhopisů. Od té doby se ceny maďarských dluhopisů částečně zotavily, ale nikoliv úplně.

Pokud jde o Polsko, zde trh dluhopisů musel přijmout dvě nepříliš dobré zprávy. Za prvé to byly výsledky prvního kola prezidentský voleb, které zesílily kampaň před kolem druhým, když mistr financí Rostowski postrašil voliče tím, že pokud zvítězí ve druhém kole bratr zesnulého prezidenta Kaczynského, bude to pro veřejné finance katastrofa. Výprodej dluhopisů pak přiživila relativně silná čísla z domácí ekonomiky, která ukazují na to, že růst bude silnější než si trh myslel, což pochopitelně přiživilo sázky na růst sazeb NBP.

Přestože domácí faktory, které přivodily výprodej na maďarském a polském trhu nechceme podceňovat, považujeme je spíše za dočasné negativní vlivy, které by měly rychle pominout a přerušit negativní trend posledních týdnů. Výnosy vládních dluhopisů v Maďarsku a Polsku jsou totiž relativně stále vysoko, přičemž zvyšování oficiálních sazeb relativně daleko, a tak dříve či později opět přilákají kupce.

ČNB a MNB nepřekvapily a ponechaly sazby beze změn

Petr Dufek, Jan Čermák

ČNB – 7:0 pro stabilní sazby. Přichází nový guvernér, politika centrální banky však zásadních změn zřejmě nedozná.

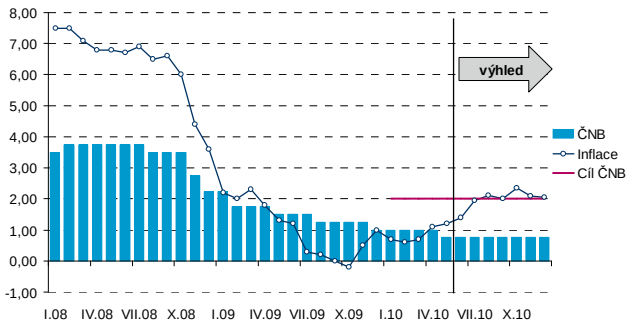
Bankovní rada ČNB se na svém červnovém zasedání – podle očekávání – rozhodla své úrokové sazby ponechat na stávající úrovni. Hlavní úroková sazba (dvoutýdenní repo) zůstává i nadále na historicky nejnižší úrovni 0,75 %, kam ji ČNB posunula na svém předchozím jednání. Inflace sice v posledních měsících roste (1,2 % y/y v květnu) a i nadále růst bude, nicméně v horizontu měnové politiky bude v blízkosti inflačního cíle. ČNB navíc uvádí, že rizika její prognózy jsou vyrovnaná, a že nové informace z ekonomiky jsou v souladu s touto její prognózou. Za proinflační riziko nyní ČNB považuje především kurz koruny, naopak protiinflační rizika vidí ve vývoji v zahraničí a na trhu práce. Předpokládáme, že ČNB svoji hlavní sazbu nebude muset měnit ani v dalších měsících. K prvnímu utažení měnové politiky tak dojde nejspíše až během první poloviny příštího roku. I nadále považujeme za hlavní riziko vývoje u nás především možné zpomalení evropské ekonomiky ve druhé polovině letošního roku. To by mj. znamenalo další utlumení inflace a tedy i ještě další prodloužení období rekordně nízkých úrokových sazeb. Rizikem na inflační straně budou potenciální vládní opatření na podporu příjmů státního rozpočtu, jako např. zvýšení sazby DPH, spotřebních daní atp. ČNB však při nastavování svých sazeb nemusí brát inflační dopady těchto opatření příliš v potaz, zvláště pak, když sami o sobě povedou k útlumu poptávky.

MNB opět ponechala sazby beze měn na rekordně nízké úrovni 5,25 %.

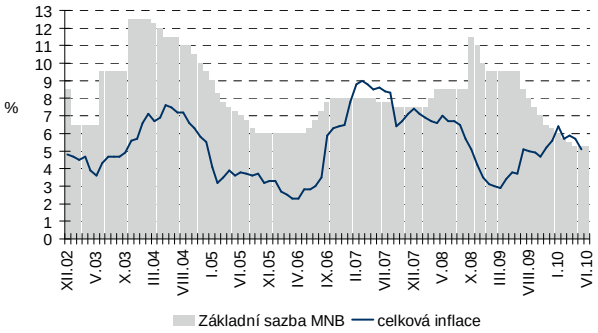
Maďarská centrální banka nechala základní sazbu beze změn a lehce kritizovala vládu, že svou rétorikou zvedla rizikové marže u maďarského dluhu. Mezi vládou a MNB to může jiskřit i do budoucna, neboť vláda hodlá zavést limity na platy ve veřejné sféře včetně centrální banky a té se to pochopitelně nelíbí.

Pokud jde o výhled na nejbližší měsíce – očekáváme, že MNB nebude sazby měnit, neboť bude vyčkávat jak by mohlo dopadnout jednání o obnovení úvěrového programu MMF/EU, který expiruje na podzim.

Hlavní sazba ČNB vs. výhled inflace

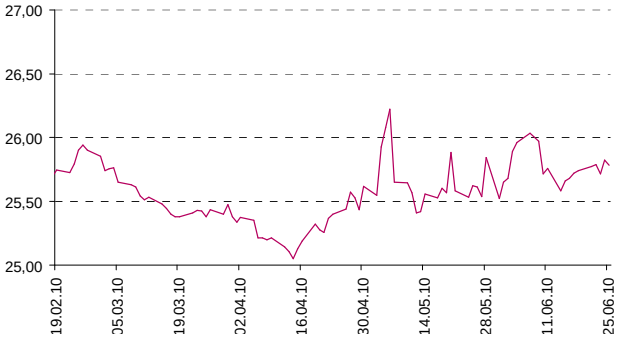


Základní úroková sazba MNB a inflace

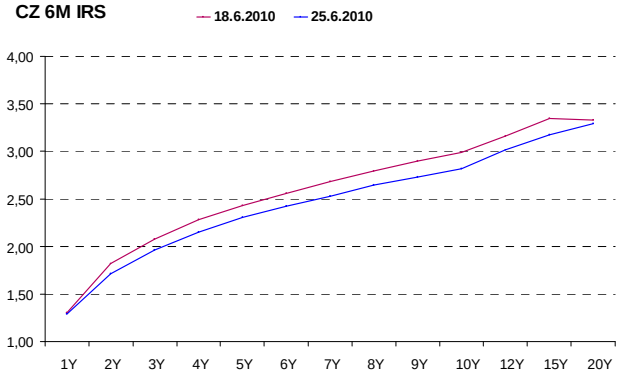


Přehled trhů

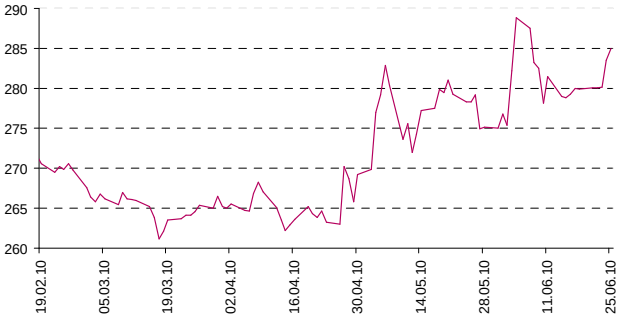
EURCZK



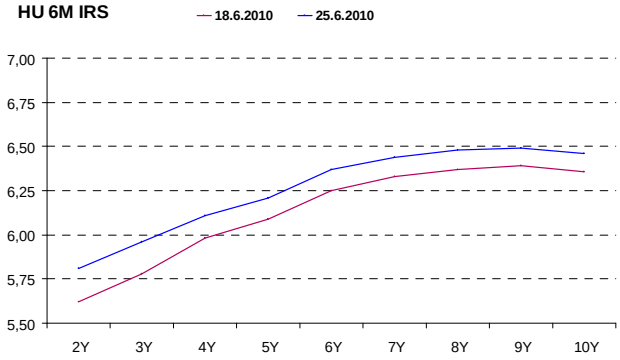
CZ 6M IRS



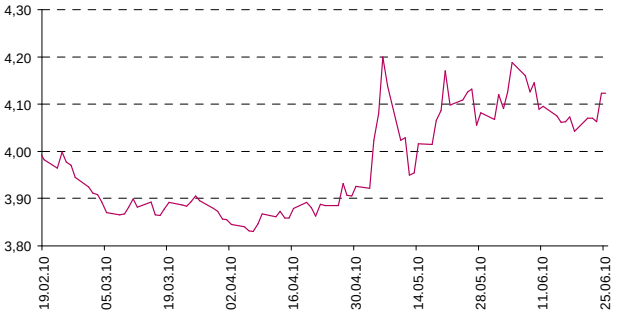
EURHUF



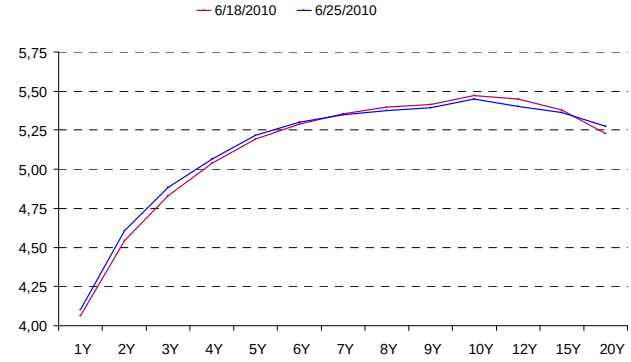
HU 6M IRS



EURPLN



PL 6M IRS



Klíčové očekávané události

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: Sazby a rétorika beze změny

Nehledě na sérii silných domácích čísel by polská centrální banka neměla měnit současnou neutrální rétoriku. I když se pomalu začínají projevovat některé jestřábí hlasy (Zielinska-Glebocka, Glapinski), věříme, že nový kormidelník centrální banky a s ním i většina členů bankovní rady nebude chtít se sazbami kvůli značným nejistotám spojeným s globálním oživením do konce roku hýbat. Utahování měnové politiky by se také přirozeně mohlo dít cestou posilování polské měny.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	28.6.2010	08:00	Harmonizovaná inflace (%)	06/2010 *P			0,2	1	0,1	1,2
Německo	28.6.2010	08:00	Inflace (%)	06/2010 *P			0,1	0,9	0,1	1,2
SR	28.6.2010	09:00	Ceny v průmyslu (%)	05/2010					0,6	-4,4
EMU	**28.6.2010**	**10:00**	**Peněžní zásoba M3 (%)**	**05/2010**				**0,4**		**-0,1**
USA	28.6.2010	14:30	Osobní příjmy (%)	05/2010			0,5		0,4	
USA	28.6.2010	14:30	Osobní výdaje (%)	05/2010			0,1			
USA	28.6.2010	14:30	Deflátor osobní spotřeby (%)	05/2010				1,8		2
USA	28.6.2010	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby (%)	05/2010			0,1	1,2	0,1	1,2
Maďarsko	29.6.2010	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	05/2010			11,6		11,8	
EMU	29.6.2010	11:00	Index ekonomické důvěry	06/2010			98,3		98,4	
EMU	29.6.2010	11:00	Index spotřebitelské důvěry	06/2010			-18		-17	
USA	29.6.2010	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí (%)	04/2010			3,4		2,3	
USA	**29.6.2010**	**16:00**	**Spotřebitelská důvěra**	**06/2010**			**62,5**		**63,3**	
Maďarsko	**30.6.2010**	**08:30**	**Běžný účet (mld. HUF)**	**1Q/2010**			**128**		**456**	
Maďarsko	30.6.2010	09:00	Výrobní ceny (%)	05/2010					1,6	-0,1
SR	30.6.2010	09:00	Běžný účet (mld. EUR)	04/2010					-70	
Německo	30.6.2010	09:55	Míra nezaměstnanosti (%)	06/2010			7,7		7,7	
ČR	30.6.2010	11:00	Peněžní zásoba M2 (%)	05/2010						5,2
EMU	**30.6.2010**	**11:00**	**Inflace (%)**	**06/2010 *P**				**1,5**		**1,6**
Polsko	30.6.2010	14:00	Běžný účet (mil. EUR)	1Q/2010			-1 158		-2 728	
Polsko	**30.6.2010**	**14:00**	**Zasedání RPP (%)**	**06/2010**			**3,5**		**3,5**	
USA	30.6.2010	14:15	Přírůstek pracovních sil v privátním sektoru (tis.,nsa)	06/2010			60		55	
USA	30.6.2010	16:00	Index nákupních manažerů z Chicaga	06/2010			59		59,7	

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
USA	1.7.2010	00:00	Prodej domácích automobilů (mil. USD)	06/2010			8,84		9,14	
USA	1.7.2010	00:00	Celkový prodej automobilů (mil. USD)	06/2010			11,6		11,64	
Německo	1.7.2010	08:00	Maloobchodní tržby (%)	05/2010			0,5		1	-3,1
EMU	1.7.2010	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu	06/2010 *F			55,7		55,6	
ČR	1.7.2010	14:00	Rozpočtové saldo (mld. CZK)	06/2010					-95,4	
SR	1.7.2010	14:00	Rozpočtové saldo (mld. EUR)	06/2010					-2 078	
USA	1.7.2010	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	19.6.					4 548	
USA	1.7.2010	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	26.6.			460		457	
USA	**1.7.2010**	**16:00**	**Index nákupních manažerů v průmyslu ISM**	**06/2010**			**59**		**59,7**	
USA	1.7.2010	16:00	Kontrakty na prodej domů (%)	05/2010			-15,2		6	24,6
USA	1.7.2010	16:00	Cenový subindex ISM	06/2010			72		77,5	
Maďarsko	2.7.2010	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	04/2010 *F					526,4	
EMU	2.7.2010	11:00	Výrobní ceny (%)	05/2010			0,2		0,9	2,8
EMU	2.7.2010	11:00	Míra nezaměstnanosti (%)	05/2010			10,1		10,1	
USA	**2.7.2010**	**14:30**	**Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství (tis.,nsa)**	**06/2010**	**-25**		**-110**		**431**	
USA	2.7.2010	14:30	Míra nezaměstnanosti (%)	06/2010			9,8		9,7	
USA	2.7.2010	14:30	Přírůstek pracovních sil (tis.,nsa)	06/2010			20		29	
USA	2.7.2010	14:30	Průměrná hodinová mzda (%)	06/2010			0,1	2	0,3	1,9
USA	2.7.2010	16:00	Tovární zakázky (%)	05/2010			-0,5		1,2	

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	VI.10	IX.10	XII.10	III.11	VI.11	poslední změna	
Česko	2T repo	*0,75*	0,75	0,75	0,75	1,00	1,25	-25 bps	6.5.2010
Maďarsko	2T depo	*5,25*	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	-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	*1,20*	1,20	1,15	1,22	1,35	1,60
Maďarsko	BUBOR 3M	*5,25*	5,30	5,10	5,00	5,00	5,00
Polsko	WIBOR 3M	*3,85*	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	*2,87*	3,25	3,45	3,65	3,80	3,95
Maďarsko		*6,46*	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Polsko		*5,43*	5,40	5,40	5,60	5,60	5,80

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	VI.10	IX.10	XII.10	III.11	VI.11
Česko	EUR/CZK	*25,7*	25,3	24,8	24,8	23,8	24,5
Maďarsko	EUR/HUF	*283,7*	275	270	265	265	260
Polsko	EUR/PLN	*4,11*	4,00	3,90	3,60	3,90	3,60

HDP

Meziroční změna v %

		Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011	Q3 2011
Česko		1,7	1,5	1,4	1,7	2,3	2,6
Maďarsko		-5,3	-3,0	-1,5	0,5	1,0	2,0

Inflace

Meziroční změna v %

		VI.10	IX.10	XII.10	III.11	VI.11	IX.11
Česko		1,4	2,1	2,1	2,0	1,9	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	-0,7
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.