



● Česká republika

Může koruna dál porážet polský zlotý? 2

● Výhled na týden

ČNB sazby nezmění, ale zmíní korunu jako protiinflační faktor 4

Česká koruna se opět utrhla ze řetězu a posiluje

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24,80	-1,52%	↗	→
EUR/PLN	4,019	-1,34%	↑	↗
EUR/HUF	285,5	-0,68%	↑	↗
3M PRIBOR	1,22	-0,01	→	→
3M WIBOR	3,82	0,01	→	→
3M BUBOR	0,00	0,00	↗	↗
10Y CZK	3,76	0,06	↗	↗
10Y PLN	5,86	0,04	↗	↗
10Y HUF	7,09	-0,16	↗	↗
3M EURIBOR	0,84	-0,21	↗	→
10Y EMU	2,66	-0,03	↘	↘

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Česká koruna se opět utrhla ze řetězu a válčuje nejen hlavní světové měny, jako je euro či dolar, ale i své výše úročené konkurenty ze střední Evropy. Ač posun koruny na nová 20-ti měsíční maxima byl spíše technickou záležitostí, v pozadí posílení koruny pochopitelně stojí fundamenty české ekonomiky, které jsou v relativním srovnání stále velmi dobré.

Vše pochopitelně začíná u velmi zdravě se vyvíjející platební bilance, která nyní těží nejen z přebytkového zahraničního obchodu a trvalého přílivu přímých zahraničních investic, ale i rostoucích transferů ze strukturálních fondů EU. Pokud k tomu všemu připočteme vznik vlády, která začala okamžitě po nástupu ke kormidlu škrtnout v rozpočtu, což podnítilo ratingové agentury k úvahám o zvýšení hodnocení ČR, není divu, že koruna je tam, kde je, a že Wall Street Journal píše, že české dluhopisy jsou skvělá investice.

Koruna se tedy fundamentálně zdá být odsouzena k posilování – otázka však zní, jak rychlému. Když měnový pár EUR/CZK propadl v roce 2008 pod hladinu 23,0 řada lidí viděla úroveň 20,0 prakticky na dostřel. Realita byla však dramaticky jiná, když pár EUR/CZK do půl roku testoval hodnotu 30,0. V tomto období se totiž ukázala přednost i slabost české ekonomiky, které vyplývá z její vysoké procykličnosti, resp. vysoké vazby na německou exportní produkci.

Jestli tedy něco může korunu zastavit, tak to nebude ČNB, které se síla měny nemusí líbit, ale spíše obavy o sílu světové konjunktury. V tomto ohledu jsme pro následujících několik měsíců lehce skeptičtí, a proto tolik koruně nefandíme, byť technicky vzato vše vypadá nadmíru růžově

Může koruna dál porážet polský zlotý?

Jan Bureš

Česká koruna prorazila důležité technické úrovně, zatímco polský zlotý zaostává.

Zlotému by přitom měly pomáhat vyšší carry a rychlejší růst ekonomiky.

Investoři se ale bojí polských veřejných financí. Koruně dávají větší šance kvůli proreformě orientované vládě a vyšší vazbě na silné Německo.

Relativní podhodnocenost zlotého a dostatečný manévrovací prostor při financování deficitů VF by ale měly další ztráty PLN vůči CZK zastavit.

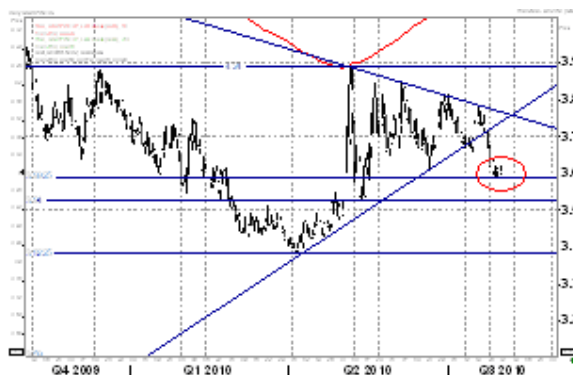
Tento týden jsme varovali, že střední Evropa se ocitá na důležité technické křižovatce a může si otevřít cestu k dalším ziskům (viz technický alert 28.7). Zatímco koruna prorazila důležité úrovně (24,975 EUR/CZK), zlotý ale s posunem dál váhá a nechce se mu pod 4,00 EUR/PLN (viz grafy níže). Vůči české koruně tak v posledních několika dnech poměrně výrazně ztrácel. Je tento vývoj dlouhodobě udržitelný?

Polská ekonomika roste rychleji a nabízí podstatně vyšší carry (úrokový diferenciál vůči dolaru i euru), a tak na první pohled neexistuje žádný důvod, proč by v časech regionálního a globálního optimismu měl zlotý zaostávat za níže úročenou korunou.

Tábor zastávající silnější korunu má na své straně ale také několik pádných argumentů. Poslední překvapivě dobrá čísla z Německa v čele se silnou podnikatelskou náladou v průmyslu (Ifo) nahrávají zemím nejtěsněji navázaným na největší evropskou ekonomiku. Ze střední Evropy nemá nikdo tak silnou expozici vůči Německu jako Česko, které dokáže z jeho úspěchu vytěžit o poznání víc než větší a uzavřenější Polsko. Na druhou stranu polský růst v posledních kvartálech spolehlivě český překonával a i se zlepšujícím se sentimentem v Německu (otázkou také je, jak dlouho vydrží) na tom nic nezmění. Zmenšování rozdílu v dynamice růstu se sice také dá použít jako argument pro slabší zlotý, ale těžko ve chvíli, kdy česká koruna zůstává na frontě se zlotým vůči dlouhodobému průměru (z let 2005-2008) silnější skoro o 15%.

Druhým závažnějším argumentem pro slabší zlotý a silnější korunu může být fiskální politika. Obě země mají neudržitelně vysoké deficity veřejných financí a musí reformovat. Polsko má ale o poznání vyšší strukturální deficit (takový, který není čistě dílem propadu HDP) – v tomto roce se deficit vyšplhá k 7% HDP, a to po 3%ním růstu ekonomiky. I když obě země mají v plánu srazit deficit pod 3% do roku 2013, české plány zní věrohodněji. Strukturální deficit je nižší (české ekonomice může více pomoci hospodářské oživení) a středopravá vláda má pohodlnou většinu s jasně úsporným programem a má před sebou na rozdíl od Polska čtyři roky vlády. Polsko v příštím roce čekají parlamentní volby a rok nato mistrovství Evropy ve fotbale. V takovém prostředí se spoří o poznání hůř. Na druhé straně ale relativně nízký dluh, solidní vnější rovnováha a pokračující příjmy z privatizací nečiní tyto z fiskálních problémů akutní noční můru. Proto nevěříme, že polský zlotý nemá dnes příliš pádných důvodů k rozšiřování ztrát vůči české měně.

EUR/PLN



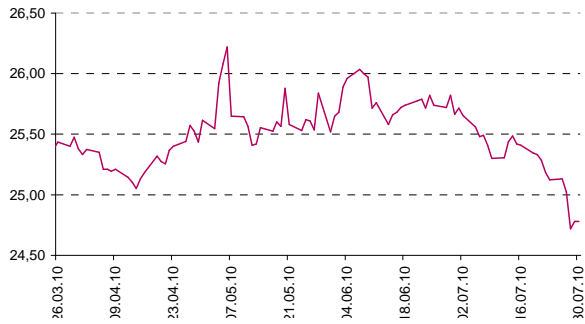
EUR/CZK



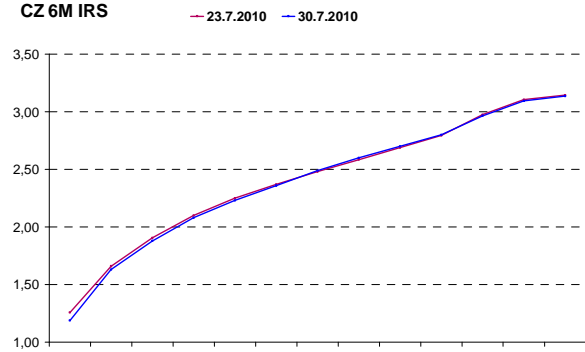
Přehled trhů

Autor4

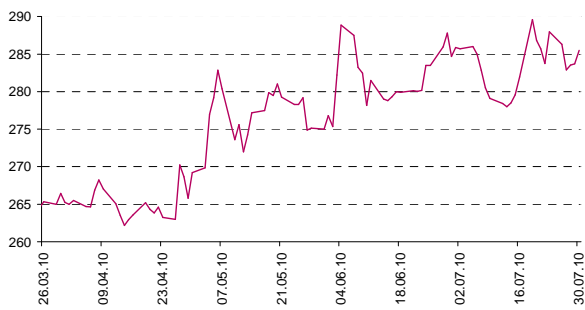
EURCZK



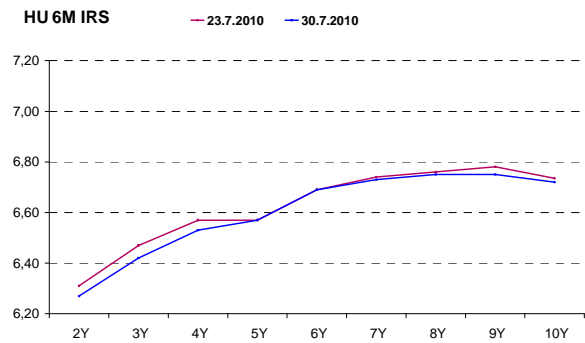
CZ 6M IRS



EURHUF



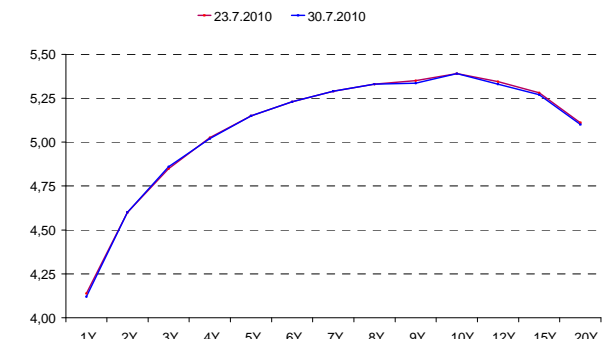
HU 6M IRS



EURPLN



PLN 6M IRS



Klíčové očekávané události

ČT 13:00, CZ Zasedání ČNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	0,75	5/2010
změna v p. bodech	0	-25

PÁ 9:00, CZ Průmyslová výroba (% , y/y)

	VI.10	V.10	VI.09
Měsíčně	9,5	16,9	-12,8
kumul. od ledna	9,9	10,0	-19,0

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

	VI.10	V.10	VI.09
Saldo	19,3	12,3	20,3
kumulativ. od ledna	94,1	74,7	79,8
Export (% , y/y)	16,0	24,4	-15,1
Import (% , y/y)	18,5	25,9	-19,3

PO 9:00, CZ Inflace (% , m/m)

	VII.10	VI.10	VII.09
Inflace	0,3	0,0	-0,4
Potraviny	0,5	0,3	-2,4
Bydlení a energie	0,5	0,0	-0,3

ČR: Sazby ČNB zůstanou beze změny

Na svém srpnovém zasedání bude bankovní rada ČNB probírat novou inflační prognózu, která by měla potvrdit trend rychlého přiblížování inflace dvouprocentnímu cíli. Na druhé straně by ovšem měla indikovat absenci inflačních rizik pro období jednoho roku. Předpokládáme proto, že centrální banka ponechá úrokové sazby beze změny. Ve vyčkávání by ČNB mohla – vzhledem k nejistým výhledům ekonomiky – pokračovat i po zbytek roku. První zvýšení úrokových sazeb tak může přijít na řadu nejdříve až v průběhu první poloviny příštího roku.

ČR: Průmysl pokračuje v rychlém růstu

Předpokládáme, že průmysl vykáže velmi dobré výsledky i za červen. Jak už naznačovaly zakázky, průmyslovým firmám se dařilo dohánět mezeru vzniklou loňským bezprecedentním propadem. Dvojciferná tempa růstu můžeme opět očekávat u automobilového průmyslu, výroby kovů a elektroniky. Slabší bude opět výsledek jednoho z tradičních tuzemských oborů – strojírenství. Za celý letošní rok by průmysl mohl vykázat vzestup o šest procent, zatímco loni se propadal o 13,6 %.

ČR: Za přebytkem obchodu stojí auta

Velmi dobrý výsledek odhadujeme i pro červnový zahraniční obchod. Předpokládáme dvojciferný nárůst exportu a importu a jen velmi mírné meziočasně zhoršení salda obchodu v důsledku dražších surovin. Vývoj obchodní bilance bez započtení ropy a zemního plynu by měl pokračovat ve velmi příznivém trendu, za kterým stojí rostoucí zahraniční poptávka. Pozitivní dopad na výsledek obchodu má i pokračující útlum poptávky na domácím trhu. Za celý letošní rok by se přebytek obchodu mohl pohybovat okolo 150 mld. korun, a to i navzdory vyšším korunovým cenám dovážených surovin.

ČR: Inflace se přiblíží na dosah cíle ČNB

Za růstem spotřebitelských cen v červenci stály především sezónně vyšší ceny rekreací a zdražení zemního plynu pro domácnosti. Nelze ovšem vyloučit, že by v důsledku vyšších cen některých potravin mohla být meziměsíční inflace i vyšší. V meziočasném srovnání se inflace dostane do blízkosti inflačního cíle ČNB, která na tento fakt nemusí nijak reagovat. Za inflací totiž stojí i nadále především regulované ceny, daňové změny a nevyzpytatelná cena surovin na světových trzích. Celkově jde o faktory, které leží mimo vliv centrální banky. Navíc, domácí poptávka zůstává i nadále utlučená.

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	8/2	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu	07/2010					55.6	
EMU	8/2	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu	07/2010 *F					56.5	
SR	8/2	14:00	Rozpočtové saldo (mld. EUR)	07/2010					-2,439	
ČR	8/2	14:00	Rozpočtové saldo (mld. CZK)	07/2010					-75.7	
USA	8/2	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM	07/2010			55		56.2	
USA	8/2	16:00	Cenový subindex ISM	07/2010					57	
EMU	8/3	11:00	Výrobní ceny (%)	06/2010					0.3	3.1
USA	8/3	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby (%)	06/2010			0.2		0.2	1.3
USA	8/3	14:30	Osobní příjmy (%)	06/2010			0.2		0.4	
USA	8/3	14:30	Deflátor osobní spotřeby (%)	06/2010						1.9
USA	8/3	14:30	Osobní výdaje (%)	06/2010			0.1		0.2	
USA	8/3	16:00	Celkový prodej automobilů (mil. USD)	07/2010			11.8		11.08	
USA	8/3	16:00	Kontrakty na prodej domů (%)	06/2010			4		-30	-15.6
USA	8/3	16:00	Tovární zakázky (%)	06/2010			0.5		-1.4	
USA	8/3	23:00	Prodej domácích automobilů (mil. USD)	07/2010			8.7		8.57	
SR	8/4	09:00	Maloobchodní tržby (%)	06/2010						-3.1
EMU	8/4	10:00	Index nákupních manažerů ve službách	07/2010 *F					56	
EMU	8/4	11:00	Maloobchodní tržby (%)	06/2010					0.2	0.3
ČR	8/4	12:00	Aukce st. dluhopisu 2,80%/2013 (mld. CZK)	08/2010			7			
USA	8/4	14:15	Přírůstek pracovních sil v privátním sektoru (tis.,nsa)	07/2010			30		13	
USA	8/4	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM	07/2010			53.6		53.8	
Maďarsko	8/5	09:00	Průmyslová výroba (%)	06/2010 *P					5.4	13.7
Německo	8/5	12:00	Tovární zakázky (%)	06/2010					-0.5	24.8
ČR	8/5	12:30	Zasedání ČNB (%)	08/2010	0.75		0.75		0.75	
EMU	8/5	13:45	Zasedání ECB (%)	08/2010			1		1	
USA	8/5	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	31.7.						
USA	8/5	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	24.7.						
ČR	8/6	09:00	Průmyslová výroba (%)	06/2010			9.5			16.9
Maďarsko	8/6	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	06/2010 *P						
ČR	8/6	09:00	Stavební výroba (%)	06/2010						0.5
ČR	8/6	09:00	Maloobchodní tržby (%)	06/2010			3			3.1
ČR	8/6	09:00	Obchodní bilance (mld. CZK)	06/2010	19.3				12.3	
Německo	8/6	12:00	Průmyslová výroba (%)	06/2010					2.6	12.4
USA	8/6	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství (tis.,nsa)	07/2010	-56		-98		-125	
USA	8/6	14:30	Přírůstek pracovních sil (tis.,nsa)	07/2010					9	

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
USA	8/6	14:30	Míra nezaměstnanosti (%)	07/2010			9.6		9.5	
USA	8/6	14:30	Průměrná hodinová mzda (%)	07/2010			0.1		-0.1	1.7

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; Sřídenní 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	1,22	1,20	1,15	1,22	1,35	1,60
Maďarsko	BUBOR 3M	5,32	5,30	5,10	5,00	5,00	5,00
Polsko	WIBOR 3M	3,82	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	2,83	3,25	3,45	3,65	3,80	3,95
Maďarsko		6,80	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Polsko		5,37	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	24,8	25,3	24,8	24,8	23,8	24,5
Maďarsko	EUR/HUF	285,9	275	270	265	265	260
Polsko	EUR/PLN	4,02	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	-1,4
Maďarsko	1,6	0,5

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

	2009	2010
Česko	-5,9	-5,5
Maďarsko	-3,9	-3,8

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 jejich 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.