



## ● Česká republika a Polsko

Letem světem napříč centrálními bankami 2

## ● Výhled na týden

Maďarsko i Česká republika představí klíčové fundamenty měsíce 4

## Centrální banky v regionu spolu ladí jen na oko

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24,43	-0,72%	↗	↗
EUR/PLN	3,944	-0,67%	↗	↗
EUR/HUF	273,8	-1,81%	↗	↗
3M PRIBOR	1,22	0,01	→	→
3M WIBOR	3,84	0,01	→	↗
3M BUBOR	5,35	-0,03	↗	↗
10Y CZK	3,30	-0,06	→	→
10Y PLN	5,46	-0,03	→	↗
10Y HUF	6,50	-0,24	↗	↗
3M EURIBOR	1,00	0,13	→	→
10Y EMU	2,32	0,04	↘	↘

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Centrální banky ve střední Evropě se tento týden vydaly na cestu latentní divergence a to přesto, že inflační cíle nejsou v roce 2011 ohroženy a domácí měny se obchodují na relativně silných úrovních. Poslední zasedání ČNB, MNB a NBP se sice podle očekávání obešla beze změny úrokových sazeb, nicméně komentáře k rozhodnutí jednotlivých centrálních bank naznačují, že každá z bank sleduje poněkud jiný příběh.

Patrně nejodlišněji se chová jako již tradičně maďarská centrální banka, která prozatím vyčkává na to s čím vláda vyrukuje pokud jde o očekávané fiskální škrty ze strany Orbánovy vlády. Budou-li přitom tyto škrty výrazné a tedy přijaty trhy pozitivně, můžeme se dočkat tlaku na další redukci úrokové sazby, kterou na posledním zasedání požadoval jeden ze členů bankovní rady.

Tak jako v případě MNB, ani hlasování o úrokových sazbách bankovní rady ČNB nebylo jednotné. Na rozdíl od maďarské centrální banky se však uvnitř ČNB našel jeden jestřáb, který požadoval zvýšení repo sazby již v září. Získat více přívrženců uvnitř bankovní rady pro zvýšení sazeb ČNB bude možná v dohledné době obtížné, avšak poslední zápis ze zasedání české centrální banky naznačuje, že diskuse o zvýšení repo sazby v této instituci zjevně začala.

Paradoxně nejvyváženější komentář k rozhodnutí o úrokových sazbách měla tento týden polská NBP. Podle našeho názoru však spokojenost banky s (aktuálně) nízkou inflací bude ještě do konce tohoto roku vystřídána znepokojením ze silného růstu (především investic), který by si měl vyžádat zvýšení oficiální úrokové sazby v USA.

## Letem světem napříč centrálními bankami regionu

Jan Bureš, Jan Čermák

### ***Je Eva Zamrazilová jediným skutečným jestřábem ČNB?***

Česká národní banka odhalila, že jediným pravým jestřábem v jejích řadách je Eva Zamrazilová. V kritickém pohledu na delší období rekordně nízkých úrokových sazeb ji museli ale podle zápisu přitakávat ještě další členové. Diskomfort se ukazuje při varování před možným zaděláváním na budoucí finanční nestabilitu (bubliny nejrůznějšího typu), ke které mohou vést rekordně levné peníze. Sami centrální bankéři ale v diskusi přiznávají, že rekordně nízké základní sazby se zatím nepromítly do vyšší úvěrové aktivity. Současně zůstávají relativně vysoké reálné sazby z nově poskytnutých úvěrů. Navíc ekonomika i inflace šlape podobně, jak si ČNB nakreslila ve své poslední prognóze, která implicitně počítá s růstem sazeb v druhé polovině roku 2011. My tedy zatím nemáme příliš důvodů měnit náš základní scénář na ČNB – první růst sazeb ve druhém kvartále 2011.

### ***Komentář MNB o sazbách obsahoval i zmínku na negativní dopad silného kurzu švýcarského franku.***

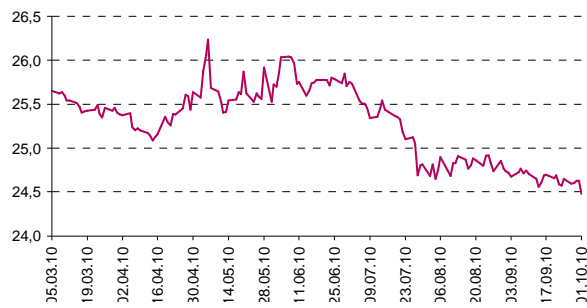
Maďarská centrální banka sice stejně jako ČNB sazby nezměnila, ale našly se zde dva hlasy pro jejich snížení. Pro snížení však prostor zatím není, mimo jiné i vinou silného švýcarského franku vůči forintu. MNB se (stejně jako my na tomto místě před několika týdny) obává, že silný frank by mohl zatížit negativně hospodaření domácností, které mají půjčky ve švýcarské měně. MNB se explicitně obává zvýšené míry defaultu, což by se mohlo projevit v horším hospodaření komerčních bank a následném přitvrzení úvěrových kanálů. Další snížení sazeb tak bude opět podmíněno chováním trhů a konkrétně kurzu CHF/HUF.

### ***Jestřábi v polské centrální bance stále v defenzivě. Věříme, že se to do konce roku změní.***

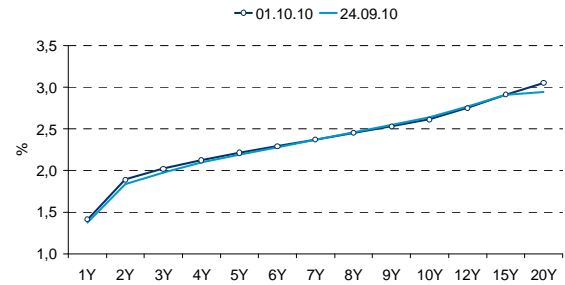
U našich severních sousedů v Polsku se centrální banka mezitím rozhodla ponechat sazby znovu beze změny. K našemu zklamání bohužel téměř beze změn končí i komentář NBP, který svým neutrálním vyzněním naznačuje pro nejbližší měsíce stabilitu sazeb. To jde proti našemu scénáři prvního utažení měnových šroubů do konce roku 2010. Věříme ale stále, že NBP svůj postoj do konce roku přehodnotí. Katalyzátorem změny může být na jedné straně sílící domácí poptávka a zlepšující se situace na trhu práce. Na straně druhé může být vítaným argumentem pokračující nízká fiskální disciplína. S napětím budeme sledovat zasedání již příští měsíc, kdy bude na stole nová inflační prognóza.

## Přehled trhů

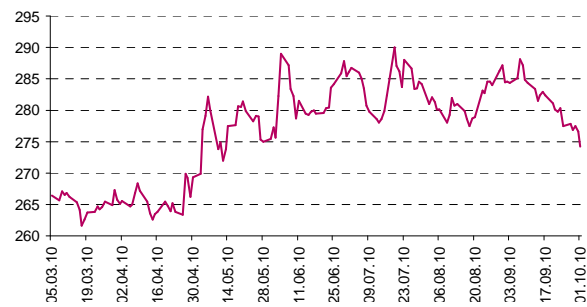
EURCZK



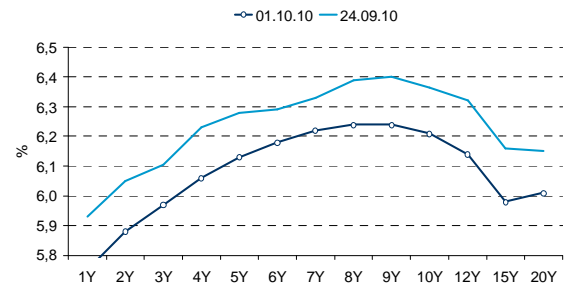
CZ IRS



EURHUF



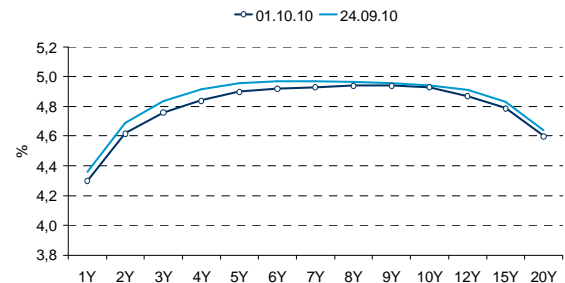
HU IRS



EURPLN



PL IRS



## Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	4.10.2010	11:00	Výrobní ceny (%)	08/2010			0,2	3,7	0,2	4,0
USA	4.10.2010	16:00	Kontrakty na prodej domů (%)	08/2010			2,1		5,2	-20,1
USA	4.10.2010	16:00	Tovární zakázky (%)	08/2010			-0,4		0,1	
SR	5.10.2010	09:00	Maloobchodní tržby (%)	08/2010						-1,6
EMU	5.10.2010	10:00	Index nákupních manažerů ve službách	09/2010 *F			53,6		53,6	
UK	5.10.2010	10:30	Index nákupních manažerů ve službách	09/2010			51,0		51,3	
EMU	5.10.2010	11:00	Maloobchodní tržby (%)	08/2010			0,2		0,1	1,1
USA	5.10.2010	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM	09/2010			52,0		51,5	
Maďarsko	6.10.2010	09:00	Průmyslová výroba (%)	08/2010 *P					-1,1	11,5
<b>EMU</b>	<b>6.10.2010</b>	<b>11:00</b>	<b>HDP (%)</b>	<b>2Q/2010 *F</b>			<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>
Německo	6.10.2010	12:00	Tovární zakázky (%)	08/2010			1,0		-2,2	17,7
<b>ČR</b>	<b>6.10.2010</b>	<b>12:00</b>	<b>Aukce st. dluhopisu 3,40%/2015 (mld. CZK)</b>	<b>10/2010</b>			<b>5</b>			
USA	6.10.2010	14:15	Přírůstek pracovních sil v privátním sektoru (tis.,nsa)	09/2010			20		-10	
Francie	7.10.2010	08:45	Obchodní bilance (mld. EUR)	08/2010			-3,7		-4,2	
ČR	7.10.2010	09:00	Průmyslová výroba (%)	08/2010				8,0		5,3
ČR	7.10.2010	09:00	Maloobchodní tržby (%)	08/2010				3,3		-1,0
<b>ČR</b>	<b>7.10.2010</b>	<b>09:00</b>	<b>Obchodní bilance (mld. CZK)</b>	<b>08/2010</b>	<b>5,5</b>				<b>6,3</b>	
Maďarsko	7.10.2010	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	08/2010 *P					240,7	
ČR	7.10.2010	09:00	Stavební výroba (%)	08/2010						-4,5
UK	7.10.2010	10:30	Průmyslová výroba (%)	08/2010			0,3	4,2	0,3	1,9
Německo	7.10.2010	12:00	Průmyslová výroba (%)	08/2010			0,5		0,1	10,9
<b>UK</b>	<b>7.10.2010</b>	<b>13:00</b>	<b>Zasedání BoE (%)</b>	<b>10/2010</b>			<b>0,50</b>		<b>0,50</b>	
<b>EMU</b>	<b>7.10.2010</b>	<b>13:45</b>	<b>Zasedání ECB (%)</b>	<b>10/2010</b>			<b>1,00</b>		<b>1,00</b>	
USA	7.10.2010	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	25.9.					4 457	
USA	7.10.2010	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	2.10.			455		453	
Maďarsko	7.10.2010	17:00	Rozpočtové saldo (mld. HUF)	09/2010					-1 081,4	

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	8.10.2010	08:00	Obchodní bilance (mld. EUR)	08/2010			11,3		13,5	
Německo	8.10.2010	08:00	Běžný účet (mld. EUR)	08/2010					9,0	
SR	8.10.2010	09:00	Průmyslová výroba (%)	08/2010						16,8
ČR	8.10.2010	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	09/2010	8,6				8,6	
SR	8.10.2010	09:00	Stavební výroba (%)	08/2010						-3,3
UK	8.10.2010	10:30	Výrobní ceny - výstupy (%)	09/2010			0,2	4,4	0,0	4,7
UK	8.10.2010	10:30	Výrobní ceny - vstupy (%)	09/2010			0,4	8,6	-0,5	8,1
USA	8.10.2010	14:30	Přírůstek pracovních sil (tis.,nsa)	09/2010			6		-27	
USA	8.10.2010	14:30	Míra nezaměstnanosti (%)	09/2010			9,7		9,6	
USA	8.10.2010	14:30	Průměrná hodinová mzda (%)	09/2010			0,2	1,8	0,3	1,7
USA	8.10.2010	14:30	Průměrná délka pracovního týdne	09/2010			34,2		34,2	
<b>USA</b>	<b>8.10.2010</b>	<b>14:30</b>	<b>Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství (tis.,nsa)</b>	<b>09/2010</b>	<b>-67</b>		<b>5</b>		<b>-54</b>	

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	IX.10	XII.10	III.11	VI.11	IX.11	poslední změna	
Česko	2T repo	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	-25 bps	6.5.2010
Maďarsko	2T depo	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	-25 bps	23.2.2010
Polsko	2T inter. sazba	3,50	3,50	3,75	3,75	4,00	4,00	-25 bps	25.6.2009

### Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	IX.10	XII.10	III.11	VI.11	IX.11
Česko	PRIBOR 3M	+1,22	1,20	1,20	1,25	1,35	1,55
Maďarsko	BUBOR 3M	+5,36	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
Polsko	WIBOR 3M	+3,84	3,90	3,90	4,10	4,30	4,30

### Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	IX.10	XII.10	III.11	VI.11	IX.11
Česko	IRS 10 let	26100,00	2,65	2,75	2,90	3,05	3,15
Maďarsko		6240,00	6,50	6,50	6,25	6,00	6,00
Polsko		49200,00	4,95	5,00	5,60	5,60	5,80

### Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	IX.10	XII.10	III.11	VI.11	IX.11
Česko	EUR/CZK	24470,0	24,8	24,5	24,6	24,6	24,0
Maďarsko	EUR/HUF	274100,0	280	280	275	275	275
Polsko	EUR/PLN	39462,00	4,00	3,90	3,60	3,70	3,60

### HDP

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

### Inflace

		Meziroční změna v %					
		IX.10	XII.10	III.11	VI.11	IX.11	XII.11
Česko		1,9	2,0	2,0	2,1	2,4	2,5
Maďarsko		4,2	3,5	3,4	3,2	2,8	3,2

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.