



• Česká republika

ČNB předpokládá růst sazeb mnohem později 2

• Výhled na týden

Český HDP ve třetím kvartále zřejmě lehce ubral na tempu 4

Přechodná divergence středoevropských měn na obzoru

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24,58	-0,13%	→	↗
EUR/PLN	3,901	-1,67%	→	↘
EUR/HUF	273,7	0,67%	→	→
3M PRIBOR	1,22	0,02	→	→
3M WIBOR	3,85	0,00	↗	↗
3M BUBOR	5,35	0,00	↗	↗
10Y CZK	3,43	-0,18	↗	↗
10Y PLN	5,66	0,02	↗	↗
10Y HUF	6,89	0,01	↗	↗
3M EURIBOR	1,13	0,05	↗	↗
10Y EMU	2,39	-0,13	↗	↗

Poslední hodnotyz Pátku 15:30

Málokdy se stane, aby korelace středoevropských měn tak výrazně poklesla jako v uplynulém týdnu. V pozadí nemůže být pochopitelně nic jiného než domácí specifické faktory, které způsobují, že každá změna si tak trochu jde svou vlastní cestou. Co je zatím?

Začněme polským zlotým, který zjevně těží z rostoucích očekávání, že polská centrální banka zvýší v dohledné době úrokové sazby. Zjištění, že dva z neutrálně vystupujících členů polského Výboru pro měnovou politiku hlasovali již v srpnu pro zvýšení úrokových sazeb naznačuje, že jestřábi v NBP začínají mít postupně navrch. Očekávání, že NBP v listopadu či v prosinci (což je náš základní scénář) zvýší oficiální úrokovou sazbu tudíž začala sílit a s nimi i polská měna.

Za pohyby české měny stojí rovněž centrální banka – ovšem v opačném gardu. Zde zasedání ČNB přineslo až překvapivě holubičí tón na což koruna reagovala negativně, neboť trh tak trochu sázel na to, že by ČNB mohla svoji polskou kolegyni následovat. To se ovšem po zveřejnění poměrně pesimistické makro prognózy nyní nejeví jako pravděpodobné.

A konečně forint si tak trochu začíná žít svým vlastním životem, což souvisí s narůstajícím rozladěním trhů z poledních fiskálních opatření vlády, které se sice jeví jako fiskálně efektivní v krátkém období, v tom dlouhém ovšem přinášejí řadu otázek.

Neočekáváme, že by divergence středoevropských měnových párů měla dlouhého trvání. Na druhou stranu nevylučujeme, že krátkodobě se ještě může tento vývoj zvýraznit, neboť příběhy jednotlivých středoevropských ekonomik vypadají v tuto chvíli opravdu poněkud odlišně. Tato divergence pak může být ještě zesílena v okamžiku, kdy předpoklad stabilních sazeb (v ČR) na jedné straně a očekávaného startu utahování měnové politiky na straně druhé rozjede regionální carry trade obchody.

ČNB předpokládá růst sazeb mnohem později

Petr Dufek

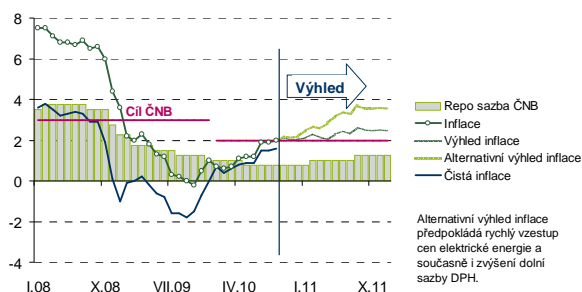
Aktuální skóre: 5:1 pro stabilní sazby. Holubičí tón ještě více posiluje.

Rizika nové prognózy považuje centrální banka za vyrovnaná a slabá.

Na svém čtvrtěním zasedání bankovní rada ponechala úrokové sazby ČNB beze změny. Pro toto rozhodnutí hlasovalo 5 ze šesti zúčastněných. Jeden hlas zazněl opět pro zvýšení sazeb o 0,25 procentního bodu. Bankovní rada projednala zároveň i novou prognózu ČNB, která předpokládá, ve srovnání s tou předchozí, mnohem příznivější výsledek ekonomiky za rok 2010 a podstatně horší v roce následujícím. Celkové vyznění prognózy je ještě více holubičí než v případě té předchozí. ČNB předpokládá v horizontu měnové politiky inflaci velmi blízko cíle, nicméně současně předpokládá výrazné zpomalení ekonomického růstu v roce 2011 až na 1,2 %. Česká ekonomika by tak měla růst téměř o polovinu pomaleji než eurozóna. Celková prognóza vyznívá ve prospěch pomalejšího zvyšování úrokových sazeb v příštím roce. Z prezentace ČNB můžeme citovat následující závěr: „s prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb poblíž stávající úrovně, následovaná jejich pozvolným růstem na delším konci prognózy.“

ČNB vnímá jedno slabé proinflační riziko v podobě vyšších světových cen surovin a cen zemědělských výrobců. A zároveň i jedno slabé protiinflační riziko, a sice vyšší než očekávané protiinflační dopady fiskální konsolidace ve světě. Nejistoty plynoucí z těchto rizik přitom guvernér považuje za vyšší než v minulosti. Novou inflační prognózou dává centrální banka najevo, že se zvyšováním sazeb opravdu nehdlá pospíchat a spíše jej vidí na ještě pozdější dobu než v předchozích měsících. Nová inflační prognóza se jeví jako poměrně optimistická s ohledem na očekávaný vývoj cen potravin a regulovaných cen. Proto spíše očekáváme krátkodobý vzestup inflace nad úroveň cíle už na začátku příštího roku. Inflačními nejistotami zůstává i nadále rozsah deregulací a dalších administrativních zásahů, o kterých se zatím jen diskutuje. Další nejistota pramení z vývoje cen potravin, jejichž vzestup ještě stále není u konce. Situace tak může v příštím roce spíše nahrát k dřívějšímu než pozdějšímu zvýšení sazeb. **Předpokládáme proto, že k navýšení sazeb ČNB sáhne už v polovině příštího roku, tedy dříve než v dnes oznámeném ročním či jedno a půlletém horizontu.** Samozřejmě rozhodnou jako vždy především aktuální výsledky z ekonomiky, které jsou v tuto chvíli více než nejisté.

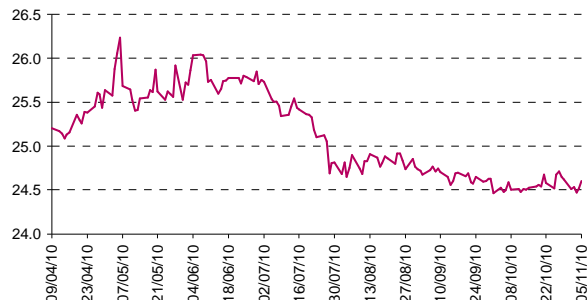
Meziroční inflace vs. úrokové sazby (%)



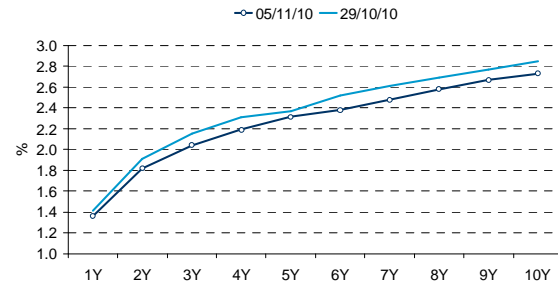
Srovnání prognóz		aktuální	předchozí	změna
HDP	2010	2,3	1,6	↑
HDP	2011	1,2	1,8	↓
Inflace	2011Q4	2,0	1,9	↑
Měnově politická inflace	2011Q4	2,0	1,9	↑
PRIBOR 3M	2011	1,3	1,4	↓
EUR/CZK	2011	24,3	24,3	→
Vnější předpoklady		aktuální	předchozí	změna
HDP EMU	2011	2,0	1,9	↑
Inflace EMU	2011	1,7	1,7	→
EURIBOR 3M	2011	1,2	1,2	→
Brent	2011	86,4	78,6	↑
USD/EUR	2011	1,32	1,20	↑

Přehled trhů

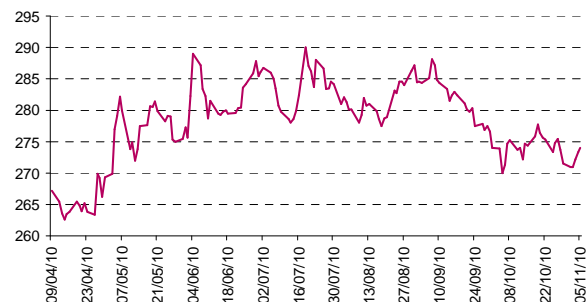
EURCZK



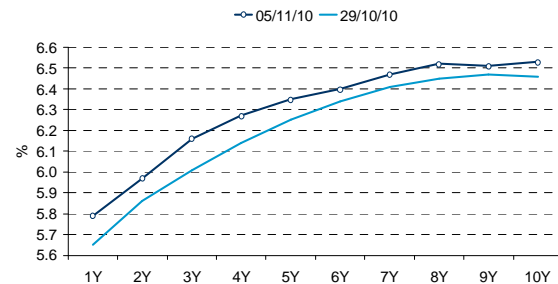
CZ IRS



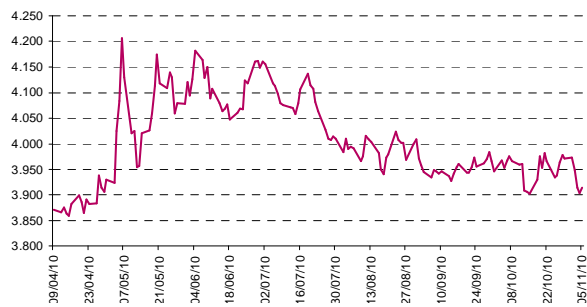
EURHUF



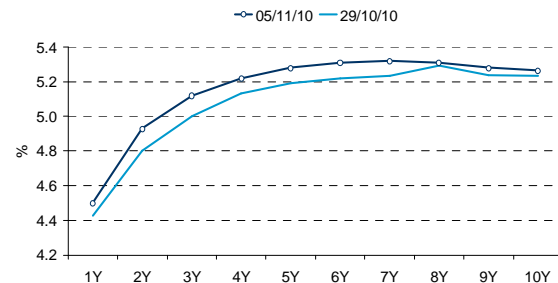
HU IRS



EURPLN



PL IRS



Klíčové očekávané události

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

	IX.10	VIII.10	IX.09
Saldo	5,5	0,5	16,9
kumulativ. od ledna	92,4	86,8	115,9
Export (% , y/y)	22,0	23,0	-11,8
Import (% , y/y)	30,4	30,1	-15,4

ÚT 9:00, CZ Inflace (% , m/m)

	X.10	IX.10	X.09
Inflace	0,1	-0,3	-0,2
Potravin	0,2	0,1	-0,4
Bydlení a energie	0,0	0,0	-0,2

PÁ 9:00, CZ HDP - první odhad (%)

	Q3-10	Q2-10	Q3-09
HDP (y/y)	2,2	2,4	-4,4
HDP (q/q)	0,3	0,9	0,5

ČR: Obchod se slabším výsledkem

Předpokládáme, že ani září nepřineslo zlepšení výsledků zahraničního obchodu ČR. Pokračovaly zde zřejmě tendence viditelné už v předchozích třech měsících, které byly ve znamení výrazného vzestupu dovozu základních surovin z titulu jejich vyšších cen a komponent, zejména pro elektrotechnický průmysl a energetiku. Nicméně očekáváme i velmi solidní tempo růstu exportu, které by mohlo překročit hranici dvaceti procent. V celoročním vyjádření se obrázek zahraničního obchodu poněkud zhoršuje, avšak považujeme tento vývoj spíše za dočasný.

ČR: Ceny se změnily jen minimálně

Předpokládáme, že v říjnu se spotřebitelské ceny změnily jen minimálně. Zlevnily pohonné hmoty a rekreace, naopak dražší bylo nejspíše sezónní oblečení a obuv. Mírné zdražení se nevyhnulo potravinám, v jejichž cenách se budou stále více odrážet rostoucí ceny zemědělských komodit. Ani další měsíce by výrazné překvapení u inflace přinést nemusely. Nejistý je zatím rozsah deregulací a administrativních zásahů do cen, nicméně daleko nad dvojku se inflace zřejmě dlouho nepodívá. Inflaci bude i nadále brzdit slabá spotřebitelská poptávka, která často nedává prostor pro zvyšování cen. A nezhálí ani konkurence na internetu, která rovněž limituje tradiční obchodníky ve zdražování. Inflace tak není a ani nadále nebude problémem české ekonomiky.

ČR: Ekonomika si drží tempo

První odhad HDP nejspíše naznačí, že ekonomický růst zůstává s ohledem na podmínky nad dvěma procenty. Samozřejmě nelze vyloučit překvapení směrem vzhůru, avšak stále bereme v úvahu, že jde jen o první odhad bez jakýchkoliv dalších podrobností o jeho struktuře. Přesnější data o vývoji HDP ve třetím čtvrtletí budou k dispozici až v prosinci.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	8.11.2010	08:00	Obchodní bilance (mld. EUR)	09/2010			12,0		9,0	
Německo	8.11.2010	08:00	Běžný účet (mld. EUR)	09/2010			9,0		4,6	
ČR	8.11.2010	09:00	Průmyslová výroba (%)	09/2010		10,5		10,3		12,9
ČR	8.11.2010	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	10/2010	8,3		8,3		8,5	
ČR	8.11.2010	09:00	Maloobchodní tržby (%)	09/2010				2,0		2,8
ČR	8.11.2010	09:00	Obchodní bilance (mld. CZK)	09/2010	5,5		9,3		0,5	
ČR	8.11.2010	09:00	Stavební výroba (%)	09/2010						-2,1
Německo	8.11.2010	12:00	Průmyslová výroba (%)	09/2010			0,5	9,5	1,7	10,7
Maďarsko	8.11.2010	17:00	Rozpočtové saldo (mld. HUF)	10/2010					-1 089,1	
USA	8.11.2010	23:00	3letá aukce (mld. USD)	11/2010			23			
Německo	9.11.2010	08:00	Harmonizovaná inflace (%)	10/2010 *F			0,1	1,3	0,1	1,3
Německo	9.11.2010	08:00	Inflace (%)	10/2010 *F			0,1	1,3	0,1	1,3
ČR	9.11.2010	09:00	Inflace (%)	10/2010	0,1	2,2	0,1	2,2	-0,3	2,0
Maďarsko	9.11.2010	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	09/2010 *P			500		392	
SR	9.11.2010	09:00	Stavební výroba (%)	09/2010						-0,6
SR	9.11.2010	09:00	Průmyslová výroba (%)	09/2010				15,5		16,3
USA	9.11.2010	23:00	10letá aukce (mld. USD)	11/2010			24			
SR	10.11.2010	09:00	Mzdy (%)	09/2010						4,2
ČR	10.11.2010	12:00	Aukce st. dluhopisu 2,80%/2013 (mld. CZK)	11/2010			6			
Polsko	10.11.2010	14:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	09/2010					-786	
Polsko	10.11.2010	14:00	Běžný účet (mil. EUR)	09/2010					-1 129	
USA	10.11.2010	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	30.10.					4 340	
USA	10.11.2010	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	6.11.			450		457	
USA	10.11.2010	14:30	Index dovozních cen (%)	10/2010			1,1	3,6	-0,3	3,5
USA	10.11.2010	14:30	Obchodní bilance (mld. USD)	09/2010			-45,0		-46,3	
USA	10.11.2010	20:00	Rozpočtové saldo (mld. USD)	10/2010			-153,5		-176,4	
USA	10.11.2010	23:00	30letá aukce (mld. USD)	11/2010			16			
SR	11.11.2010	09:00	Obchodní bilance (mld. EUR)	09/2010			-1		-200	
Maďarsko	11.11.2010	09:00	Inflace (%)	10/2010			0,2	4,0	-0,1	3,8
EMU	11.11.2010	10:00	Měsíční zpráva ECB (ECB)	11/2010						

	datum	čas	udalost	období	odhad		konsensus		predchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Nemecko	12.11.2010	08:00	HDP (%)	3Q/2010 *P		3,7	0,8	3,7	2,2	3,7
ČR	12.11.2010	09:00	HDP (%)	3Q/2010 *P	0,3	2,2	0,6	2,5	0,9	2,4
Maďarsko	12.11.2010	09:00	HDP (%)	3Q/2010 *P				1,3		1,0
Maďarsko	12.11.2010	09:00	Průmyslová výroba (%)	09/2010 *F					0,5	10,9
SR	12.11.2010	09:00	Inflace (%)	10/2010			0,1	1,2	0,0	1,1
SR	12.11.2010	09:00	HDP (%)	3Q/2010 *P				4,0		4,7
ČR	12.11.2010	10:00	Běžný účet (mld. CZK)	09/2010	-16,0		-14,5		-18,1	
EMU	12.11.2010	11:00	HDP (%)	3Q/2010 *A			0,5	2,0	1,0	1,9
EMU	12.11.2010	11:00	Průmyslová výroba (%)	09/2010			0,3	7,2	1,0	7,9
Polsko	12.11.2010	14:00	Peněžní zásoba M3 (%)	10/2010					0,4	
USA	12.11.2010	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan	11/2010 *P			69,0		67,7	

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; 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	1,00	1,25	-25 bps	6.5.2010
Maďarsko	2T depó	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	1,25	1,30	1,50	1,65
Maďarsko	BUBOR 3M	5,35	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
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	IX.10	XII.10	III.11	VI.11	IX.11
Česko	IRS 10 let	2,72	2,65	2,75	2,90	3,05	3,15
Maďarsko		6,53	6,50	6,50	6,25	6,00	6,00
Polsko		5,25	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	24,6	24,8	24,5	24,6	24,6	24,0
Maďarsko	EUR/HUF	273,8	280	280	275	275	275
Polsko	EUR/PLN	3,90	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		2,2	1,6	1,7	1,2	1,8	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	2,1	2,3	2,5	2,5	2,5
Maďarsko		4,2	3,5	3,4	3,2	2,8	3,2

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

	2009	2010
Česko	-1,0	-2,2
Maďarsko	0,5	1,0

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

	2009	2010
Česko	-5,9	-5,5
Maďarsko	-3,8	-3,0

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.