



- **Česká republika**
ČNB ani tentokrát sazby nezměnila 2
- **Polsko, Česko, Maďarsko**
Jak (ne)bude střední Evropa sledovat ECB 3
- **Výhled na týden**
MNB s obměněnou bankovní radou sazby zcela určitě nezmění 4

Z jestřábí ECB si na rozdíl od ČNB vezme příklad jen NBP

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24,51	0,53%	↗	↗
EUR/PLN	4,000	-1,41%	→	→
EUR/HUF	266,3	-2,54%	→	↗
3M PRIBOR	1,21	0,01	→	↗
3M WIBOR	4,19	0,01	→	↗
3M BUBOR	6,10	0,00	→	→
10Y CZK	3,92	0,01	→	→
10Y PLN	6,25	-0,01	↗	↗
10Y HUF	7,01	-0,18	→	↗
3M EURIBOR	1,30	0,12	→	↗
10Y EMU	3,26	0,09	↘	↘

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Česká národní banka ponechala na svém posledním zasedání podle očekávání úrokovou sazbu beze změny. Na této informaci by vcelku nebylo nic zajímavého, pokud bychom nepočítali s tím, že se během několika dní chystá nejen zvýšení oficiálních úrokových sazeb v sousedním Polsku, ale především v eurozóně.

Ačkoliv existuje řada aktuálních fundamentálních důvodů, proč ČNB nemusí momentálně kopírovat ECB (více viz na straně 2), chování nejdůležitější centrální banky na starém kontinentu nemůže ignorovat žádná centrální banka ve střední Evropě. Centrální banky v regionu musí ECB sledovat už jen proto, že příliš pozitivní vývoj úrokové diferenciaci ve prospěch eurových sazeb by mohl vyvolat oslabení příslušné středoevropské měny, čímž by fakticky došlo k nechtěnému uvolnění měnových podmínek.

Pohled do historie nám přitom říká, že politika ECB byla mezi středoevropskými bankami nejvíce monitorována a především kopírována v Polsku. Zde nám naše ekonometrická analýza potvrdila, že NBP (na rozdíl od MNB a ČNB) citlivě reaguje svojí měnovou politikou na pohyby úrokových sazeb ECB. Nežůstane-li tedy dubnové zvýšení úroků ze strany ECB na velmi dlouho posledním, bude i NBP pravděpodobně v průběhu roku dále tlačit svoji oficiální úrokovou sazbu vzhůru.

ČNB sazby ani tentokrát nezměnila

Petr Dufek

Výsledek hlasování 5:1 pro stabilní sazby. Jeden hlas pro zvýšení o čtvrt procentního bodu.

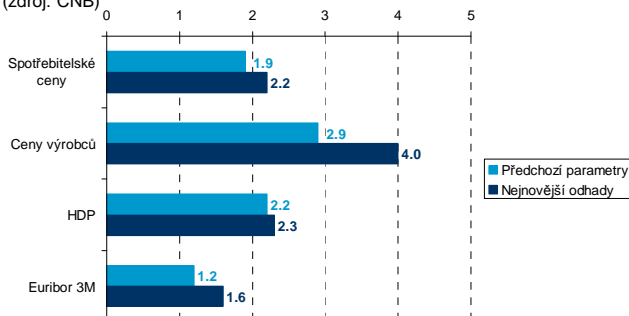
Bankovní rada ČNB podle očekávání ponechala na svém včerejším zasedání úrokové sazby beze změny. Výsledné skóre hlasování je tentokrát 5:1. Inflační rizika jsou vyrovnaná, výjimkou je zvažovaná změna DPH, která by inflaci vychýlila výrazně nad cíl. Stejně jako minule platí, že „s prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb poblíž stávající úrovně, následovaná jejich pozvolným růstem od konce roku 2011.“

Zatímco domácí východiska pro měnovou politiku jednoznačně nahrávají stabilitě sazeb, zahraniční předpoklady se mírně mění: výhled inflace v eurozóně se zhoršil (zvláště v případě výrobních cen) a tržní odhady na euribor výrazně vzrostly. Stranou nezůstávají ani podstatně vyšší ceny ropy. Pokud jde o domácí ekonomiku, tak ta vykazuje podstatně horší výsledky než ČNB předpokládala. HDP roste výrazně pomaleji (o 0,9 procentního bodu, pb), stejně tak i mzdy (o 1,3 pb), zatímco inflace se vyvíjí oproti předpokladům příznivěji (o 0,3 pb). Poptávkové inflační faktory i nadále absentují, takže inflační tlaky přicházejí aktuálně jen ze strany světových cen komodit. Zmiňovaná změna DPH sice inflaci zvýší, ale stále není jasné, zda k ní opravdu dojde. Navíc bude mít fakticky další silně restriktivní dopad na poptávku.

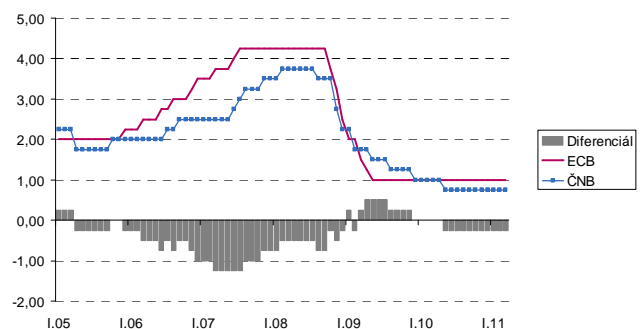
Se zvýšením sazeb ČNB pospíchat nemusí.

ČNB se rozhodla pokračovat ve vyčkávacím módu a úrokové sazby na rozdíl od některých dalších centrálních bank v nejbližší době ještě změnit nemusí. Vládní fiskální opatření mají restriktivní charakter, stejně jako navrhované změny přímých a nepřímých daní. Rizika pro inflaci tak i nadále představují světové ceny energetických komodit a administrativní zásahy v podobě daňových změn a úprav regulovaných cen v příštím roce, které jsou mimo vliv ČNB. Na příštím zasedání bankovní rady bude mít ČNB k dispozici novou prognózu, která by ovšem nemusela být diametrálně odlišná od té současné. Proto i nadále předpokládáme zvýšení úrokových sazeb ČNB až v srpnu.

Srovnání předpokladů prognózy ČNB s nejnovějšími tržními odhady pro eurozónu (zdroj: ČNB)



Vývoj hlavních sazeb ECB a ČNB



Jak (ne)bude střední Evropa sledovat ECB

Jan Bureš

Agresivnější postup ECB by podle našich odhadů měl mít ve střední Evropě dopad především na rozhodování polské NBP.

Výsledky probitového modelu ukazují, že právě u ní existovala v minulosti při zvyšování sazeb silná vazba na politiku ECB. Proto jsme výhled na polské sazby na konci roku zvýšili z 4,25% na 4,5%.

Citlivost centrálních bank na ECB se ale může v čase měnit. Do budoucna to může být znát zejména u maďarské NBH.

S překvapivě rychlým startem utahování měnové politiky v eurozóně je na místě přehodnotit i naše středoevropské výhledy. Rozhodli jsme se proto otestovat citlivost středoevropských centrálních bank na politiku ECB od roku 1999. Došli jsme k závěru, že v této relativně krátké historii (2 neúplné hospodářské cykly) měla tendenci nejvíce sledovat politiku ECB polská NBP, zatímco česká ČNB podobně jako maďarská NBH razila více nezávislou měnovou politiku. Těmto závěrům odpovídají i naše revidované výhledy na středoevropskou měnovou politiku. V Česku dál počítáme s pozdějším startem utahování měnových šroubů až v srpnu 2011 a pomalejším tempem zvyšování sazeb - pouze 2x +25 bps do konce roku oproti 3x +25 bps u ECB. V Maďarsku dál počítáme do konce roku se stabilními sazbami. Zatímco v Polsku pro nás byla agresivnější politika ECB argumentem k sázkám na rychlejší růst sazeb - na konci roku počítáme se sazbami 4,50% oproti původnímu odhadu 4,25%.

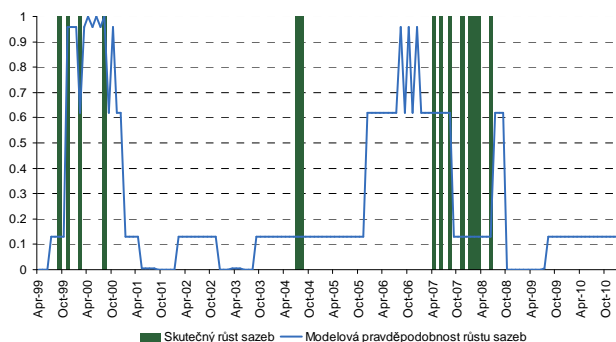
Citlivost centrálních bank jsme testovali probitovým modelem. Modelovali jsme pravděpodobnost růstu sazeb v závislosti na změně sazeb ECB v předchozích třech měsících. Kromě sazeb ECB a konstanty model pro jednoduchost neobsahoval žádné další vysvětlující proměnné tak, abychom mohli dobře oddělit právě vliv politiky ECB na rozhodování jednotlivých centrálních bank v regionu. Výsledky (shrnuje tabulka níže) ukazují, že politika ECB měla významnější vliv pouze na rozhodování Polské centrální banky.

Otázkou ale je, zda minulý vývoj může být v tuto chvíli dobrým vodítkem i pro budoucnost. Proto je třeba rozebrat historické souvislosti výsledků. Česká národní banka si v minulosti díky slušné kredibilitě, relativně konzervativní fiskální politice a nízkým vnějším nerovnováhám mohla dovolit mnohdy uvolněnější politiku než ECB. Na tom se nic nemění ani dnes. Vnější a vnitřní rovnováha jsou na tom velice dobře, koruna je silná a díky fiskální restrikci si ČNB může dopřát delší období superuvolněných měnových podmínek. V Maďarsku je situace jiná. I když měla ECB na rozhodování MNB také relativně malý vliv, důvod byl přesně opačný. Maďarsko bylo v posledních deseti letech zemí s chronicky vysokými schodky veřejných financí doprovázeným problematickým růstem zahraničního dluhu. Maďaři proto museli být častokrát mnohem tvrdší a jít zcela proti politice ECB. V jejich případě se ale situace v posledních dvou letech poměrně dramaticky změnila. Ze schodků běžného účtu se staly slušné přebytky, deficit veřejných financí je jeden z nejnižších v Evropě, a tak by nic nemělo bránit uvolněnějším měnovým kohoutům.

Výsledky odhadnutých probitových modelů

	Koeficient	z-statistika	Pravděpodobnost zamítnutí vztahu	McFadden R-squared
Polsko	5.73	5.91	0%	0.43
Maďarsko	0.968	1.64	10%	0.04
Česko	0.41	1.01	31%	0.01

Růst polských sazeb v závislosti na ECB



Klíčové očekávané události

HU: MNB v jiné sestavě beze změn

PO 14:00, HU Zasedání MNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	6,00	1/2011
změna v b. bodech	0	+25

Bankovní rady bude poprvé zasedat v obměněné sestavě, když do ní byli parlamentem jmenováni dva noví členové. Jejich zřejmě více holubičí orientace by neměla mít na rozhodování vliv, takže MNB s souladu s očekáváním nechá sazby beze změn.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
USA	3/28/2011	14:30	Osobní výdaje (%)	02/2011			0.5		0.2	
USA	3/28/2011	14:30	Deflátor osobní spotřeby (%)	02/2011			0.2	0.9	0.1	0.8
USA	3/28/2011	14:30	Osobní příjmy (%)	02/2011			0.4		1	
USA	3/28/2011	16:00	Kontrakty na prodej domů (%)	02/2011			0.4		-2.8	-4.4
Maďarsko	3/28/2011	14:00	Zasedání MNB (%)	03/2011		6,0		6,0		6,0
USA	3/29/2011	16:00	Spotřebitelská důvěra	03/2011						
Německo	3/29/2011	08:00	Inflace (%)	03/2011 *P			0.4	2.1	0.6	2.2
UK	3/29/2011	10:30	Běžný účet (mld. GBP)	4Q/2010					-9.6	
UK	3/29/2011	10:30	HDP (%)	4Q/2010						
USA	3/29/2011	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí (%)	01/2011				-3.2		-2.4
Maďarsko	3/29/2011	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	02/2011			11.3		11.2	
EMU	3/30/2011	11:00	Index ekonomické důvěry	03/2011					107.8	
EMU	3/30/2011	11:00	Index spotřebitelské důvěry	03/2011					-10	
USA	3/30/2011	14:15	Přírůstek pracovních sil - ADP (tis.,nsa)	03/2011			210		217	
Maďarsko	3/30/2011	09:00	Výrobní ceny (%)	02/2011				6.4		7
Maďarsko	3/31/2011	08:30	Běžný účet (mld. HUF)	4Q/2010			165		477	
Itálie	3/31/2011	10:00	Inflace (%)	03/2011 *P						
Itálie	3/31/2011	10:00	Výrobní ceny (%)	02/2011						
Německo	3/31/2011	09:55	Míra nezaměstnanosti (%)	03/2011						
EMU	3/31/2011	11:00	Inflace (%)	03/2011 *P				2.3		2.4
Polsko	3/31/2011	14:00	Běžný účet (mil. EUR)	4Q/2010						
Francie	3/31/2011	08:50	Výrobní ceny (%)	02/2011						
USA	3/31/2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	26.3.					382	
USA	3/31/2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	19.3.					3,721	
USA	3/31/2011	16:00	Tovární zakázky (%)	02/2011						
ČR	3/31/2011	11:00	Peněžní zásoba M2 (%)	02/2011						
USA	4/1/2011	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství (tis.,nsa)	03/2011	200		190		192	
EMU	4/1/2011	11:00	Míra nezaměstnanosti (%)	02/2011					9.9	
USA	4/1/2011	14:30	Průměrná hodinová mzda (%)	03/2011			0.2	1.9		1.7
USA	4/1/2011	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM	03/2011	62.1		61.2		61.2	

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	III.11	VI.11	IX.11	XII.11	III.12	poslední změna	
Česko	2T repo	0,75	0,75	0,75	1,00	1,25	1,25	-25 bps	6.5.2010
Maďarsko	2T depo	6,00	6,00	6,00	6,00	6,25	6,25	25 bps	24.1.2011
Polsko	2T inter. sazba	3,75	3,75	4,00	4,25	4,50	4,75	25 bps	19.1.2011

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	III.11	VI.11	IX.11	XII.11	III.12
Česko	PRIBOR 3M	#REF!	1,22	1,35	1,45	1,60	1,72
Maďarsko	BUBOR 3M	6,10	6,10	6,00	6,00	6,25	6,25
Polsko	WIBOR 3M	4,18	4,15	4,35	4,50	4,55	4,55

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	III.11	VI.11	IX.11	XII.11	III.12
Česko	IRS 10 let	3,36	3,30	3,40	3,50	3,60	3,70
Maďarsko		6,95	7,50	7,50	7,25	7,00	7,00
Polsko		5,60	5,80	5,95	6,00	6,00	6,00

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	III.11	VI.11	IX.11	XII.11	III.12
Česko	EUR/CZK	24,5	24,7	23,7	24,0	24,6	24,2
Maďarsko	EUR/HUF	266,5	280	280	275	270	270
Polsko	EUR/PLN	4,00	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	Q1 2012
Česko	2,7	2,6	2,2	1,9	1,3	1,7	2,5
Maďarsko	1,7	2,0	2,3	2,5	2,7	3,2	3,2
Polsko	4,6	3,9	4,3	4,4	4,6	4,2	4,0

Inflace

	Meziroční změna v %						
	XII.10	III.11	VI.11	IX.11	XII.11	III.12	VI.12
Česko	2,3	2,0	2,4	2,5	2,4	3,5	3,5
Maďarsko	4,7	4,3	4,5	4,5	4,5	4,2	4,0
Polsko	3,1	3,8	3,5	3,5	3,3	2,5	2,6

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

	2010	2011
Česko	-3,8	-3,6
Maďarsko	0,5	1,0

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

	2010	2011
Česko	-5,9	-5,0
Maďarsko	-3,8	-2,9

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.