



● Polsko

Polské inflační dilema

2

● Výhled na týden

Týden ve znamení zasedání MNB a ČNB

4

Nákazu od PIGS přenáší do regionu švýcarský frank

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24.09	-0.15%	↗	↘
EUR/PLN	3.972	1.01%	↗	→
EUR/HUF	267.7	1.27%	↗	→
3M PRIBOR	1.20	-0.01	→	↗
3M WIBOR	4.66	0.00	→	→
3M BUBOR	0.00	-6.10	→	→
10Y CZK	3.72	0.10	↗	→
10Y PLN	5.90	0.07	→	→
10Y HUF	7.10	0.21	↗	↗
3M EURIBOR	1.52	0.05	↗	↗
10Y EMU	2.95	-0.04	→	↗

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Nebýt nárůstu výnosů u maďarských vládních dluhopisů (resp. CDS spreadů) a vcelku nevýrazného oslabení zlotého, tak by bylo možné konstatovat, že pro střední Evropu byla i další vlna napětí na periferii eurozóny pouhou bouří ve sklenici vody. Při velmi podobné krizi odehrávající se v Řecku před rokem bylo cítit náказ z dluhopisových trhů periferie eurozóny daleko silněji.

Zdání však přesto lehce klame. Jestliže z pohledu nárůstu rizikových marží střední Evropu opravdu náказ z periferie netrápí, pak dluhová krize má pro dvě země regionu (Maďarsko a Polsko) jeden nepříjemný vedlejší efekt – tím je dramatické posilování švýcarského franku proti euru. V Maďarsku i Polsku je totiž nemalá část hypotečních úvěrů denominovaná ve švýcarských francích, takže globální síla švýcarské měny se tvrdě zakusuje do bilancí domácností. A právě na příkladu Maďarska, které se muselo potýkat s problémem hypoték v cizích měnách již v průběhu globální finanční krize, je vidět o jak zrádný fenomén jde a k jak krkolomným řešením může vládu donutit. Připomeňme, že relativně nedávno uzavřela maďarská vláda s bankami dohodu o tom, že hypotéky ve švýcarských francích se převedou do forintů s pevným kurzem CHF/HUF 180. Rozdíl, resp. vinou posilujícího franku narůstající ztráta je akumulována a úročena zvlášť, přičemž v roce 2015 má být domácnostem připsána ke stávající jistíně. Maďarské domácnosti tedy možná silnému franku uniknou dnes, avšak pokud se situace radikálně nezmění, v roce 2015 je opět dobehne.

V Polsku, kde je stejně jako v Maďarsku 60 % hypoték denominovaných ve švýcarských francích, se vládní autority (vláda i centrální banka) prozatím tváří, že posilující frank nepředstavuje pro ekonomiku či bankovní systém hrozbu. Obavy z neblahého důsledku půjček v cizích měnách byly v Polsku (stejně jako kdysi v Maďarsku) zjemňovány argumentem, že tyto půjčky jsou poskytovány jen nejvíce bonitním klientům. Vše je však pochopitelně otázkou míry – i ta nejvíce bonitní domácnosti zabolí, pokud její měsíční splátky z hypotéky vzrostou o 20 %.

Polská centrální banka a inflační dilema

Jan Bureš

Polské statistiky šly v posledním týdnu ostře proti sobě. Výrazně vyšší inflace kontrastovala s horším výkonem pracovního trhu.

Z pohledu další politiky NBP bude klíčové, zda se současná vyšší inflace, i přes slabý trh práce, odrazí v inflačních očekáváních. Pokud bude dopad omezený, měla by polská centrální banka vyčkat s dalším utahením měnové politiky do letních měsíců.

Čísla v uplynulém týdnu vysílala k polským centrálním bankéřům velice rozporuplné signály. Na jedné straně velice silná květnová inflace, která se vyšplhala na 5 % – desetiletá maxima. Na druhé straně slabé výsledky z trhu práce, kde třetí měsíc v řadě zpomaluje dynamika zaměstnanosti a mzdy rostou vzhledem k pětiprocentní inflaci velice pomalu (4,1 %).

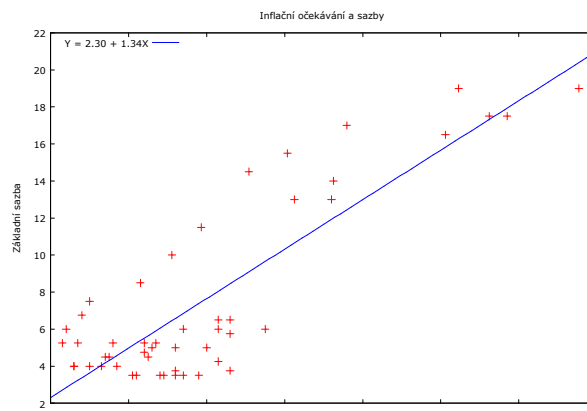
Slabý trh práce by měl držet polské centrální bankéře na uzdě a nahrává i při současně vysoké inflaci v námi avizovaném utahování měnové politiky v letní pauze. Polští centrální bankéři navíc podobně jako ostatní žijí v nejistotě z dalšího vývoje na periferiích eurozóny a jestřábům nehraje do not ani zhoršování amerických čísel v posledních několika měsících, které vyvolává otázky nad silou globálního oživení.

I tak si lze za určitých podmínek představit rychlejší utahení měnové politiky než se kterým v tuto chvíli počítáme (+25 bps v září a +25 bps na začátku roku 2012). Hlavním rizikem je, že se současná vyšší inflace promítne výrazněji do inflačních očekáváních. Na ty je polská centrální banka, jak ukazuje naše analýza reakční funkce NBP, historicky velice citlivá.

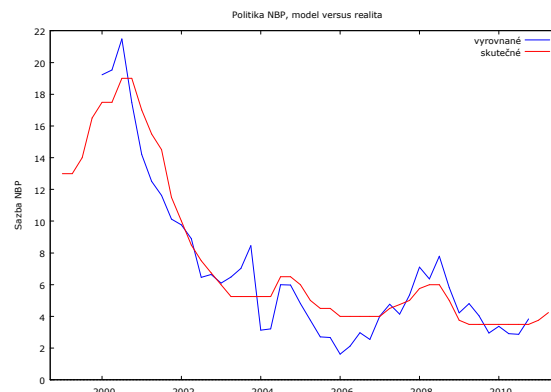
Testovali jsme, jak byla v minulosti polská centrální banka při svém rozhodování citlivá na různé faktory. Do klasické reakční funkce jsme zahrnuli mezeru výstupu, inflační očekávání, dynamiku zaměstnanosti, změnu kurzu a dynamiku průmyslové výroby. Jako nejvýznamnější proměnná nám vyšla inflační očekávání, a to zvláště ve chvíli, kdy jsme od souboru dat odlišili období do roku 2004, kdy se polská centrální banka potýkala s historicky vyššími mírami inflace. Nárůst inflačních očekávání o 1 % v našem modelu implikuje utahení měnové politiky zhruba o 1,15 %. Druhá důležitá proměnná je právě dynamika zaměstnanosti. Zrychlení meziroční dynamiky zaměstnanosti o 1 procentní bod implikuje utahení měnové politiky zhruba o 0,4 %. Ostatní proměnné vycházejí jako málo významné.

Samozřejmě, že reakční funkce je pouze kondenzovanou historickou zkušeností, jisté vodítko do budoucnosti nám ale dává. Polská centrální banka by začala utahovat měnové kohouty rychleji než čekáme, pokud by se dnešní vyšší inflace promítla do dalšího růstu inflačních očekávání (v tuto chvíli 4,3 %) a současně by začala rychleji růst zaměstnanost.

Vztah inflačních očekávání a úrokové sazby NBP



Politika NBP, model versus realita

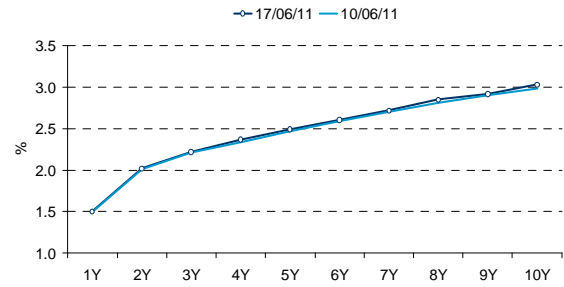


Přehled trhů

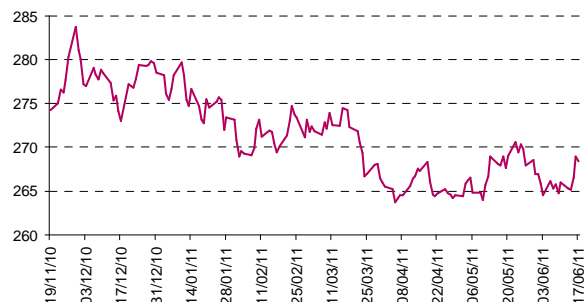
EURCZK



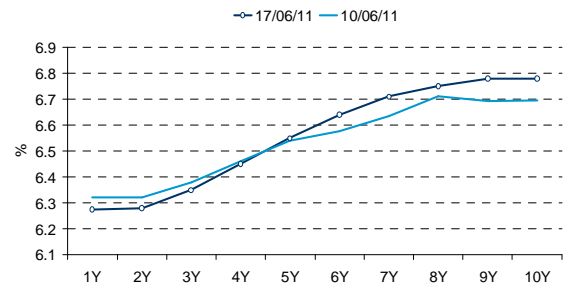
CZ IRS



EURHUF



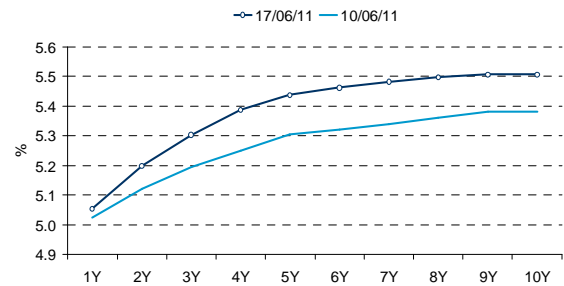
HU IRS



EURPLN



PL IRS



Klíčové očekávané události

PO cca 14:00, HU Zasedání MNB

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

HU: MNB sazby zcela jistě nezmění

MNB tentokrát zcela určitě sazby nebude měnit a spíše hrozí, že bankovní rada bude hrozit uvolněním měnové politiky v budoucnu. Argumentem může být pro MNB jak výrazné zpomalení inflace, tak stabilita forintu.

ČT 13:00, CZ Zasedání ČNB

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

CZ: Sazby ČNB opět beze změny

Předpokládáme, že ČNB ponechá své úrokové sazby na červnovém zasedání beze změny. Prognóza se sice zcela nenaplní – inflace jen odhadem ČNB o tři desetiny, HDP dokonce o půl procentního bodu – ale ČNB zatím ještě pospíchat se sazbami nebude. Jako vhodnější termín, kdy už může být jasněji ohledně dalšího vývoje evropské i české ekonomiky, se jeví srpnové zasedání. Bankovní rada bude mít v té době k dispozici novou prognózu, a tak se o sazbách bude rozhodovat nad novým výhledem. ČNB tak oproti ECB se sazbami ani pospíchat nemusí, nicméně i tak se doba rekordně nízkých úrokových sazeb v ČR pozvolna krátí.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	20.6.2011	08:00	Ceny v průmyslu (%)	05/2011			0,1	6,2	1,0	6,4
EMU	20.6.2011	10:00	Běžný účet (mld. EUR)	04/2011					-4,7	
Maďarsko	20.6.2011	14:00	Zasedání MNB (%)	06/2011	6,00		6,00		6,00	
SR	21.6.2011	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	05/2011			12,8		12,9	
Německo	21.6.2011	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)	06/2011			-2,0		3,1	
Německo	21.6.2011	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)	06/2011			90,0		91,5	
USA	21.6.2011	16:00	Prodej stávajících domů (mil.)	05/2011			4,85		5,05	
Polsko	22.6.2011	10:00	Míra nezaměstnanosti (%)	05/2011			12,1		12,6	
Polsko	22.6.2011	10:00	Maloobchodní tržby (%)	05/2011			-1,3	12,6	2,3	18,6
EMU	22.6.2011	11:00	Nové průmyslové zakázky (%)	04/2011			1,3	14,0	1,8	14,1
EMU	22.6.2011	11:00	Index spotřebitelské důvěry	06/2011 *A			-10,0		-9,8	
ČR	22.6.2011	12:00	Aukce st. dluhopisu 2,75%/2014 (mld. CZK)	06/2011			8			
Polsko	22.6.2011	14:00	Jádrová inflace (%)	05/2011			0,3	2,3	0,4	2,1
USA	22.6.2011	20:15	Zasedání FOMC (%)	06/2011			0,25		0,25	
EMU	23.6.2011	10:00	Index nákupních manažerů ve službách	06/2011 *A			55,5		56,0	
EMU	23.6.2011	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu	06/2011 *A			53,8		54,6	
ČR	23.6.2011	12:30	Zasedání ČNB (%)	06/2011	0,75		0,75		0,75	
USA	23.6.2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	10.6.					3 675	
USA	23.6.2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	17.6.					414	
USA	23.6.2011	16:00	Prodej nových domů (tis.)	05/2011			310		323	
Německo	24.6.2011	08:00	Maloobchodní tržby (%)	05/2011			1,0		0,6	3,6
Maďarsko	24.6.2011	09:00	Maloobchodní tržby (%)	04/2011				0,2		-0,9
Německo	24.6.2011	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo	06/2011			113,5		114,2	
Německo	24.6.2011	10:00	Index Ifo (očekávání)	06/2011			106,4		107,4	
Německo	24.6.2011	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)	06/2011			121,0		121,4	
USA	24.6.2011	14:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. pros. (%)	05/2011			1,0		-1,5	
USA	24.6.2011	14:30	HDP (%)	1Q/2011 *P			1,9		1,8	
USA	24.6.2011	14:30	Cenový index HDP (%)	1Q/2011 *P			1,9		1,9	
USA	24.6.2011	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby (%)	1Q/2011 *P			1,4		1,4	
USA	24.6.2011	14:30	Soukromá spotřeba (%)	1Q/2011 *P			2,2		2,2	
USA	24.6.2011	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby (%)	05/2011			1,6		-3,6	

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	Jun-11	Sep-11	Dec-11	Mar-12	Jun-12	poslední změna
Česko	2T repo	0.75	0.75	1.00	1.25	1.25	1.50	-25 bps 5/6/2010
Maďarsko	2T depo	6.00	6.00	6.00	6.25	6.25	6.25	25 bps 1/24/2011
Polsko	2T inter. sazba	4.25	4.50	4.75	4.75	4.75	4.75	25 bps 5/11/2011

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	Jun-11	Sep-11	Dec-11	Mar-12	Jun-12
Česko	PRIBOR 3M	1.20	1.35	1.45	1.60	1.65	1.90
Maďarsko	BUBOR 3M	6.10	6.00	6.00	6.25	6.25	6.30
Polsko	WIBOR 3M	4.66	4.60	5.00	5.10	5.15	5.15

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	Jun-11	Sep-11	Dec-11	Mar-12	Jun-12
Česko	IRS 10 let	3.02	3.40	3.50	3.60	3.70	3.85
Maďarsko		6.78	7.50	7.25	7.00	7.00	6.90
Polsko		5.45	5.95	6.00	6.10	6.15	6.20

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	Jun-11	Sep-11	Dec-11	Mar-12	Jun-12
Česko	EUR/CZK	24.1	24.5	24.6	24.4	24.0	23.7
Maďarsko	EUR/HUF	267.9	280	275	270	267	265
Polsko	EUR/PLN	3.98	4.00	4.00	3.70	3.70	3.60

HDP

	Meziroční změna v %						
	Q1 2011	Q2 2011	Q3 2011	Q4 2011	Q1 2012	Q2 2012	Q3 2012
Česko	2.5	2.2	2.1	1.5	1.5	2.5	3.0
Maďarsko	2.3	2.5	2.7	3.2	3.2	3.2	3.2
Polsko	4.4	4.4	4.6	4.2	4.6	4.9	4.7

Inflace

	Meziroční změna v %						
	Jun-11	Sep-11	Dec-11	Mar-12	Jun-12	Sep-12	Dec-12
Česko	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3	2.0
Maďarsko	4.3	4.5	4.5	4.2	4.0	3.5	3.0
Polsko	4.3	4.4	4.2	3.3	3.5	3.3	3.0

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

	2010	2011
Česko	-3.8	-3.6
Maďarsko	0.5	1.0
Polsko	-2.1	-2.9

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

	2010	2011
Česko	-4.7	-4.3
Maďarsko	-3.8	-2.9
Polsko	-7.1	-6.9

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.