



www.csob.cz

www.csob.cz/Analzy

9. září 2011

● Polsko

Polský zlotý je vůči koruně na rekordních minimech

2

● Česká republika

Česká ekonomika zpomaluje

3

● Výhled na týden

Inflace v Maďarsku v srpnu patrně výrazně propadla

5

Středoevropské měny ve víru nákazy z eurozóny

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24,51	0,50%	↗	↘
EUR/PLN	4,287	6,16%	↗	↘
EUR/HUF	279,3	2,46%	↗	↘
3M PRIBOR	1,17	-0,02	→	→
3M WIBOR	4,74	0,05	↗	↗
3M BUBOR	6,08	-0,01	↗	↘
10Y CZK	2,77	-0,94	→	→
10Y PLN	5,66	-0,19	↗	→
10Y HUF	6,97	-0,29	↗	→
3M EURIBOR	1,47	-0,20	↘	↘
10Y EMU	1,81	-0,83	↘	↗

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Obavy z globálního zpomalení v kombinaci s hrozícím bankrotem Řecka naplno zasáhly středoevropské devizové trhy. Ty přitom až do nedávné doby vykazovaly až obdivuhodnou imunitu vůči nákaze z eurozóny. Uplynulých několik seancí však přineslo velkou změnu, neboť všechny středoevropské měny utrpěly výrazné ztráty. Zatímco zlotému s forintem jen dočasně pomohlo zafixování švýcarského franku vůči euru (což přináší jistou úlevu domácnostem zadluženým v CHF), pak česká koruna nedokázala čelit regionálnímu tlaku a nakonec také oslabila. Přesto fakt, že investoři či spekulanti částečně považují korunu za bezpečný přístav ve střední Evropě, vedl k relativně malým ztrátám koruny, což vedlo k tomu, že si koruna vytvořila historické maximum vůči polskému zlotému.

Bude-li averze k riziku ve světě dále narůstat, pak samozřejmě ztráty středoevropských měn mohou narůstat rovněž. Relativní pohyb měn v regionu ovšem může být poněkud jiný, což by mělo odrážet fakt, že polské ministerstvo financí je připraveno (jak již několikrát ukázalo, naposledy v pátek) použít svá eura z fondu EU na intervence ve prospěch zlotého.

V kontextu vysoké volatility na devizových trzích mohou být tentokrát zajímavá makroekonomická data zveřejněná v průběhu nadcházejícího týdne. Z nich lze vyzdvihnout především maďarskou a polskou inflaci a také částečně údaje o polské platební bilanci. Ačkoliv chování středoevropských měn bude diktováno děním na zahraničních trzích, domácí makroekonomická data mohou situaci vyhroutit, a to ať jedním či druhým směrem. Forintu a zlotému by speciálně mohlo přitížit, pokud by inflace překvapila velmi nízkými hodnotami, jako se tak stalo v ČR. Naše odhady srpnové inflace přitom naznačují, že tento scénář hrozí spíše Maďarsku než Polsku, což je mimochodem i další důvod proč nevěříme na další radikální ztráty polské měny.

Polský zlotý je vůči koruně na rekordních minimech

Jan Bureš

Propad polského zlatého vůči koruně je krátkodobě pochopitelný, ale dlouhodobě těžko ospravedlnitelný.

České národní bance by se rozhodně nelíbily další zisky české měny – současná situace nahrává spíše volnějším měnovým podmínkám.

V Polsku je situace opačná. Rychlý růst domácí poptávky, vysoká inflace a slabý zlotý je mix, který přeje spíše utaženější měnové politice.

Slabý zlotý také vadí polskému ministerstvu financí, které má nástroje, jak jeho postup zastavit.

Propad polského zlatého nabral nevídaně rychlé tempo. V pátek EUR/PLN vyskočil nad 4,30 a P/LN/CZK spadl na historická minima na 5,65. Spouštěčím mechanismem bylo přetrvávající napětí na globálních trzích a především prudké zisky dolaru. S podivem ale zůstává, že česká koruna (jindy tak citlivá na EUR/USD) tentokrát zůstává v klidu. Jedním z vysvětlení může být, že po zafixování švýcarského franku k euru se stala oblíbenějším bezpečným útočištěm pro investory utíkající při rostoucím globálním napětí z forintu a zlatého. Taková hra však trhům těžko může dlouho vydržet. Máme pro to tři pádné argumenty – dva na straně polské a jeden na straně české.

1) Česká ekonomika stěží může hrát roli bezpečné kotvy v případě, že by se situace na globálních trzích i v ekonomice skutečně přestřela. Finanční trh je hodně malý a reálná ekonomika příliš cyklická. Pohled do stěv HDP za druhý kvartál ukazuje, že český růst v tuto chvíli leží z velké části na zpomalující zahraniční poptávce a investicích exportně orientovaného strojírenství a automobilového průmyslu. Domácí spotřeba je přitom nízká, protože vláda spoří a domácnosti narážejí na přetrvávající vysokou nezaměstnanost. Takovýto růstový mix je v případě, že se na globálních trzích zhorší počasí, velice zranitelný. Těžko si lze tedy představit, že by ČNB byla ochotná ve chvíli, kdy má inflaci pod prognózou a čelí zhoršujícím se externím faktorům, tolerovat utažení měnových podmínek skrze posilující korunu. Když naopak globální rizika opadnou, česká koruna se může lehce stát měnou financující carry pozice ve výrazně výše úročených sousedních měnách.

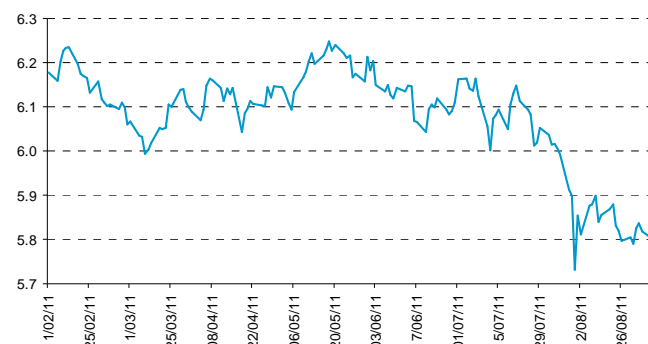
2) Polský růst je při porovnání s českým jako druhá strana mince. Domácí poptávka je zásadním motorem a zahraniční obchod je více jak rok spíše koulí na noze polského hospodářství. Zranitelnost vůči výkyvům ve vnější poptávce je tak o poznání menší než v případě Česka nebo Maďarska. Slabý zlotý je naopak podle posledního zápisu po zasedání NBP důvodem, proč se centrální bankéři stále bojí inflace. I když v růst sazeb věříme eventuálně až v roce 2012, v případě slabšího zlatého nelze vyloučit další, alespoň slovní, intervence.

3) Polské ministerstvo financí prostřednictvím banky BGK využívá pravidelně období slabšího zlatého (zpravidla nad 4,25 EUR/PLN) k prodeji eur z bruselských fondů. V zájmu polského ministerstva financí je také nedovolit výrazné ztráty polské měny, kvůli vlastnímu zahraničnímu dluhu. Vláda se snaží udržet veřejný dluh pod zákonným limitem 55 % HDP a slabá měna jí to může pěkně zneprůjemnit. Proto bychom na současných úrovních očekávali výraznější intervence.

Polský zlotý překročil hranici, na které centrální banka zpravidla intervnuje



PLN/CZK



Česká ekonomika zpomaluje

Petr Dufek

***Ekonomika zpomaluje.
Pohled do struktury HDP
optimismu nepřidá.***

Ekonomika ČR roste ještě pomaleji, než naznačoval první odhad za druhé čtvrtletí. Na místo původně oznámených 2,4 % dosáhlo tempo HDP pouze 2,2 %. Ještě větší zpomalení je pak patrné ze srovnání jednotlivých čtvrtletí. Ještě na začátku roku totiž dosahoval růst HDP 0,9 % (mezikvartálně), ve druhém čtvrtletí to bylo již jen 0,1 %. Ekonomika ztrácí tah s tím, jak oslabuje zahraniční poptávka. Na tu domácí totiž spoléhat nemůže už vůbec. Spotřeba domácností i vlády klesá, zlepšení vykazují pouze investice (tentokrát ty strojní) a zásoby. Růst ekonomiky tak ve druhém čtvrtletí obstaral především zahraniční obchod. Export sice oproti předchozímu čtvrtletí poklesl, nicméně propad importu byl ještě razantnější. Docela překvapením je, že ve druhém čtvrtletí výrazně oslabil motor ekonomiky – zpracovatelský průmysl (-2,1 % q/q). Zásahu na tom, že HDP vůbec vzrostl (byl jen o 0,1 %) tak měl pouze těžební průmysl, stavebnictví a některé služby. Pohled do struktury nabídkové i poptávkové strany ekonomiky nám příliš optimismu do dalších měsíců nedodává. Poslední tvrdá data z průmyslu (červenec) sice ještě nedopadla nijak hrozivě, avšak na zakázkách i náladě v průmyslu je vidět oslabování poptávky. Druhé pololetí tak nepochybně bude pro českou ekonomiku slabší. Rozhodne o něm totiž zahraniční, respektive evropská, poptávka, o jejímž solidním růstu lze rovněž pochybovat. Alespoň pro nejbližších pár čtvrtletí.

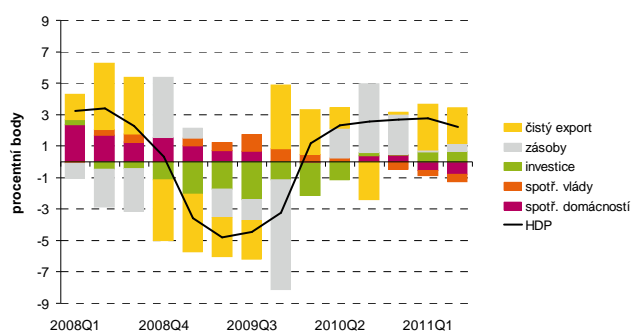
***Inflace se znovu vrací pod cíl
ČNB. Česká inflace stále
zůstává i pod úrovní inflace
v eurozóně.***

Slabá poptávka spolu se silnou korunou brzdí inflační tlaky v ekonomice. Srpnová inflace tak dopadla ještě lépe než očekával trh. Meziměsíčně se spotřebitelské ceny snížily o 0,3 %, což v meziročním vyjádření znamená stejný nárůst cen jako v červenci – pouze o 1,7 %. Hlavní zásluhu na poklesu inflace mají i tentokrát potraviny, jejichž ceny míří dolů už tři měsíce za sebou. Meziroční inflace se dostává pod cílovou hranici ČNB, což jen potvrzuje, že inflační tlaky v ekonomice i nadále absentují. Meziročně zdražilo především bydlení a náklady s ním spojené (především energie), zatímco méně zaplatí spotřebitelé za oblečení, elektroniku a dovolené.

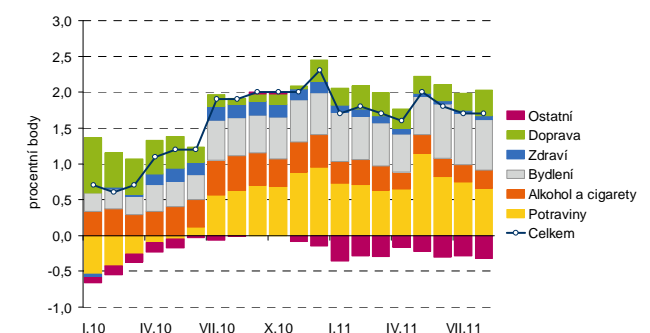
***Stabilní zůstanou úrokové
sazby ČNB ještě asi dlouho.***

Centrální banka má díky nízké inflaci v ruce další argument, proč delší dobu nehýbat se sazbami. Inflace je nízká, růst ekonomiky zvolňuje a celkový ekonomický výhled se stále zhoršuje. Poptávková inflace v podstatě neexistuje a vzhledem k tomu, že se nedá čekat růst spotřebitelské poptávky ani v příštím roce, nebude inflace ani nadále hrozbou. Na začátku příštího roku sice inflace vyskočí vzhůru, avšak to bude jen v důsledku změn DPH. ČNB tak může pokračovat ve své vyčkávací politice nejen do konce letošního roku, jak naznačuje aktuální prognóza centrální banky, ale i v první polovině roku příštího.

Příspěvek poptávky k růstu HDP

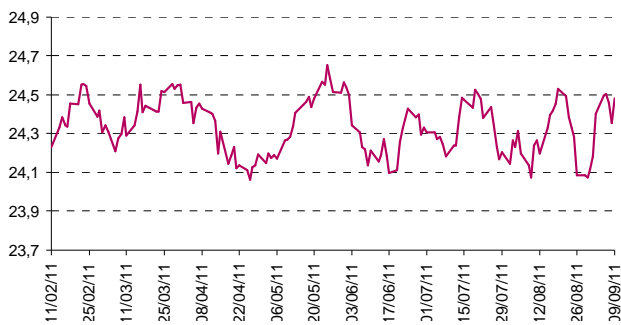


**Struktura meziroční inflace v ČR
(vliv jednotlivých složek koše)**

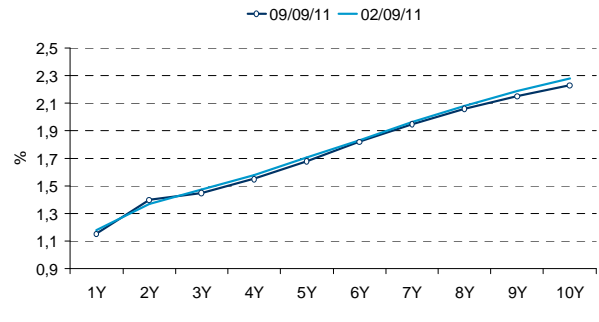


Přehled trhů

EURCZK



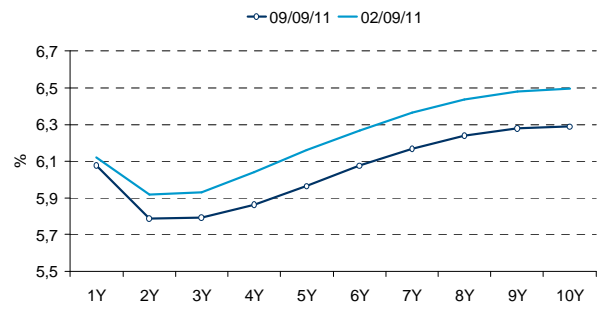
CZ IRS



EURHUF



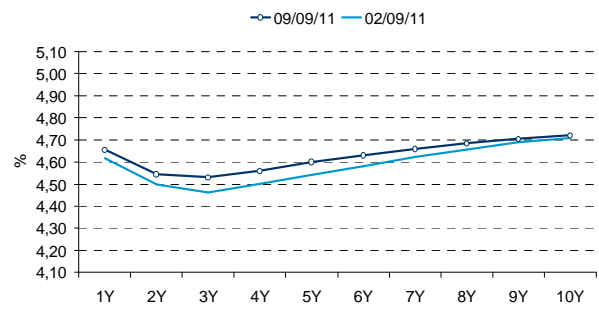
HU IRS



EURPLN



PL IRS



Klíčové očekávané události

PO 10:00, CZ Běžný účet (mld. CZK)

	VII.11	VI.11	VII.10
Běžný účet	-21,0	-9,3	-39,7
kumul. od ledna	-40,4	-19,4	-67,2
Obchodní bilance	6,5	11,5	-3,3
kumul. od ledna	63,6	57,1	47,3

ÚT 9:00, HU Inlace (% , y/y)

	VIII.11	VII.11	VIII.10
Inlace	2,9	3,1	3,7

ÚT 14:00, PL Inlace (% , y/y)

	VIII.11	VII.11	VIII.10
Inlace	4,3	4,1	2,0
Potraviny (bez alk.)	5,5	5,3	2,3
Doprava (vč. pohonných hmot)	7,0	6,1	3,2

CZ: Dividendová sezóna pokračuje

Běžný účet platební bilance i v červenci ovlivnily především dividendy vyplácené podniky pod zahraniční kontrolou. Přebytek zahraničního obchodu se zbožím a službami tak mohl jen částečně kompenzovat dividendový odliv kulminující dividendové sezóny. Jak už naznačily výsledky obchodní bilance publikované statistickým úřadem, existuje velká šance, že běžný účet dopadne i tentokrát lépe než odhad. Celkově zůstává schodek běžného účtu za hranicí 3 % HDP, avšak po zohlednění reinvestovaného zisku zůstávajícího v ČR, se schodek nachází zhruba jen na úrovni 1 % HDP a tedy ve zcela bezpečném teritoriu.

HU: Inlace padá díky potravinám

Maďarská inflace zřejmě výrazně propadla a to díky levným domácím potravinám, které maďarští pěstitelé ve stále větším měřítku dodávají na trh.

PL: Inlace tento rok podruhé na vrcholu

Po překvapivě nižší inflaci v červenci by růst cen v srpnu měl dosáhnout na druhý z letošních vrcholů, a sice na 4,3 % meziročně. Vzhledem k tomu, že očekáváme mírný sezónní pokles cen potravin a nealkoholických nápojů (váha ve spotřebním koši je 24 %) a meziměsíční stagnaci dílčího indexu dopravy, tak hlavní roli v růstu meziroční inflace oproti červenci by měl sehrát pokles srovnávací základny (loni v srpnu klesaly ceny meziměsíčně o 0,4 %. Ačkoliv i v srpnu by se růst cen měl pohybovat vysoko nad cílem NBP, tak v následujících měsících by měla inflace pozvolna klesat a na konci roku odhadujeme meziroční růst cen na dohled od horní hranice tolerančního pásma centrální banky, která činí 3,5 %.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
SR	12.9.2011	09:00	Inflace (%)	08/2011			0,4	4,2	-0,1	3,7
ČR	12.9.2011	10:00	Běžný účet (mld. CZK)	07/2011	-21,0		-20,0		-9,3	
EMU	12.9.2011	12:00	Schůzka Merkelové a Barroso (ECB)	09/2011						
Polsko	12.9.2011	14:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	07/2011					-1 065	
Polsko	12.9.2011	14:00	Běžný účet (mil. EUR)	07/2011					-1 596	
USA	12.9.2011	23:00	3letá aukce (mld. USD)	09/2011			32			
Maďarsko	13.9.2011	09:00	Inflace (%)	08/2011		2,9	-0,1	3,4	-0,3	3,1
EMU	13.9.2011	11:30	Projev Schäubla o globální krizi v Mnichově (ECB)	09/2011						
Polsko	13.9.2011	14:00	Inflace (%)	08/2011		4,3		4,2	-0,3	4,1
USA	13.9.2011	14:30	Index dovozních cen (%)	08/2011			-0,7	13,0	0,3	14,0
USA	13.9.2011	20:00	Rozpočtové saldo (mld. USD)	08/2011			-126,5		-90,5	
USA	13.9.2011	23:00	10letá aukce (mld. USD)	09/2011			21			
EMU	14.9.2011	09:00	Rozhovory v parlamentu EU o dluhové krizi (ECB)	09/2011						
SR	14.9.2011	09:00	Harmonizovaná inflace (%)	08/2011			0,3	4,3	-0,2	3,8
EMU	14.9.2011	11:00	Průmyslová výroba (%)	07/2011			1,2	4,6	-0,7	2,9
ČR	14.9.2011	12:00	Aukce st.dluhopisu pohyb. sazba/2016 (mld. CZK)	09/2011			8			
Polsko	14.9.2011	14:00	Peněžní zásoba M3 (%)	08/2011					0,2	
USA	14.9.2011	14:30	Jádrový index cen v průmyslu (%)	08/2011			0,2	2,6	0,4	2,5
USA	14.9.2011	14:30	Maloobchodní tržby (%)	08/2011			0,2		0,5	
USA	14.9.2011	14:30	Výrobní ceny (%)	08/2011			-0,1	6,4	0,2	7,2
USA	14.9.2011	14:30	Maloobchodní tržby – bez automobilů (%)	08/2011			0,2		0,3	
USA	14.9.2011	23:00	30letá aukce (mld. USD)	09/2011			13			

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Maďarsko	15.9.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	07/2011 *F					0,8	2,7
ČR	15.9.2011	09:00	Výrobní ceny (%)	08/2011	0,2	6,0	0,0	5,7	-0,1	5,4
EMU	15.9.2011	10:00	Měsíční zpráva (ECB)	09/2011						
EMU	15.9.2011	11:00	Inflace (%)	08/2011			0,2	2,5	-0,6	
EMU	15.9.2011	11:00	Jádrová inflace (%)	08/2011				1,2		1,2
USA	15.9.2011	14:30	Inflace (%)	08/2011			0,2	3,6	0,5	3,6
USA	15.9.2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	2.9.					3 717	
USA	15.9.2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	9.9.					414	
USA	15.9.2011	14:30	Podnikatelská nálada ve státě N.Y.	09/2011			-3,95		-7,72	
USA	15.9.2011	14:30	Jádrová inflace (%)	08/2011			0,2	1,9	0,2	1,8
USA	15.9.2011	14:30	Běžný účet (mld. USD)	2Q/2011			-121,5		-119,3	
USA	15.9.2011	15:15	Průmyslová výroba (%)	08/2011			0,1		0,9	
USA	15.9.2011	15:15	Využití kapacit (%)	08/2011			77,5		77,5	
USA	15.9.2011	16:00	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu	09/2011			-15,0		-30,7	
Maďarsko	16.9.2011	09:00	Mzdy (%)	07/2011				4,7		4,7
EMU	16.9.2011	10:00	Běžný účet (mld. EUR)	07/2011					-7,4	
EMU	16.9.2011	11:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	07/2011					-1,6	
Polsko	16.9.2011	14:00	Mzdy (%)	08/2011					0,3	5,2
Polsko	16.9.2011	15:00	Rozpočtové saldo (mil. PLN)	08/2011					-21,1	
USA	16.9.2011	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan	09/2011 *P			56,3		55,7	

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	Sep-11	Dec-11	Mar-12	Jun-12	Sep-12	poslední změna	
Česko	2T repo	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	-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	5,00	25 bps	5/11/2011

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	Sep-11	Dec-11	Mar-12	Jun-12	Sep-12
Česko	PRIBOR 3M	1,17	1,18	1,19	1,22	1,25	1,47
Maďarsko	BUBOR 3M	6,08	6,00	6,25	6,25	6,30	6,30
Polsko	WIBOR 3M	4,74	4,60	5,00	5,10	5,15	5,15

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	Sep-11	Dec-11	Mar-12	Jun-12	Sep-12
Česko	IRS 10 let	2,21	2,20	2,40	2,55	2,70	2,80
Maďarsko		6,36	7,25	7,00	7,00	6,90	6,90
Polsko		4,75	5,95	6,00	6,10	6,15	6,20

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	Sep-11	Dec-11	Mar-12	Jun-12	Sep-12
Česko	EUR/CZK	24,5	25,0	24,4	23,7	23,5	23,4
Maďarsko	EUR/HUF	279,6	275	270	267	265	265
Polsko	EUR/PLN	4,29	4,20	3,90	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	2,8	2,2	1,4	0,8	0,0	0,4	1,4
Maďarsko	2,5	2,3	1,5	1,5	2,0	1,8	1,8
Polsko	4,4	4,1	3,8	3,8	3,8	4,0	3,9

Inflace

	Meziroční změna v %						
	Jun-11	Sep-11	Dec-11	Mar-12	Jun-12	Sep-12	Dec-12
Česko	1,8	1,6	1,8	3,3	3,5	3,3	3,3
Maďarsko	4,3	4,5	3,2	3,0	2,8	2,8	2,8
Polsko	4,3	4,1	3,8	3,5	3,0	2,8	2,5

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

	2010	2011
Česko	-3,8	-3,6
Maďarsko	0,5	2,9
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.