



● Maďarsko a Česká republika

MNB ani ČNB sazby nemění, začínají si však všimnout kurzů

2

Devizové kurzy se dostávají do hledáčku centrálních bank

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24.71	↗	↗
EUR/PLN	4.419	→	↗
EUR/HUF	288.4	↗	↗
3M PRIBOR	1.17	→	→
3M WIBOR	4.76	→	→
10Y CZK	2.90	↘	↗
10Y PLN	5.94	→	↗
10Y HUF	8.17	→	↗
3M EURIBOR	1.65	↘	↘
10Y EMU	1.68	↘	↗

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Nejen Fed či ECB, ale i středoevropské centrální banky začínají silně krotit svůj optimismus ohledně výhledu pro příští rok. V duchu zvýšeného pesimismu se neslo zasedání jak ČNB tak MNB. Obě centrální banky se přitom vzácně shodly na tom, že předchozí prognózy HDP byly až příliš optimistické, přičemž MNB zrevidovala růst dokonce poměrně výrazně. Tím však podobnost mezi zasedáním MNB a ČNB končí, neboť obě centrální banky se nacházejí ve zcela jiné pozici – zatímco z bankovní rady ČNB v září zmizely hlasy jestřábů, pak v MNB dokonce padl návrh na zvýšení oficiálních sazeb.

Jestliže je však něco pro politiku centrálních bank ve střední Evropě společné, pak je to pečlivější monitoring vývoje devizových kurzů. Je evidentní, že kurz forintu, zlatého i české koruny se vinou dluhové krize v eurozóně vyvíjí podstatně méně příznivě než s čím centrální banky počítaly. Měnové podmínky ve středoevropských ekonomikách se tak náhle (ze strany kurzu) uvolňují, a tak politika středoevropských centrálních bank může být (minimálně pokud jde o rétoriku) přísnější než by tomu bylo za jinak stejných okolností.

Otázkou je, zdali taková změna postoje centrálních bank může vést k obratu na středoevropských devizových trzích. Podle našeho názoru těžko, neboť příčiny oslabování stojí zjevně mimo region. Stejně tak medvědí trend těžko zlomí nepravděpodobné intervence polské státní banky BGK, která disponuje eury z fondů EU a průběžně je musí prodávat na trhu. Změna trendu přijde až s minimálně (dalším) dočasným řešením dluhové krize v eurozóně.

MNB ani ČNB sazby nemění, začínají si však všimnout kurzů

Jan Čermák, Petr Dufek

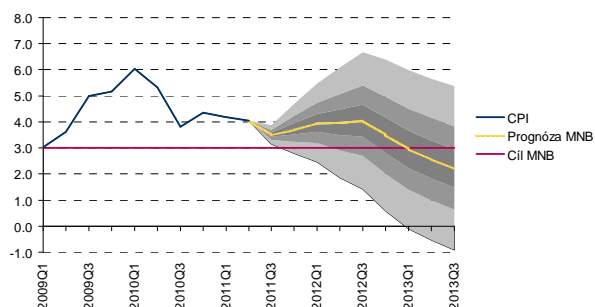
MNB radikálně snižuje odhad růstu ekonomiky.

Maďarská centrální banka, navzdory silně oslabujícímu forintu, ponechává i nadále úrokové sazby beze změn. Nová inflační prognóza přitom vyznívá velmi smíšeně, když MNB radikálně snížila odhad růstu na tento a příští rok, přičemž rovněž byly zvýšeny odhady inflace. MNB přitom stále počítá s tím, že inflace nakonec neopustí cílované inflační pásmo, což by hovořilo pro to, že centrální banka ponechá oficiální úrokové sazby beze změny. Na druhou stranu MNB může být znepokojena vývojem forintu, který zůstává slabý a je jen otázkou času, kdy bude mít viditelný dopad na celkovou inflaci. Maďarská centrální banka tedy bude pozorně sledovat vývoj kurzu, který může být nakonec impulzem ke změně její politiky.

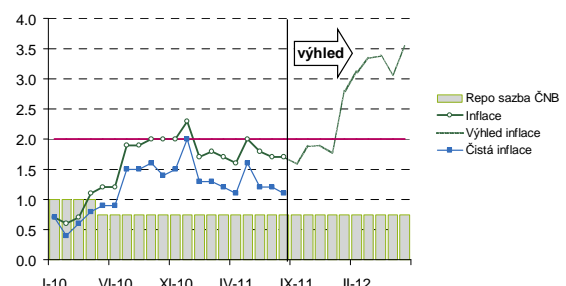
ČNB své sazby nemění. Překvapivě se pro stabilitu vyslovilo všech sedm členů bankovní rady.

Devizový kurz se dostává i do hledáčku ČNB. Ta opět potvrdila svůj závěr, podle kterého by úrokové sazby měly růst na přelomu let 2011 a 2012 s tím, že rizika prognózy jsou mírně ve směru nižší inflace a výrazně ve směru nižších úrokových sazeb. Inflace sice krátkodobě vzroste na začátku roku nad cíl, nicméně půjde primárně o důsledek zvýšení dolní sazby DPH a nikoliv o inflační tlaky z trhu. Navíc, ze zahraničí přicházejí stále viditelnější signály o zpomalování evropské ekonomiky, což se promítne i do nové prognózy ČNB, která přijde na pořad jednání v listopadu. A nepůjde jen o nižší očekávaný růst eurozóny, ale i o očekávané nižší Euribory, nižší ceny komodit a slabší kurz eura. Prozatím lze říci, že dosud platná prognóza ČNB se zdá jako optimistická, zatímco vnější rizika ve směru stagnace či dokonce recese narůstají. Vše proto hovoří pro stabilní sazby v delším období, než jen do konce roku. Jediným faktorem, který může začít hovořit proti nízkým sazbám by mohl být kurz koruny. Česká měna se totiž v posledních dnech vzdálila od úrovně předpokládané centrální bankou (24,2 CZK/EUR vs. aktuálních 24,8 CZK/EUR) a výrazně tak zaostává od úrovní, kde ji vidí centrální banka pro závěr letošního roku (23,7 CZK/EUR). ČNB proto nyní zařadila kurz do kategorie proinflačních rizik. Podle našeho názoru je dosud platná prognóza ČNB optimistická. Předpokládáme proto, že úrokové sazby neporostou ani na přelomu roku ani v první polovině roku příštího. Jako nejbližší možný termín pro utažení měnové politiky se nám proto jeví až druhá polovina příštího roku. Vše ovšem bude záležet na tom, jak se eurozóna dokáže vzpamatovat z dosud probíhající dluhové krize..., zda sklouzne do stagnace nebo dokonce do recese.

HU: Inflační prognóza MNB



CZ: Meziroční inflace vs. úrokové sazby (%)

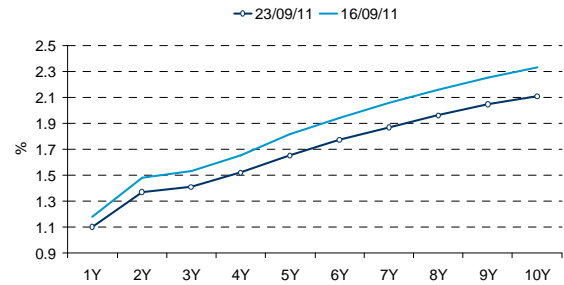


Přehled trhů

EURCZK



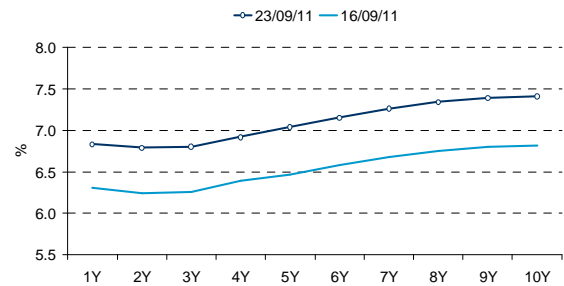
CZ IRS



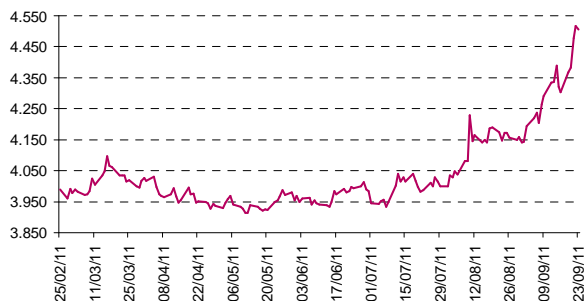
EURHUF



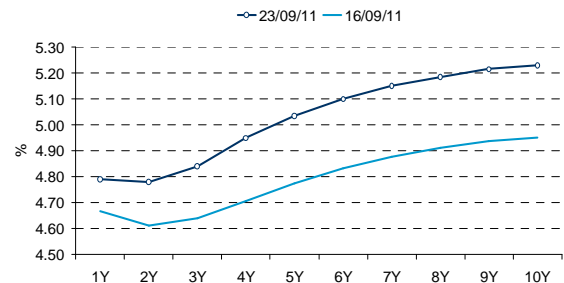
HU IRS



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
Německo	26.9.2011	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo	09/2011			106,5		108,7	
Německo	26.9.2011	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)	09/2011			115,5		118,1	
Německo	26.9.2011	10:00	Index Ifo (očekávání)	09/2011			97,2		100,1	
USA	26.9.2011	16:00	Prodej nových domů (tis.)	08/2011			295		298	
Německo	27.9.2011	08:00	Spotřebitelská důvěra GfK	10/2011			5,0		5,2	
USA	27.9.2011	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí (%)	07/2011			-4,40		-4,52	
USA	27.9.2011	16:00	Spotřebitelská důvěra	09/2011			46,5		44,5	
USA	27.9.2011	23:00	2letá aukce (mld. USD)	09/2011			35			
Německo	28.9.2011	08:00	Inflace (%)	09/2011 *P			-0,1	2,4	0,0	2,4
Německo	28.9.2011	08:00	Harmonizovaná inflace (%)	09/2011 *P			-0,1	2,5	0,0	2,5
EMU	28.9.2011	09:00	Projev Barrosa o stavu Unie v Evropském parlam.	09/2011						
Maďarsko	28.9.2011	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	08/2011			10,8		10,8	
SR	28.9.2011	09:00	Běžný účet (mld. EUR)	07/2011					1,6	
SR	28.9.2011	09:00	Ceny v průmyslu (%)	08/2011					0,1	2,1
USA	28.9.2011	14:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. pros. (%)	08/2011			0,2		0,7	
USA	28.9.2011	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby (%)	08/2011			-1,0		4,0	
USA	28.9.2011	23:00	Projev Bernankeho v Clevelandu v Ohiou (Fed)	09/2011						
USA	28.9.2011	23:00	5letá aukce (mld. USD)	09/2011			35			
Maďarsko	29.9.2011	09:00	Výrobní ceny (%)	08/2011				0,2	0,3	-1,0
Německo	29.9.2011	09:55	Míra nezaměstnanosti (%)	09/2011			7,0		7,0	
EMU	29.9.2011	11:00	Index ekonomické důvěry	09/2011			96,0		98,3	
EMU	29.9.2011	11:00	Index spotřebitelské důvěry	09/2011 *F			-18,9		-18,9	
Maďarsko	29.9.2011	12:00	Aukce st. dluhopisu/pohyb. sazba (mld. HUF)	09/2011 *A						
Polsko	29.9.2011	14:00	Běžný účet (mil. EUR)	2Q/2011			-2 552		-3 364	
USA	29.9.2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	16.9.					3 726	
USA	29.9.2011	14:30	HDP (%)	2Q/2011 *P			1,2		1,0	
USA	29.9.2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	23.9.					428	
USA	29.9.2011	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby (%)	2Q/2011 *P			2,2		2,2	
USA	29.9.2011	14:30	Cenový index HDP (%)	2Q/2011 *P			2,4		2,4	
USA	29.9.2011	14:30	Soukromá spotřeba (%)	2Q/2011 *P			0,4		0,4	
USA	29.9.2011	16:00	Kontrakty na prodej domů (%)	08/2011			-2,1		-1,3	10,1
USA	29.9.2011	23:00	7letá aukce (mld. USD)	09/2011			7			

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	30.9.2011	08:00	Maloobchodní tržby (%)	08/2011			-0,4	1,0	0,0	-1,6
Maďarsko	30.9.2011	08:30	Běžný účet (mln. HUF)	2Q/2011			750		787	
ČR	30.9.2011	11:00	Peněžní zásoba M2 (%)	08/2011						3,1
EMU	30.9.2011	11:00	Míra nezaměstnanosti (%)	08/2011			10,0		10,0	
EMU	30.9.2011	11:00	Inflace (%)	09/2011 *P				2,5		2,5
USA	30.9.2011	14:30	Osobní příjmy (%)	08/2011			0,1		0,3	
USA	30.9.2011	14:30	Osobní výdaje (%)	08/2011			0,2		0,8	
USA	30.9.2011	14:30	Deflátor osobní spotřeby (%)	08/2011			3,0		2,8	
USA	30.9.2011	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby (%)	08/2011			0,2	1,7	0,2	1,6
USA	30.9.2011	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan	09/2011 *F			57,8		57,8	
USA	30.9.2011	16:00	Index nákupních manažerů z Chicaga	09/2011			56,5		56,5	

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	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	poslední změna	
Česko	2T repo	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	1.00	-25 bps	5/7/2010
Maďarsko	2T depó	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	25 bps	1/24/2011
Polsko	2T inter. sazba	4.50	4.50	4.50	4.50	4.75	4.75	25 bps	6/9/2011

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3
Česko	PRIBOR 3M	1.17	1.17	1.19	1.22	1.25	1.42
Maďarsko	BUBOR 3M	6.10	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
Polsko	WIBOR 3M	4.76	4.60	4.60	4.60	4.75	4.80

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3
Česko	CZ10Y	2.12	2.05	2.10	2.40	2.70	3.05
Maďarsko	HU10Y	7.31	7.50	7.50	7.50	7.25	7.00
Polsko	PL10Y	5.12	4.80	5.00	5.00	5.10	5.20

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3
Česko	EUR/CZK	24.7	25.0	24.4	24.0	23.8	23.8
Maďarsko	EUR/HUF	289	295	280	270	270	268
Polsko	EUR/PLN	4.43	4.35	4.10	3.95	3.90	3.90

HDP

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3
Česko	2.8	2.2	1.4	1.4	0.0	0.4	1.4
Maďarsko	2.5	1.5	1.5	1.5	2.0	1.8	1.8
Polsko	4.4	4.3	4.0	4.0	3.8	3.7	3.5

Inflace

	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	1.8	1.7	1.8	3.3	3.5	3.4	3.2
Maďarsko	3.5	4.3	3.2	3.0	2.8	2.8	2.8
Polsko	4.2	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

Zdroj dat: ČSOB, Bloomberg

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.