



- **Česká republika**

Prognóza ČNB naznačuje pokles sazeb, ke kterému asi nedojde 2

- **Výhled na týden**

NBP sazby nezmění 4

## Týden řeckých pochoutek ve střední Evropě

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24,95	↗	→
EUR/PLN	4,361	↗	→
EUR/HUF	304,7	↗	→
3M PRIBOR	1,14	→	→
3M WIBOR	4,92	→	→
3M BUBOR	6,22	↗	↗
10Y CZK	3,27	↗	↗
10Y PLN	5,73	↗	↗
10Y HUF	7,89	↗	↗
3M EURIBOR	1,61	↘	↘
10Y EMU	1,82	→	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Málokdy se zdají události z domácí scény tak malicherné a nepodstatné jako v právě uplynulém týdnu. Středoevropské měny doslova a do písmene skákaly podle toho, jak pískal řecký premiér Papandreu. Zprávy o záměru vypsat referendum vyvolaly na trzích z počátku týdne pravou paniku, a nutno dodat po právu. Rostoucí pravděpodobnost neřízeného bankrotu Řecka by na všech měnových párech ospravedlňovala daleko slabší úrovně.

Napětí bylo znát i v jindy bezpečných koutech střední Evropy. České dluhopisy nebyly schopny sledovat dobré výkony německých bundů, jejichž výnos na deseti letech spadl znovu pod 2 %. V posledních seancích se výnosové rozpětí mezi českým a německým desetiletým dluhopisem vyšplhalo na nejvyšší úroveň od prvního kvartálu roku 2010. Navíc se nepovedlo upsat dluhopis 5,7%/2024, který se setkal s mizernou poptávkou.

Na konci týdne ale napětí začalo povolovat s tím, jak řecký premiér ustoupil ze svého původního plánu a ECB překvapivě snížila sazby. I tak ale zůstávají záchranné práce v eurozóně, stejně jako řecká politická scéna pro nadcházející týden zdrojem nemalých rizik. Proto v tuto chvíli zhoršujeme náš výhled na všechny středoevropské měny do konce roku. Nejslabší je cíl pro českou korunu, která se nemůže v případě výprodejů spolehnout na žádné intervence a ČNB naopak může její oslabování vzhledem k horší růstové prognóze uvítat. V případě výraznějšího napětí proto nevylučujeme, že se česká měna dočasně může dostat až do blízkosti 26,00 EUR/CZK. Jak forint, tak především zlotý by se v případě dalších výprodejů zřejmě dočkaly podpory ze strany centrálních bank, popřípadě institucí zpravujících bruselská eura (polská BGK).

## ČNB snižuje prognózu, ne sazby

Jan Bureš

**Česká národní banka  
ponechává sazby beze změny  
a současně zhoršuje výhled  
na příští rok.**

Česká národní banka se rozhodla ponechat úrokové sazby beze změny poměrem 6:1. Jeden člen bankovní rady si přál sazby snížit, což podle nás může být pravděpodobně viceguvernér Mojmir Hampl (více napoví zápis ze zasedání příští týden). Nová prognóza počítá s výraznějším zpomalením růstu ekonomiky, která by v příštím roce měla růst pouze o 1,2 %. Celková inflace v roce 2012 vzroste do blízkosti 3 %, ale poptávkové inflační tlaky mají zůstat nízké a inflace by se tak měla vrátit pod cíl v roce 2013. Měnový kurz by měl poměrně výrazně posílit – na konci roku ČNB počítá s kurzem 23,10 EUR/CZK. Z toho pro centrální banku potom vyplývá sazby v nejbližší době lehce snížit a držet je stabilní až do konce roku 2012.

Přes poměrně silný holubičí podtón prognózy zatím nepovažujeme pokles českých sazeb za pravděpodobný (dáváme mu tak 20 %). V první řadě proto, že nejsme podobně jako ČNB tak optimističtí ve svém výhledu na českou korunu. Nejbližší měsíce podle nás udrží korunu na slabších úrovních než 24,80 (cíl pro konec roku 2011) a na konec roku 2012 počítáme, že koruna při pomalém tempu reálné konvergence nezávládně posílí výrazněji pod 24,00 EUR/CZK.

**I když je nová prognóza  
konzistentní s mírným  
poklesem sazeb, za  
pravděpodobnější  
považujeme jejich stabilitu.  
Především proto, že počítáme  
se slabším kurzem koruny a  
ČNB si nebude jistá tím, zda  
se bude realizovat základní  
nebo alternativní scénář.**

Sama ČNB ostatně v alternativním scénáři, který počítá s výraznějším zpomalením eurozóny (růst okolo nuly) čeká, že reálný propad českého hospodářství odstartuje primárně oslabování koruny. Slabší koruna pak podle nás správně pro ČNB naopak implikuje vyšší úrokové sazby.

Nejistota mezi tím, jestli se bude realizovat základní nebo alternativní scénář by ČNB měla udržet se sazbami na místě. V tuto chvíli proto dál sázíme na stabilitu sazeb minimálně do poloviny roku 2012.

To ale neznamená, že se na českém peněžním trhu nemůže v nadcházejících týdnech začít aktivně sázet na pokles úrokových sazeb. Především kvůli politice ECB, která s novým šéfem rychle otočila kormidlo a začala snižovat úrokové sazby. V tuto chvíli počítáme ještě s jedním snížením eurových sazeb v prosinci a nižší sazby EURIBOR mohou nahodovat i ČNB. Ta je ale v trochu jiné pozici, protože nereagovala na nárůst inflace v první polovině roku růstem sazeb. Pokles sazeb by tak připadal v úvahu pouze za scénáře, ve kterém by šly dál dolů sazby EURIBOR a posilovala česká koruna.

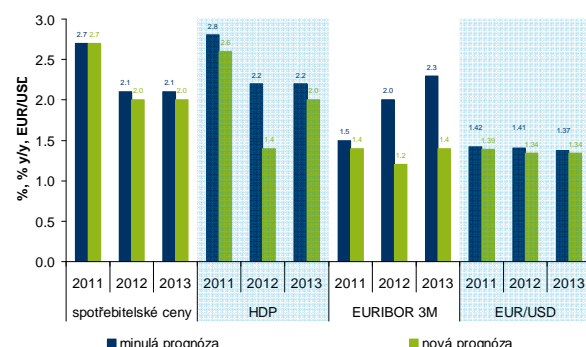
Prognózy ČNB		2011	2012	2013
nová prognóza	Inflace *	-	2.8	1.6
	HDP	2	1.2	2.7
	PRIBOR 3M	1.1	0.9	1.4
	EUR/CZK	24.5	23.1	22.5
minulá prognóza	Inflace *	-	3.2	1.8
	HDP	2.1	2.2	3.8
	PRIBOR 3M	1.2	1.7	2.5
	EUR/CZK	24.1	23.1	22.5

Srovnání aktuální a minulé prognózy ČNB; zdroj: ČNB

Podbarvené buňky označují změny

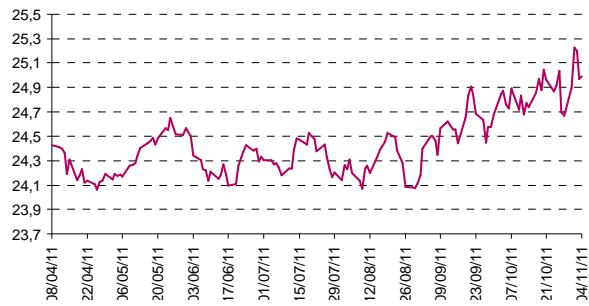
\* inflace k 2012Q4 a 2013Q1

ČNB: srovnání předpokladů prognóz

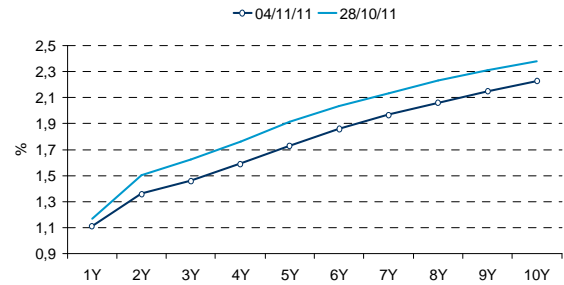


## Přehled trhů

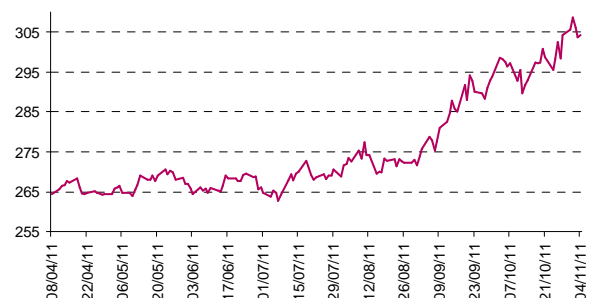
EURCZK



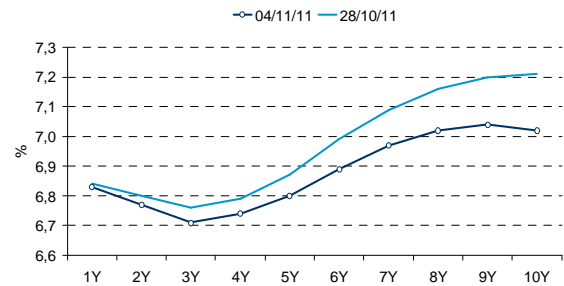
CZ IRS



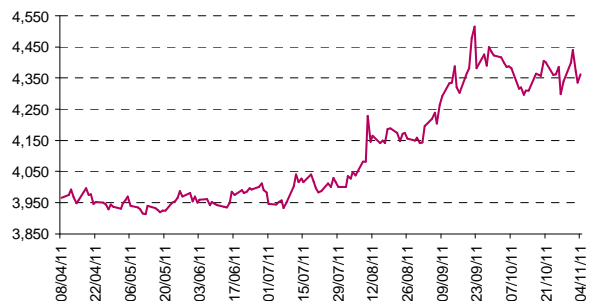
EURHUF



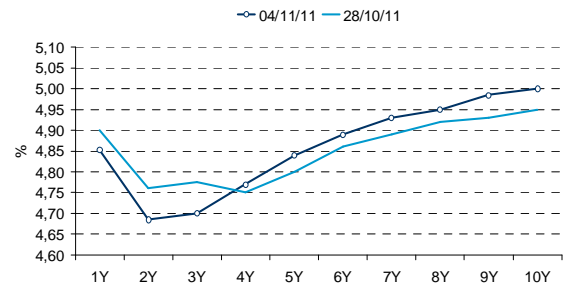
HU IRS



EURPLN



PL IRS



## Klíčové očekávané události

---

ST cca 14:00, PL Zasedání NBP

	Náš odhad	Poslední změna
hlavní sazba v %	4,50	5/2011
změna v b. bodech	25	25

### PL: NBP sazby nezmění

Polská inflace za září trhy i nás sice překvapila propadem pod úroveň 4 % meziročně a klesat by měla i v následujících měsících, avšak většina centrálních bank v současné době operuje v prostředí zvýšené nejistoty vyplývající z dluhové krize v eurozóně. Ta na jedné straně podlamuje kolena polskému zlotému, na straně druhé však vznáší otázky nad dalším vývojem evropské a potažmo i světové ekonomiky. Tyto okolnosti s případným protichůdným dopadem na inflaci by měly přimět polské centrální bankéře k zachování úrokových sazeb na současné úrovni 4,5 %, což konec konců během měsíce napovídala i vyjádření jak "umírněnějších" (E. Chojna-Duch), tak "radikálnějších" (A. Zielinska-Glebocka, A. Kazmierczak) členů Výboru pro měnovou politiku.

## Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	7.11.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	09/2011		3,0				5,9
ČR	7.11.2011	09:00	Stavební výroba (%)	09/2011						-7,7
<b>ČR</b>	<b>7.11.2011</b>	<b>09:00</b>	<b>Obchodní bilance (mld. CZK)</b>	<b>09/2011</b>	<b>10,0</b>					<b>1,7</b>
EMU	7.11.2011	11:00	Maloobchodní tržby (%)	09/2011				-0,3	-0,3	-1,0
Německo	7.11.2011	12:00	Průmyslová výroba (%)	09/2011			-0,9	7,0	-1	7,7
Maďarsko	7.11.2011	17:00	Rozpočtové saldo (mld. HUF)	10/2011						-1 570,6
Německo	8.11.2011	08:00	Běžný účet (mld. EUR)	09/2011			12,5		7,0	
Německo	8.11.2011	08:00	Obchodní bilance (mld. EUR)	09/2011						11,8
ČR	8.11.2011	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	10/2011	7,9					8,0
ČR	8.11.2011	09:00	Maloobchodní tržby (%)	09/2011		1,0				2,3
Maďarsko	8.11.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	09/2011 *P						-1,3
<b>ČR</b>	<b>9.11.2011</b>	<b>09:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>10/2011</b>	<b>0,1</b>	<b>1,9</b>				<b>-0,2</b>
Maďarsko	9.11.2011	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	09/2011 *P						501,3
<b>SR</b>	<b>9.11.2011</b>	<b>09:00</b>	<b>Obchodní bilance (mld. EUR)</b>	<b>09/2011</b>						<b>160,6</b>
SR	9.11.2011	09:00	Stavební výroba (%)	09/2011						-6,5
SR	9.11.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	09/2011						4,2
<b>Polsko</b>	<b>9.11.2011</b>	<b>14:00</b>	<b>Zasedání RPP (%)</b>	<b>11/2011</b>	<b>4,50</b>		<b>4,50</b>			<b>4,50</b>
Německo	10.11.2011	08:00	Inflace (%)	10/2011 *F				2,5		2,5
Německo	10.11.2011	08:00	Harmonizovaná inflace (%)	10/2011 *F				2,8		2,8
SR	10.11.2011	09:00	Mzdy (%)	09/2011						2,5
EMU	10.11.2011	10:00	Měsíční zpráva ECB (ECB)	11/2011						
USA	10.11.2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	28.10.						3 683
USA	10.11.2011	14:30	Index dovozních cen (%)	10/2011			0,2		0,3	13,4
USA	10.11.2011	14:30	Obchodní bilance (mld. USD)	09/2011			-46,0			-45,6
USA	10.11.2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	4.11.						397
USA	10.11.2011	20:00	Rozpočtové saldo (mld. USD)	10/2011			-110,5			-140,4
<b>SR</b>	<b>11.11.2011</b>	<b>09:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>10/2011</b>						<b>0,3</b>
<b>Maďarsko</b>	<b>11.11.2011</b>	<b>09:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>10/2011</b>			<b>0,3</b>	<b>3,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>3,6</b>
USA	11.11.2011	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan	11/2011 *P			61,0			60,9

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					2012Q3	poslední změna	
		hodnota	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2			
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	1,14	1,17	1,19	1,22	1,25	1,42
Maďarsko	BUBOR 3M	6,22	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Polsko	WIBOR 3M	4,92	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	2,215	2,05	2,10	2,40	2,70	3,05
Maďarsko	HU10Y	7,04	7,50	7,50	7,50	7,25	7,00
Polsko	PL10Y	4,99	4,80	5,00	5,00	5,10	5,20

### Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3
Česko	EUR/CZK	25,0	25,0	26,0	25,3	25,0	24,7
Maďarsko	EUR/HUF	305	295	280	270	270	268
Polsko	EUR/PLN	4,37	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	0,8	0,0	0,4	1,4
Maďarsko	2,5	1,5	1,5	2,0	2,0	1,8	1,8
Polsko	4,4	4,3	4,0	3,8	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	-5,0

### 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.