



www.csob.cz

www.csob.cz/Analzy

22. června 2012

• Česká republika, Maďarsko a Polsko

QE3 asi středoevropským měnám příliš nepomůže

4

• Výhled na týden

ČNB po dvouleté pauze sníží úroky na nová historická minima

Koruna a forint jdou opačnou cestou

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25,76	↗	↘
EUR/HUF	287,0	↗	↘
EUR/PLN	4,26	↗	↘
3M PRIBOR	1,22	↘	↘
3M BUBOR	7,20	↗	↘
3M WIBOR	5,13	↗	↗
10Y CZK	3,13	↘	↘
10Y PLN	5,15	↗	↘
10Y HUF	8,13	↗	↘
3M EURIBOR	0,65	→	↘
10Y EMU	1,60	↘	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Pohled na středoevropské devizové trhy ve zkratce vypovídá o tom hlavním, co se po hospodářsko-politické stránce odehrálo a v nejbližších dnech ještě odehraje v tomto regionu. Na první pohled totiž zaujme, kterak česká koruna oslabovala a naopak forintu se dařilo.

Za zpevněním maďarské měny stojí jednoznačně pozitivní zprávy ohledně posunu v jednáních vlády s MMF, resp. i s EU. Předně, maďarská vláda totiž zaujala vůči námitkám na změny v zákoně o centrální bance daleko konstruktivnější postoj, takže země je opět o něco blíže stand-by půjčce, která má pomoci Maďarsku překlenout obtížný splátkový kalendář. Další pozitivní zprávou pro maďarská aktiva pak bylo to, že Ecofin přehodnotil svoje rozhodnutí zastavit (počínaje rokem 2013) transfery z kohezních fondů EU. Odblokování zmrazených fondů se přitom mohlo odehrát díky tomu, že Evropská komise vylepšila výhled na vyšší rozpočtového deficitu v roce 2013 (z 3% HDP na 2,7%).

Naproti tomu českou korunu trápí nejen vlekoucí se eurokrize, ale i holubičí postoj domácí centrální banky. ČNB totiž na svém nadcházejícím zasedání nejspíše sníží svoji hlavní úrokovou sazbu o čtvrt procentního bodu na nové historické minimum 0,50 %. Pro snížení úrokových sazeb už minule hlasovali dva členové bankovní rady a v mezičase se z ČNB ozývaly už i další hlasy pro uvolnění měnové politiky. Pozici centrální banky usnadňuje fakt, že inflace je nižší než předpokládala aktuální prognóza, a naopak propad ekonomiky rychlejší. ČNB tak zřejmě předběhne v uvolnění měnové politiky jak ECB, tak Fed, což se koruně zjevně nelíbí.

QE 3 asi střeoevropským měnám příliš nepomůže...

Petr Báča, Jan Bureš

Zatímco QE I střeoevropským měnám výrazně pomohlo, efekt QE II byl o poznání nižší a hůř odlišitelný od ostatních faktorů...

V případě QE III čekáme ještě nižší efekt kvůli nižšímu objemu skupovaných cenných papírů a menšímu překvapení pro trhy

Neustávající krize v eurozóně, zpomalující čínská ekonomika a zhoršení makroekonomických ukazatelů v USA přiměly Fed k úvahám o spuštění dalšího kola kvantitativního uvolňování (QE) neboli nákupů dluhopisů do bilance Fedu. Po svém střeoevropském zasedání sice prozatím oznámil "pouze" prodloužení "operace twist" (prodeje dluhopisů s krátkou splatností a nákupy dluhopisů se splatností delší ve stejném objemu), avšak šéf Fedu Bernanke naznačil další podporu ekonomiky v případě, že pokles nezaměstnanosti zůstane za očekáváním. Jinými slovy, v následujících měsících se můžeme dočkat dalšího QE. Proto jsme se rozhodli připomenout, jak se po oznámení minulých dvou kol QE vyvíjely kurzy střeoevropských měn, a zamyslet se nad možný vývojem v případě třetí vlny.

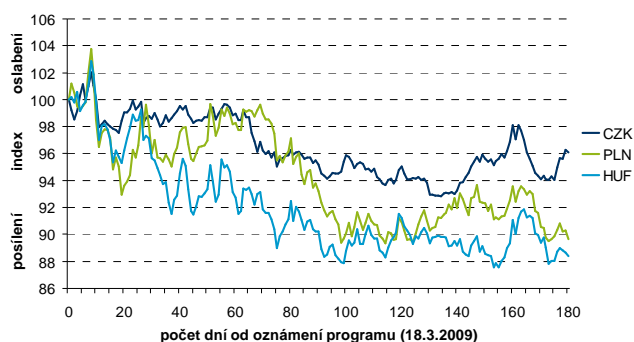
Po QE I zažily střeoevropské měny největší zisky v prvních 100 dnech po oznámení programu a zisky se pohybovaly od 18% (CZK) do 23% (HUF). Po oznámení QE 2 byl pozitivní efekt nižší a v horizontu delším než 100 dní je sporné, zda se vůbec jednalo o efekt QE 2. Veškeré pohyby kurzů regionálních měn nelze přičítat pouze rozhodnutí Fedu, ale například i vývoji domácích úrokových sazeb nebo v případě Maďarska dynamice jednání s MMF.

Domníváme se, že v případě zahájení dalšího kola QE by dopady na střeoevropské měny byly ještě nižší než v případě QE2. Jednak proto, že QE 3 bude menší než předešlá dvě kola, a současně bude pro trhy menším překvapením.

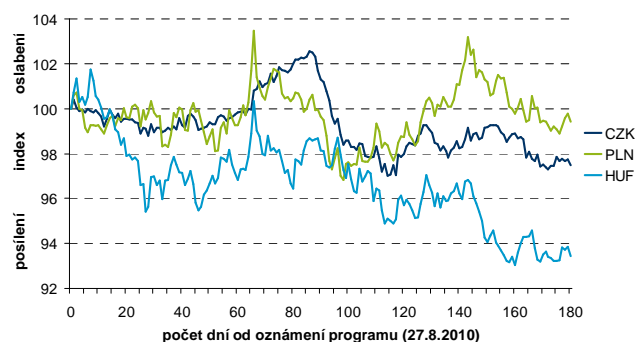
QE 3 pravděpodobně nedosáhne takového objemu jako předešlé vlny, protože americká ekonomika není v tak svízelné situaci. Míra nezaměstnanosti již v USA poklesla na úroveň, které Fed očekával až na konci letošního roku. Rovněž (jádrová) inflace a inflační očekávání jsou na úrovních, které nenavozují hrozbu deflace. Americká ekonomika se tedy zdá být oproti dvěma předchozím případům v relativně uspokojivém stavu. Proto očekáváme, že případné další kolo měnové expanze může dosáhnout objemu okolo 400 mld USD (QE 2 = 600 mld USD).

Navíc, připomeňme, že v případě prvního kola QE lze hovořit o jistém překvapení pro trh, neboť z hlediska politiky Fedu šlo o bezprecedentní krok. V případě druhého kola nebylo překvapení již tak velké, což by vysvětlovalo i poněkud vlažnější reakce investorů. V neposlední řadě je třeba upozornit na to, že v současné době trhy do značné míry sázejí na další podporu ekonomiky a část případné reakce je tak již v cenách zřejmě obsažena.

QE I: vývoj kurzů střeoevropských měn vůči euru

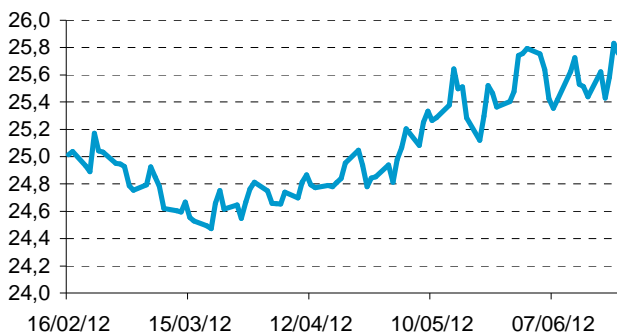


QE II: vývoj kurzů střeoevropských měn vůči euru



Přehled trhů

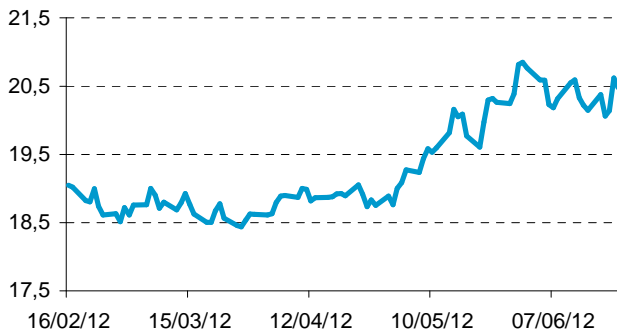
EURCZK



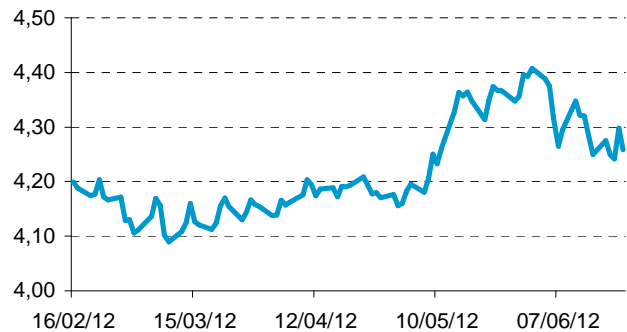
EURUSD



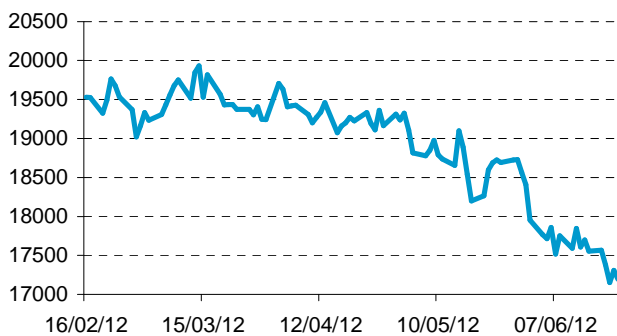
USDCZK



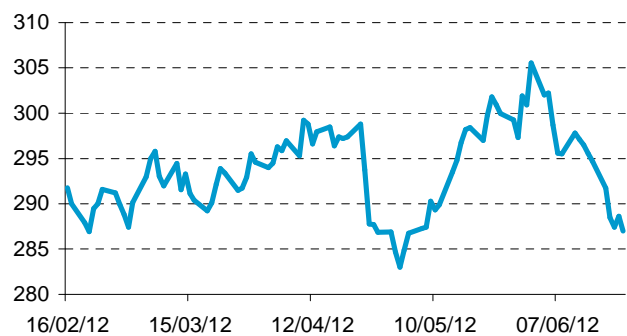
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

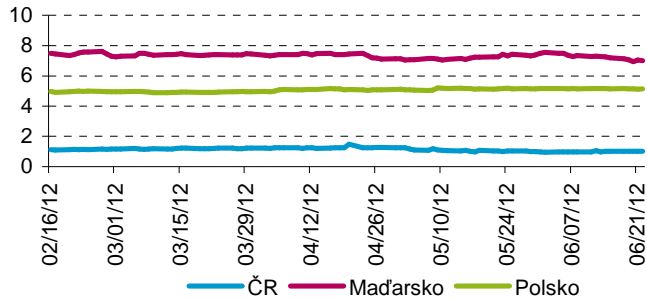


EURHUF

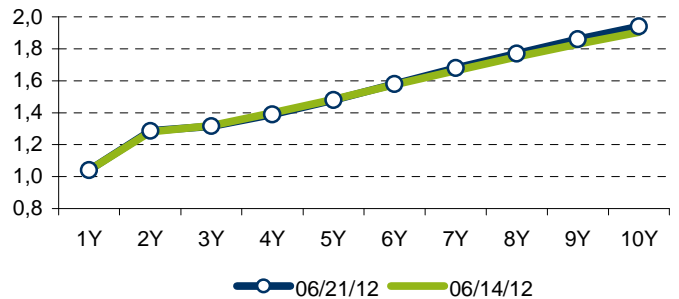


Zdroj: Thomson Reuters

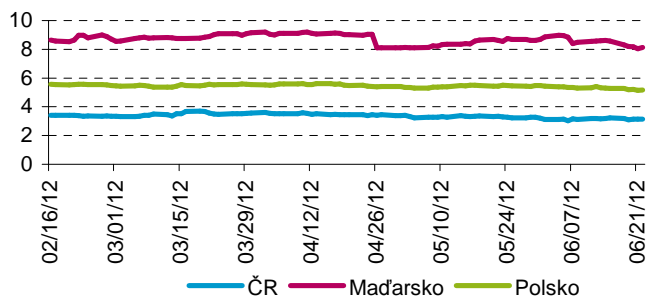
FRA 3x6 (%)



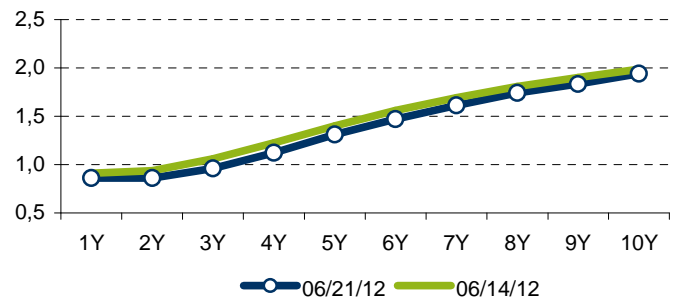
IRS CZK (%)



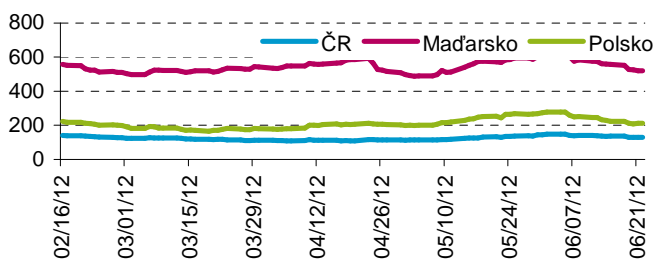
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



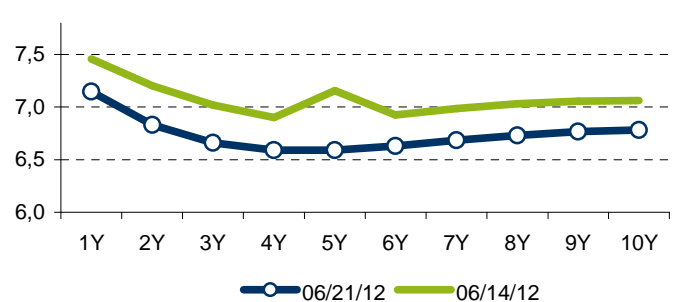
IRS EUR (%)



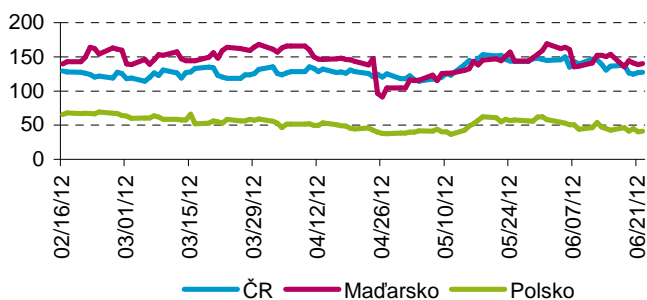
CDS 5Y (bps)



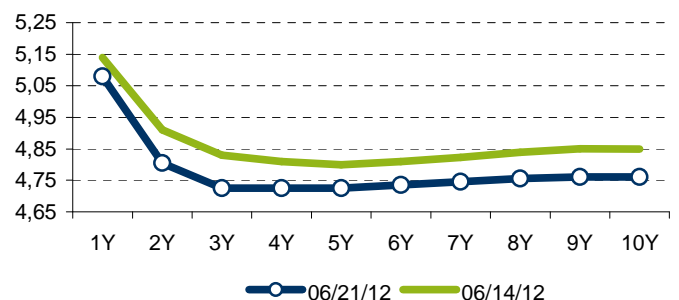
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ÚT cca 14:00, HU Zasedání MNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	7,00	11/2011
změna v b. bodech	0	50

HU: Zasedání MNB

Ačkoliv inflace poměrně výrazně poklesla a forint díky posunu v jednání s MMF zpevnil, MNB měnit sazby nebude. Bankovní rada může nicméně indikovat, že následujících měsících by mohlo dojít k posunu základní úrokové sazby směrem dolů.

ČT 13:00, CZ Zasedání ČNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	0,50	5/2010
změna v p. bodech	-25	-25

CZ: Pokles sazeb ČNB na obzoru

ČNB na svém červnovém zasedání nejspíše sníží svoji hlavní úrokovou sazbu o čtvrt procentního bodu na nové historické minimum 0,50 %. Pro pokles repo sazby už minule hlasovali dva členové bankovní rady a v mezičase se z ČNB ozývaly už i další hlasy pro uvolnění měnové politiky. Pozici centrální banky usnadňuje fakt, že inflace je nižší než předpokládala aktuální prognóza, a naopak propad ekonomiky je rychlejší. Po předpokládaném červnovém snížení sazeb by mohlo následovat dlouhé období rekordně nízkých sazeb minimálně až do poloviny příštího roku.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	25.06.2012	8:00	Spotřebitelská důvěra GfK		07/2012					5,7	
Maďarsko	25.06.2012	9:00	Maloobchodní tržby	%	04/2012			-0,3			0,9
USA	25.06.2012	16:00	Prodej nových domů	tis.	05/2012			346		343	
Polsko	26.06.2012	10:00	Míra nezaměstnanosti	%	05/2012			12,6		12,9	
Polsko	26.06.2012	10:00	Maloobchodní tržby	%	05/2012			0,7	7,3	-2,4	5,5
Maďarsko	26.06.2012	14:00	Zasedání MNB	%	06/2012			7		7	
USA	26.06.2012	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí	%	04/2012			-2		-2,57	
USA	26.06.2012	16:00	Spotřebitelská důvěra		06/2012			64		64,9	
Německo	27.06.2012	8:00	Harmonizovaná inflace	%	06/2012 *P					-0,2	2,2
Německo	27.06.2012	8:00	Inflace	%	06/2012 *P					-0,2	1,9
SR	27.06.2012	10:00	Běžný účet	mid. EUF	04/2012					285	
USA	27.06.2012	14:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostř.	%	05/2012			0,8		-0,6	
USA	27.06.2012	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	%	05/2012			0,5		0,2	
USA	27.06.2012	16:00	Kontrakty na prodej domů	%	05/2012			1		-5,5	14,7
SR	28.06.2012	9:00	Ceny v průmyslu	%	05/2012					0	3,8
Maďarsko	28.06.2012	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	05/2012			11,3		11,5	
Německo	28.06.2012	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	06/2012					6,7	
EMU	28.06.2012	11:00	Index spotřebitelské důvěry		06/2012 *F						
EMU	28.06.2012	11:00	Index ekonomické důvěry		06/2012					90,6	
ČR	28.06.2012	12:30	Zasedání ČNB	%	06/2012	0,5		0,5		0,75	
USA	28.06.2012	14:30	Soukromá spotřeba	%	1Q/2012					2,7	
USA	28.06.2012	14:30	Cenový index HDP	%	1Q/2012			1,7		1,7	
USA	28.06.2012	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	23.6.					387	
USA	28.06.2012	14:30	HDP	%	1Q/2012			1,9		1,9	
USA	28.06.2012	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	16.6.					3278	
USA	28.06.2012	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	1Q/2012			2,1		2,1	
Maďarsko	29.06.2012	8:30	Běžný účet	mid. HUF	1Q/2012			132		149	
Maďarsko	29.06.2012	9:00	Výrobní ceny	%	05/2012				7,1	0,3	7,1
EMU	29.06.2012	10:00	Peněžní zásoba M3	%	05/2012						2,5
ČR	29.06.2012	11:00	Peněžní zásoba M2	%	05/2012						6,5
EMU	29.06.2012	11:00	Inflace	%	06/2012 *P						2,4
Polsko	29.06.2012	14:00	Běžný účet	mil. EUR	1Q/2012			-3623		-4964	
USA	29.06.2012	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	05/2012			0,2		0,1	1,9
USA	29.06.2012	14:30	Deflátor osobní spotřeby	%	05/2012			-0,1		0	1,8
USA	29.06.2012	14:30	Osobní příjmy	%	05/2012			0,2		0,2	
USA	29.06.2012	14:30	Osobní výdaje	%	05/2012			0,1		0,3	
USA	29.06.2012	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		06/2012 *F			74,1		74,1	
USA	29.06.2012	16:00	Index nákupních manažerů z Chicaga		06/2012			53,7		52,7	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná						poslední změna	
		hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1		
Česko	2T repo	0,75	0,75	0,50	0,50	0,50	0,50	-25 bps	5/7/2010
Maďarsko	2T depo	7,00	7,00	7,00	7,00	6,50	6,25	-25 bps	12/20/2011
Polsko	2T inter. sazba	4,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,75	25 bps	6/5/2012

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	PRIBOR 3M	1,22	1,28	1,00	1,00	1,00	1,00
Maďarsko	BUBOR 3M	7,20	7,25	7,00	7,00	6,50	6,25
Polsko	WIBOR 3M	5,13	4,94	4,75	4,80	4,80	4,90

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q1	2011Q4	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	CZ10Y	1,90	2,25	2,24	1,90	2,10	2,25
Maďarsko	HU10Y	6,76	7,36	7,50	7,75	7,50	7,25
Polsko	PL10Y	4,78	4,95	5,00	5,20	5,30	5,40

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	EUR/CZK	25,8	24,8	26,0	25,2	25,0	24,5
Maďarsko	EUR/HUF	287	294	292	290	290	280
Polsko	EUR/PLN	4,26	4,14	4,50	4,25	4,20	4,15

HDP

	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	2,1	1,3	0,6	-0,7	-1,0	-0,7	0,3
Maďarsko	1,5	1,4	1,4	-0,7	-0,5	-0,7	-0,4
Polsko	4,2	4,2	4,3	3,5	3,2	2,6	2,3

Inflace

	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	1,8	2,4	3,8	3,3	3,3	2,8	3,0
Maďarsko	3,6	4,1	4,6	5,2	5,0	4,7	3,7
Polsko	3,9	4,6	3,9	4,3	4,2	3,4	3,0

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

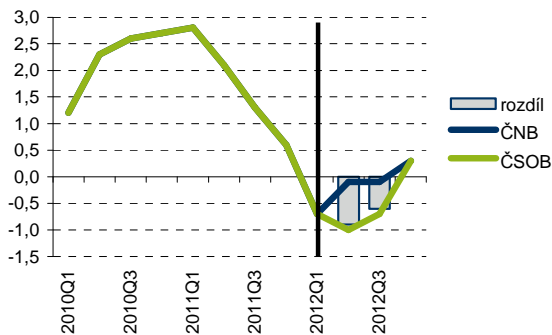
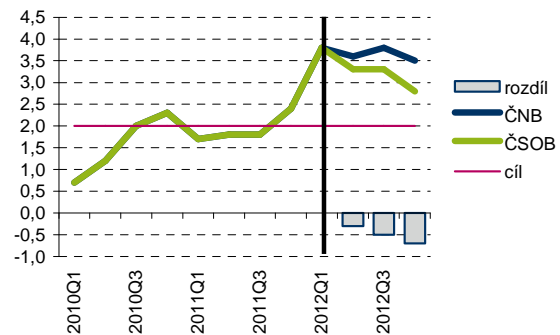
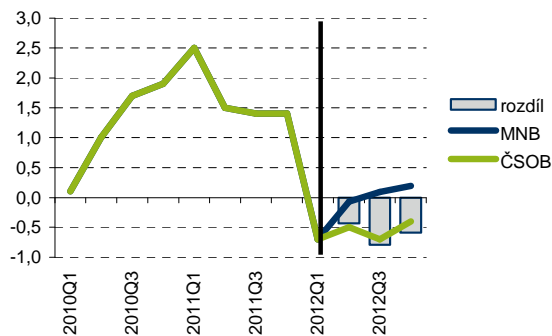
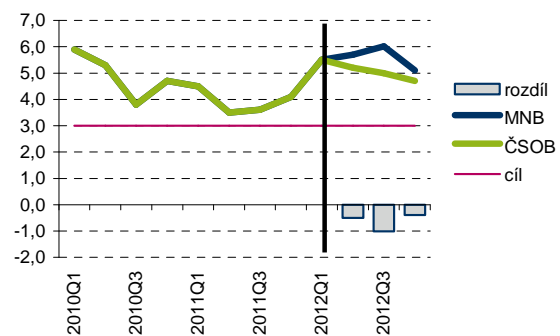
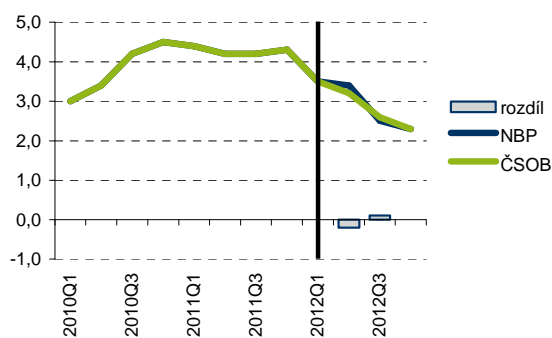
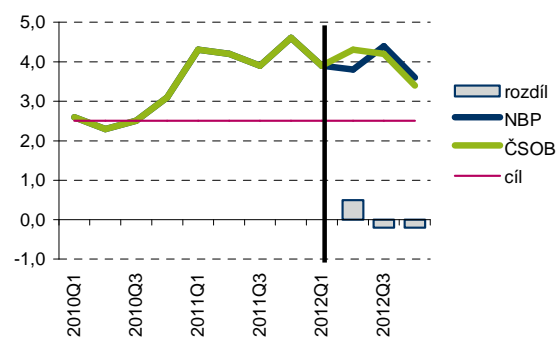
	2012	2013
Česko	-2,3	-2,6
Maďarsko	1,5	1,0
Polsko	-4,3	-3,7

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

	2012	2013
Česko	-3,3	-2,8
Maďarsko	-2,5	-2,2
Polsko	-3,0	

Zdroj dat: ČSOB, Bloomberg

Výhledy centrálních bank

CZ: Výhled na růst HDP (y/y, %)

CZ: Výhled na inflaci (y/y, %)

HU: Výhled na růst HDP (y/y, %)

HU: Výhled na inflaci (y/y, %)

PL: Výhled na růst HDP (y/y, %)

PL: Výhled na inflaci (y/y, %)


Zdroj: ČNB, NBP, MNB, ČSOB

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.