



## ● Česká republika

Hlavní sazba ČNB na novém minimu

2

## ● Výhled na týden

Polská NBP sazby nezmění

5

***Další analytický týdeník bude vydán až 13. července.***

## Vazba koruny na region se v důsledku nízkých úroků sníží

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25.56	↘	↘
EUR/HUF	286.9	↘	↘
EUR/PLN	4.24	↘	↘
3M PRIBOR	1.08	→	→
3M BUBOR	7.20	↘	↘
3M WIBOR	5.13	→	→
10Y CZK	2.98	↘	↘
10Y PLN	5.15	↘	↘
10Y HUF	8.02	↘	↘
3M EURIBOR	0.65	↘	↘
10Y EMU	1.62	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Pomalu se nám blíží letní okurková sezóna, o čemž svědčí zvýšená aktivita tvůrců hospodářské politiky v západní i střední Evropě, aby důležité záležitosti nebylo nutné řešit během prázdninového období.

Mezi takové akce patří jak snížení úrokových sazeb ze strany ČNB, tak výrazný posun při implementaci legislativních změn v zákoně o centrální bance v Maďarsku. Připomeňme, že změny po maďarské vládě požaduje MMF a ECB, aby obě instituce mohly posvětit poskytnutí úvěru, který státu pomůže překlenout nelehký splátkový kalendář.

Ačkoliv snížení oficiální úrokové sazby v ČR i pozitivní závěr rozhovorů mezi MMF a maďarskou vládou se již nějaký den či dokonce týden očekávaly, přesto tyto akce mohou mít déletrvajících důsledky pro středoevropské trhy. Jde zejména o to, že na jednu stranu financování spekulativních pozic v českých korunách dále zlevnilo (jednoměsíční PRIBOR propadl na úroveň 0,76 %), na straně druhé se perspektiva toho, že Budapešť splní podmínky pro získání úvěru od MMF zásadně vylepšuje fundamentální pohled na maďarskou ekonomiku. V tržní praxi to pak může znamenat, že atraktivita carry trade obchodů na ose česká koruna-forint může dále vzrůst. Tržní implikací takového jednání spekulantů, kteří si budou půjčovat v nízko-úročené koruně a investovat do vysoko-úročeného forintu, pak může být, že v případě letního zlepšení sentimentu bude česká měna za forintem, ale i zlotým zaostávat. Jinak korelace koruny se zbytkem rizikových aktiv regionu se může vytráčet či dokonce být negativní.

## Hlavní sazba ČNB na novém minimu

Petr Dufek, Jan Čermák

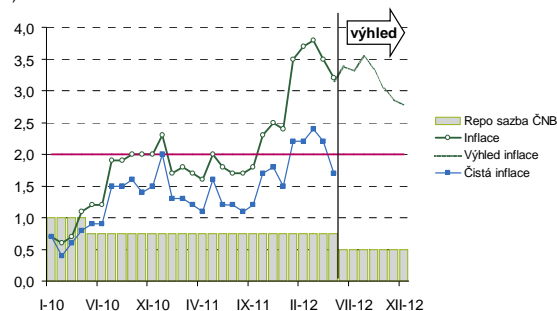
### 4:3 pro snížení hlavní sazby centrální banky.

ČNB nepřekvapila a snížila svoji hlavní úrokovou sazbu o 25 bazických bodů, tj. na nové historické minimum 0,50 %. Ke snížení sazeb přitom nahrávalo několik faktorů: nižší aktuální inflace, horší vývoj české ekonomiky, předpokládaný pokles eurových sazeb a nižší ceny komodit. Trh s krokem ČNB sice počítal, avšak jistým překvapením byl jen těsný výsledek hlasování o sazbách (4:3), neboť v poslední době se z útrob ČNB ozývalo stále více holubičích hlasů.

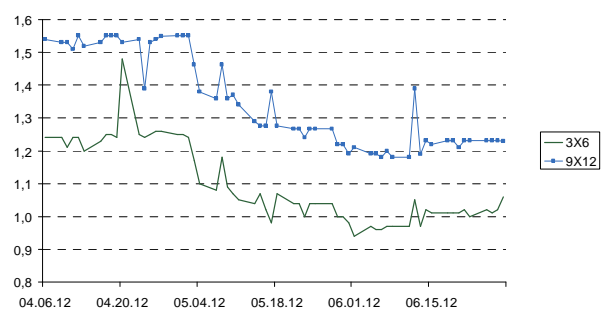
Rozhodnutí bankovní rady nicméně potvrdilo vyznění prognózy ČNB, s níž je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb ve zbývající části roku a jejich následný růst od druhé poloviny roku 2013. Na tiskové konferenci po jednání navíc zaznělo, že rizika jsou vychýlená ve prospěch alternativního „fiskálního“ scénáře, který počítá s ještě s nižšími sazbami, byť v podmínkách vyšší celkové inflace (pokud projdou navrhované daňové změny parlamentem). Za hlavní rizika nyní ČNB považuje fiskální konsolidaci (s negativním dopadem na poptávku), vývoj v zahraničí, slabší domácí ekonomickou aktivitu a domácí cenový vývoj. Naopak jako proinflační riziko ČNB vnímá oslabení kurzu koruny.

Podle našeho názoru jde nejspíše o poslední snížení sazeb v řadě a nyní by mohla následovat poměrně dlouhá stabilita. K uvolnění měnových podmínek totiž přispívá i slabší koruna. ČNB by s takovým vývojem mohla být spokojena a nemusela by směřovat se sazbami ještě blíže k nule a to dokonce ani v situaci skutečné realizace alternativního (negativního makroekonomického) scénáře.

CZ: Meziroční inflace vs. úrokové sazby (%)



CZK FRA

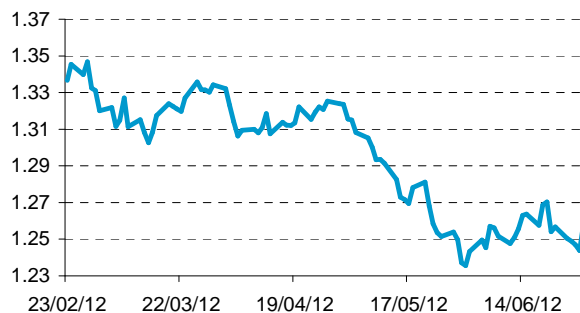


## Přehled trhů

**EURCZK**



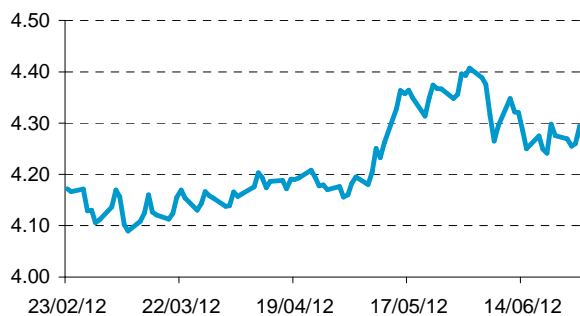
**EURUSD**



**USDCZK**



**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

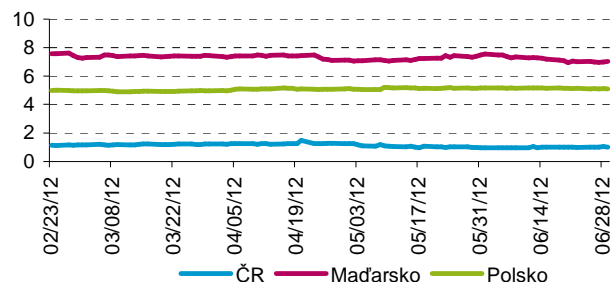


**EURHUF**

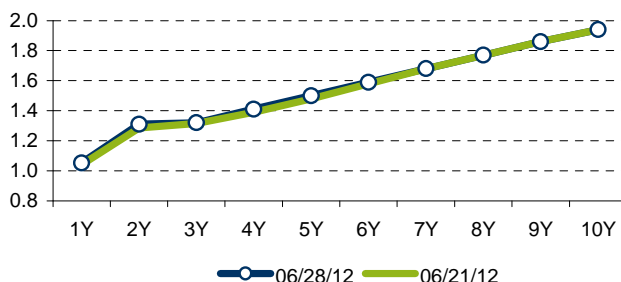


Zdroj: Thomson Reuters

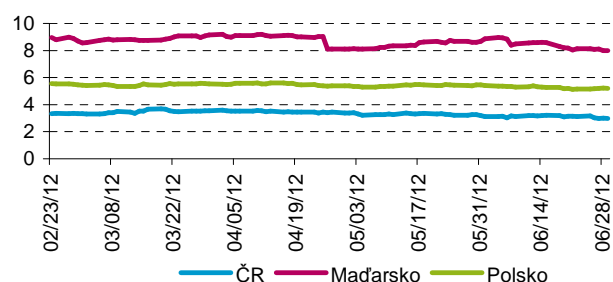
**FRA 3x6 (%)**



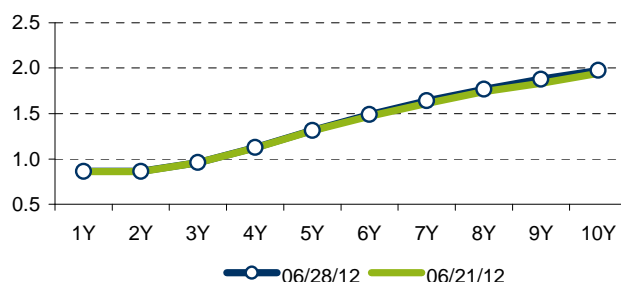
**IRS CZK (%)**



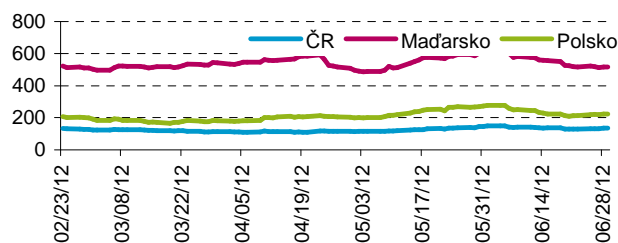
**Výnosy desetiletého dluhopisu (%)**



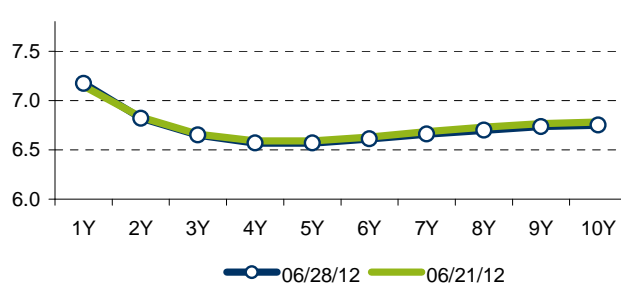
**IRS EUR (%)**



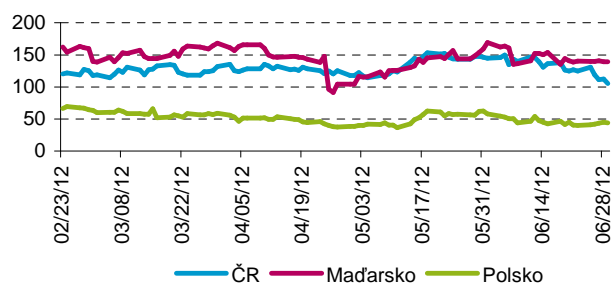
**CDS 5Y (bps)**



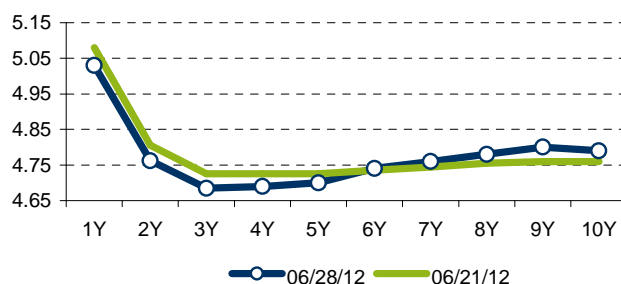
**IRS HUF (%)**



**ASW 10Y (bps)**



**PL IRS (%)**



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

### ST 9:00, CZ Maloobchodní tržby (% y/y)

	V.12	IV.12	V.11
Tržby	-2,0	-4,1	3,7
kumul. od ledna	-0,6	-0,3	4,5

### CZ: Maloobchodní tržby v mínusu

Výsledky maloobchodu zůstaly nejspíše i v květnu v mínusu. Spotřebitelská poptávka zůstává slabá, prodeje aut rovněž zpomalují a květnové tržby srazil i nižší počet pracovních dnů. Spotřebitelská nálada se výrazněji nelepší, a tak příznivější čísla zatím neočekáváme ani pro příští měsíce.

### ST cca 14:00, PL Zasedání NBP

	Náš odhad	Poslední změna
hlavní sazba v %	4,75	5/2012
změna v b. bodech	0	25

### PL: NBP sazby nezmění

Ačkoliv počítáme s tím, že inflace v Polsku v létě vzroste opět nad 4 % v souvislosti s konáním fotbalového šampionátu a slabším kurzem zlotého, tak nás nečekaný květnový pokles těsně nad horní hranici tolerančního pásma NBP utvrzuje v názoru, že centrální banka (NBP) by již nemusela sáhnout ke zvyšování úrokových sazeb. Inflace by se totiž na konci roku mohla dostat i pod horní hranici tolerančního pásma NBP a to na pozadí výrazně zpomalujícího hospodářského růstu. Tyto tendence by měla potvrdit i nová inflační zpráva, kterou bude mít na svém středním zasedání Výbor pro měnovou politiku k dispozici.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Polsko	02.07.2012	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2012						
Maďarsko	02.07.2012	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2012						52.2
ČR	02.07.2012	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2012						
EMU	02.07.2012	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	05/2012			11.1			11
SR	02.07.2012	14:00	Rozpočtové saldo	mld. EUF	06/2012						-2160
ČR	02.07.2012	14:00	Rozpočtové saldo	mld. CZK	06/2012						-79.1
USA	02.07.2012	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		06/2012	50.7		52			53.5
USA	02.07.2012	16:00	Cenový subindex ISM		06/2012			45.9			47.5
USA	02.07.2012	19:15	Projev Williamse v San Franciscu	Fed	07/2012						
Maďarsko	03.07.2012	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	04/2012 *F						396.3
EMU	03.07.2012	11:00	Výrobní ceny	%	05/2012			-0.3	2.5	0	2.6
USA	03.07.2012	16:00	Tovární zakázky	%	05/2012			-0.2			-0.6
USA	03.07.2012	23:00	Prodej domácích automobilů	mil. USD	06/2012			10.9			10.75
USA	03.07.2012	23:00	Celkový prodej automobilů	mil. USD	06/2012			13.95			13.73
SR	04.07.2012	9:00	Maloobchodní tržby	%	05/2012						-1.9
ČR	04.07.2012	9:00	Maloobchodní tržby	%	05/2012		-2		-3.2		-4.1
EMU	04.07.2012	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		06/2012 *F			46.8			46.8
EMU	04.07.2012	11:00	Maloobchodní tržby	%	05/2012			0	-0.6	-1	-2.5
Polsko	04.07.2012	14:00	Zasedání RPP	%	07/2012	4.75		4.75			4.75
Německo	05.07.2012	12:00	Tovární zakázky	%	05/2012			0.3	-5.8	-1.9	-3.8
UK	05.07.2012	13:00	Zasedání BoE	%	07/2012			0.5			0.5
UK	05.07.2012	13:00	Rozhodnutí výboru pro měn. polit. Bank of England		07/2012						
EMU	05.07.2012	13:45	Zasedání ECB	%	07/2012	0.75		0.75			1
USA	05.07.2012	14:30	ADP report z trhu práce	tis.,nsa	06/2012			95			133
USA	05.07.2012	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	30.6.						386
USA	05.07.2012	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	23.6.						3296
USA	05.07.2012	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM		06/2012			52.9			53.7
Maďarsko	05.07.2012	17:00	Rozpočtové saldo	mld. HUF	06/2012						-344.1
Francie	06.07.2012	8:45	Obchodní bilance	mld. EUF	05/2012			-5.4			-5.8
Maďarsko	06.07.2012	9:00	Průmyslová výroba	%	05/2012 *P						-2.4 -3.1
Německo	06.07.2012	12:00	Průmyslová výroba	%	05/2012			0.5	-1.2	-2.2	-0.7
USA	06.07.2012	14:15	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis.,nsa	06/2012	98		99			82
USA	06.07.2012	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis.,nsa	06/2012	92		93			69
USA	06.07.2012	14:30	Míra nezaměstnanosti	%	06/2012			8.2			8.2
USA	06.07.2012	14:30	Průměrná hodinová mzda	%	06/2012			0.2		0.1	1.7

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

## Náš výhled

### Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	poslední změna	
Česko	2T repo	0.50	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	-25 bps	6/29/2012
Maďarsko	2T depó	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	1.08	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	1.98	2.25	2.24	1.90	2.10	2.25
Maďarsko	HU10Y	6.78	7.36	7.50	7.75	7.50	7.25
Polsko	PL10Y	4.77	4.95	5.00	5.20	5.30	5.40

### Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	EUR/CZK	25.6	24.8	26.0	25.2	25.0	24.5
Maďarsko	EUR/HUF	288	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 (%)

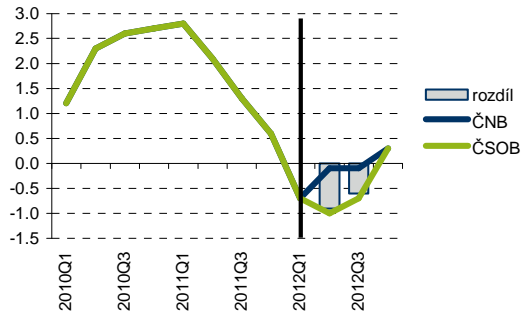
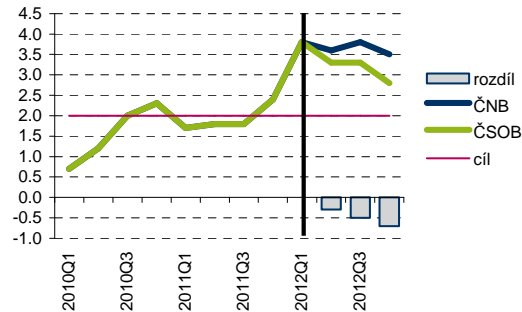
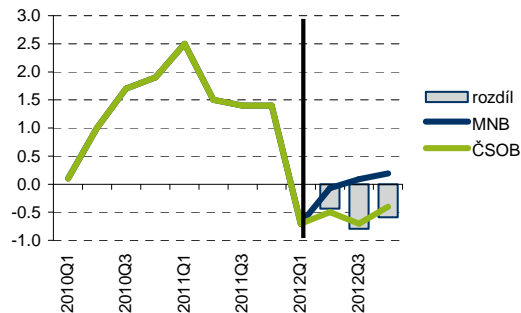
	2012	2013
Česko	-2.3	-2.6
Maďarsko	1.5	1.0
Polsko	-4.3	-3.7

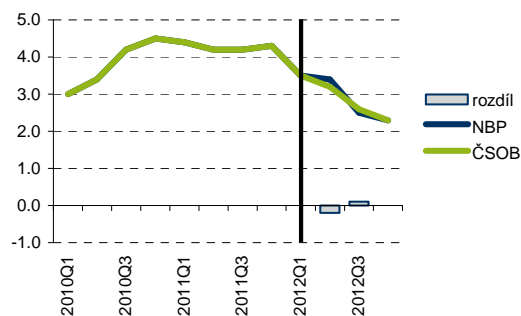
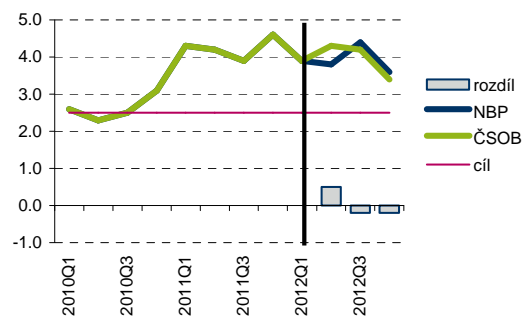
### Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	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.