



## • Česká republika

Má zájem o české vládní dluhopisy vliv na českou korunu?

2

## České a polské vládní dluhopisy v kurzu

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25,36	↗	↗
EUR/HUF	288,4	↗	↗
EUR/PLN	4,20	↗	↗
<b>3M PRIBOR</b>	1,06	→	→
<b>3M BUBOR</b>	7,20	↗	↗
<b>3M WIBOR</b>	5,13	→	→
<b>10Y CZK</b>	2,47	↗	↗
<b>10Y PLN</b>	4,91	↗	↗
<b>10Y HUF</b>	7,74	↗	↗
<b>3M EURIBOR</b>	0,49	→	→
<b>10Y EMU</b>	1,26	→	→

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

České a polské vládní dluhopisy jsou v kurzu. Jejich ceny v posledních dnech a týdnech prakticky neustále sílí. V případě českých dluhopisů tak výnosy bezpečně propadly na historická minima, která jsme si ještě před časem jen těžko dovedli představit. Co je za tím?

Aniž bychom letos měli důkazy v podobě konkrétních dat potvrzujících rostoucí zájem zahraničních investorů, neboť údaje o držbě dluhopisů ze strany nerezidentů jsou zpožděné, nabízí se zvýšená zahraniční poptávka jako nejlogičtější vysvětlení nákupní horečky na českém a polském trhu. Realokace aktiv, kdy portfolio investoři stahující se ze španělského a italského dluhopisového trhu částečně přesouvají svá aktiva jinam, pozitivně zasáhla nejen země jako např. Dánsko či Švédsko, ale dotkla se i střední Evropy. Po snížení sazeb ze strany ECB navíc výnosy dluhopisů u "bezpečných" zemí eurozóny klesly prakticky k nule. Což logicky ještě více učinilo české a polské vládní dluhopisy atraktivní.

Druhým silným momentem, který v poslední době zvýšil zájem o české a polské vládní dluhopisy pak souvisí s (očekávaným) vývojem oficiálních úrokových sazeb v dotyčných ekonomikách. Ty se po nedávném zásahu v ČR ocitly na historických minimech, v Polsku naopak v poslední době prudce vzrostla očekávání, že NBP bude v blízkém (půlročním) horizontu poměrně agresivně svoje sazby snižovat. Přestože nepočítáme s tím, že by ČNB mohla snížit svoji repo sazbu ještě níže (na 0,25 %) a zároveň považujeme současné sázky na redukci oficiálních úrokových sazeb v Polsku za přehnané, uznáváme argumenty trhu, že výše uvedené scénáře jsou možné.

A konečně nedílnou součástí úvah o tom, proč se českým a polským vládním dluhopisům tak daří, musí být i pohled na stranu nabídky. A zde se jako jasné plus ukazuje být při relativně přísné rozpočtové politice fakt, že se českému a polskému státu v první polovině roku podařilo výrazně "předfinancovat" své potřeby rozpočtu a dluhové služby na tento rok.

## Má zájem o české vládní dluhopisy vliv na českou korunu?

Jan Bureš

**Zatímco výnosy českých vládních dluhopisů se propadly na historická minima, kreditní riziko se příliš nemění.**

**Pokles výnosů, resp. zájem o dluhopisy souvisí s celosvětovým poklesem sazeb u bezpečných vládních dluhopisů.**

**Držba českých vládních dluhopisů ze strany nerezidentů kolísá, ovšem nikterak závratně.**

**Příliv portfolio investic možná jen dočasně přerušil negativní vazbu na bezpečný dolar.**

Zájem o české dluhopisy i korunu je velice slušný na to, že euro-krize stále drží hlavní akciové indexy v šachu a dolar vůči euru dál zvesela posiluje. Měnový pár EUR/CZK v posledních týdnech částečně ztratil obvyklou negativní vazbu s měnovým párem EUR/USD a s akciovým indexem S&P 500. Výnosy českých dluhopisů zase spadly na nová historická minima na deseti letech. Přesto z řady důvodů považujeme za předčasné z těchto tendencí usuzovat na to, že se česká aktiva stávají jakýmsi bezpečným ostrovem.

Za prvé, zatímco české výnosy se propadly k novým minimům, hodnocení českého kreditního rizika na trhu s CDS zůstává v posledních měsících bez výraznějších změn a osciluje v pásmu 130-140 bps.

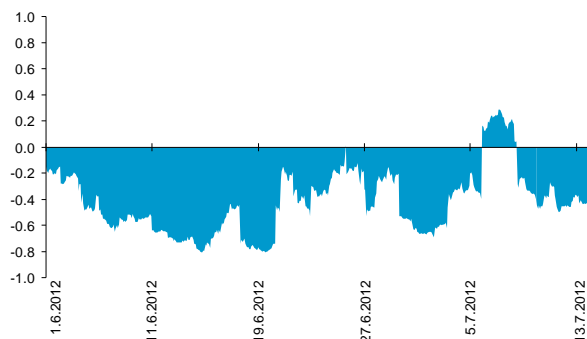
Za druhé, pokles výnosů dluhopisů navíc v tuto chvíli není pouze českým fenoménem. Strach ze slabého růstu v globální ekonomice jako celku vedl k poklesu výnosů ve většině bezpečných lokalit (americký, německý, švýcarský trh), ale i v řadě periferních ekonomik (Irsko, Itálie). Je sice pravda, že se vylepšuje i výnosové rozpětí mezi českým a německým dluhopisem, to ale zatím nedosáhlo ani minim roku 2012, byť absolutní úroveň českých výnosů je v tuto chvíli na historických minimech.

Ačkoliv tedy český dluhopisový trh zažil v uplynulém týdnu zřejmě jednorázový příliv objednávek ze zahraničí, zatím se z toho dá velice těžko vyvodit, že investoři začínají český státní dluh vnímat jako bezpečný přístav. Podobný příliv peněz ze zahraničí na český dluhopisový trh se v minulosti již odehrál a tedy není ničím neobvyklým. Podíváme-li se na podíl zahraničních investorů na celkové držbě domácího (korunového) dluhu, tak ten od počátku roku 2011 osciluje v rozmezí 12,5%-15%, přičemž během jarních měsíců klesl ke spodní hranici tohoto intervalu. Pokud by v posledních dnech evidovaný zájem znamenal, že podíl nerezidentů na držbě vládního dluhu se vrátí zpět k hranici necelých 15 %, znamenalo by to dodatečný nákup dluhopisů za cca 25-30 mld. ze strany zahraničních investorů. To sice není zanedbatelná částka, avšak také nijak závratná z pohledu celkových pohybů v rámci české platební bilance.

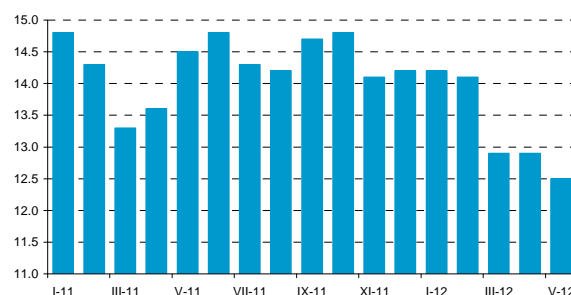
Přílivy peněz do českých dluhopisů tedy mohl dočasně pozitivně ovlivnit kurz koruny a zbavit ji např. tradičně negativní vazby na (bezpečný) dolar. Takové změny v chování koruny ovšem byly v minulosti velice krátkodobé a jak ukazuje i aktuální vývoj korelací mezi EUR/CZK a EUR/USD, stejně tak to vypadá i nyní. Koruna ztratila negativní vazbu na dolar jen na velice krátké období uprostřed uplynulého týdne.

**Kluzavá korelace EUR/CZK a EUR/USD**

(půlhodinové změny kurzů, kluzavá korelace za posledních 18 obchodních hodin)

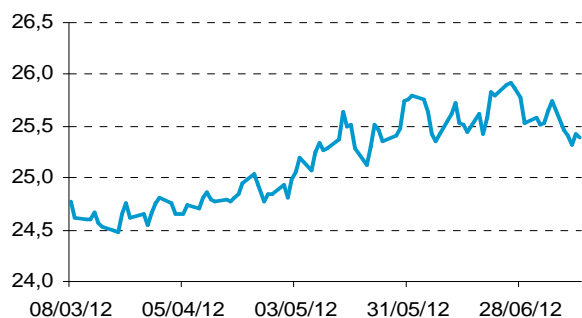


**Podíl nerezidentů na držbě korunových státních dluhopisů**



## Přehled trhů

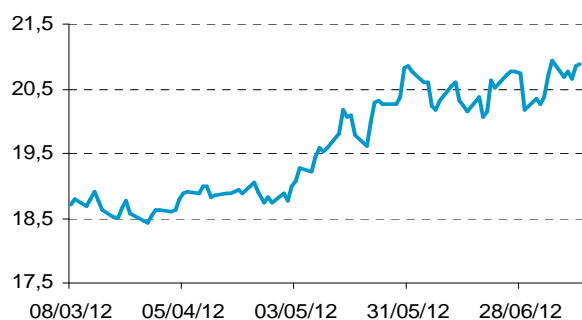
**EURCZK**



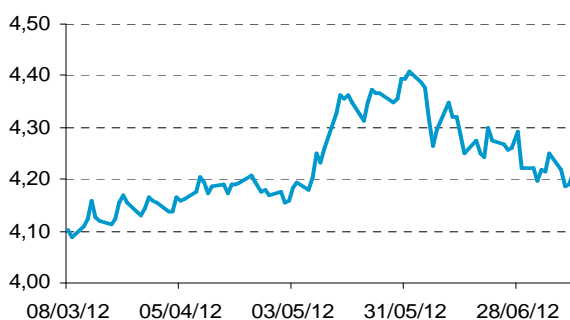
**EURUSD**



**USDCZK**



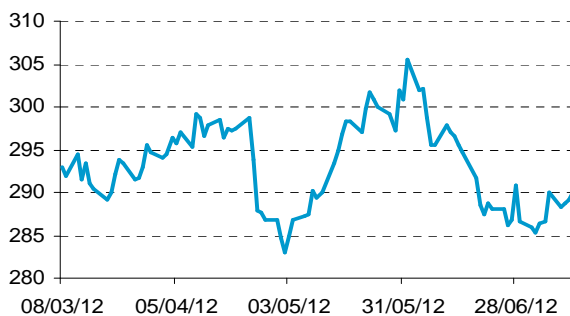
**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

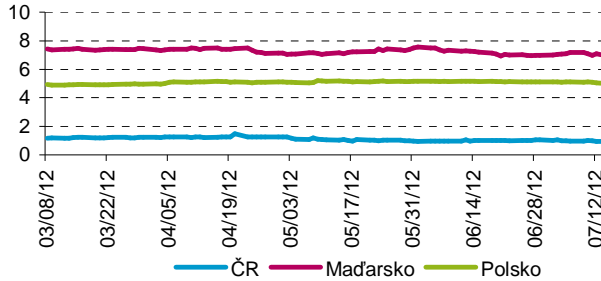


**EURHUF**

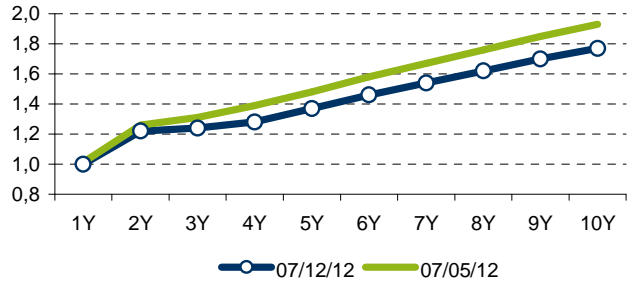


Zdroj: Thomson Reuters

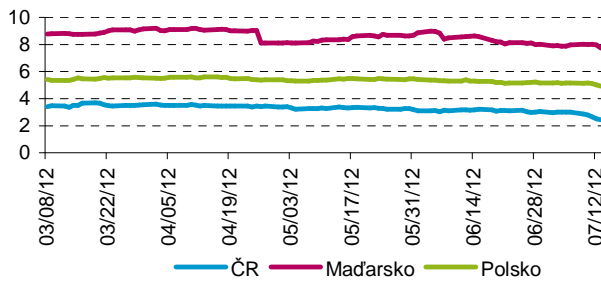
**FRA 3x6 (%)**



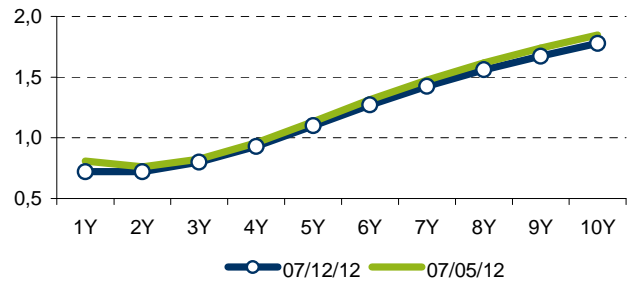
**IRS CZK (%)**



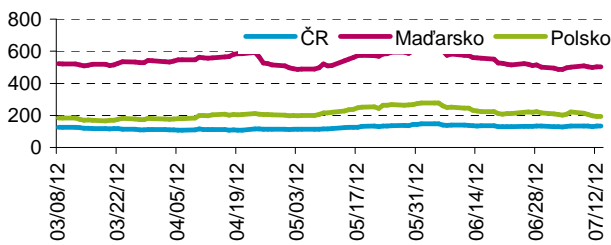
**Výnosy desetiletého dluhopisu (%)**



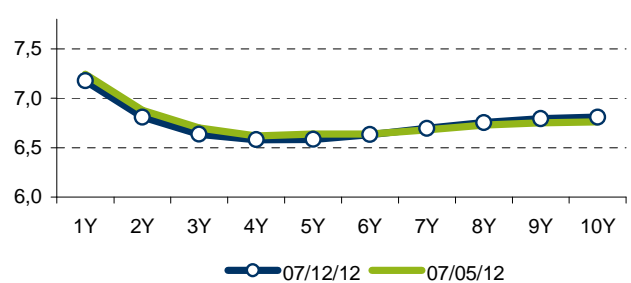
**IRS EUR (%)**



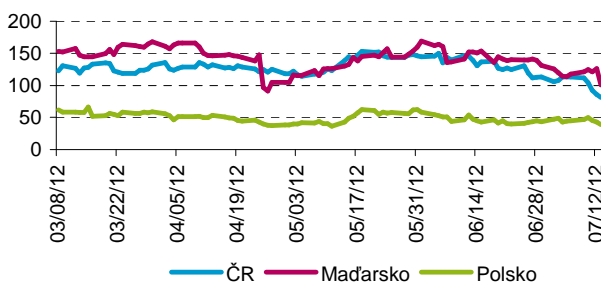
**CDS 5Y (bps)**



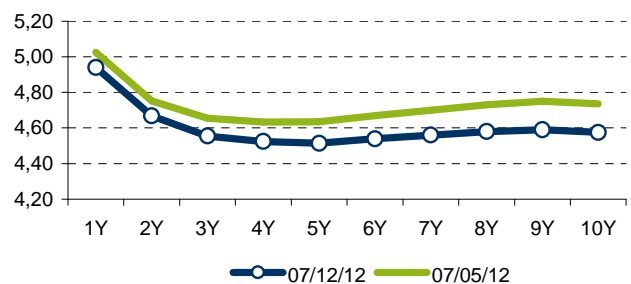
**IRS HUF (%)**



**ASW 10Y (bps)**



**PL IRS (%)**



Zdroj: Thomson Reuters

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
SR	16.07.2012	9:00	Harmonizovaná inflace	%	06/2012			0	3,5	0,1	3,4
EMU	16.07.2012	11:00	Jádrová inflace	%	06/2012				1,6		1,6
EMU	16.07.2012	11:00	Inflace	%	06/2012			0	2,4	-0,1	2,4
EMU	16.07.2012	11:00	Obchodní bilance	mil. EUR	05/2012			5,2		6,2	
USA	16.07.2012	14:30	Maloobchodní tržby	%	06/2012			0,2		-0,2	
USA	16.07.2012	14:30	Podnikatelská nálada ve státě N.Y.		07/2012			3,75		2,29	
USA	16.07.2012	14:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	06/2012			0		-0,4	
Polsko	16.07.2012	15:00	Rozpočtové saldo	mil. PLN	06/2012					-27029	
Německo	17.07.2012	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)		07/2012			32,3		33,2	
Německo	17.07.2012	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)		07/2012			-15		-16,9	
Polsko	17.07.2012	14:00	Mzdy	%	06/2012			3,1	3,6	-2,7	3,8
USA	17.07.2012	14:30	Jádrová inflace	%	06/2012			0,2	2,2	0,2	2,3
USA	17.07.2012	14:30	Inflace	%	06/2012			0	1,6	-0,3	1,7
USA	17.07.2012	15:15	Využití kapacit	%	06/2012			79,2		79	
USA	17.07.2012	15:15	Průmyslová výroba	%	06/2012			0,4		-0,1	
USA	17.07.2012	19:00	Index stavitelů rodinných domů		07/2012			30		29	
ČR	18.07.2012	9:00	Výrobní ceny	%	06/2012	-0,1	1,7	-0,2	1,7	0	1,7
Polsko	18.07.2012	14:00	Ceny v průmyslu	%	06/2012			0,1	4,7	0,2	5
Polsko	18.07.2012	14:00	Průmyslová výroba	%	06/2012			0,9	4,1	4,5	4,6
USA	18.07.2012	14:30	Udělená stavební povolení		06/2012			765		780	
USA	18.07.2012	14:30	Zahájení staveb nových domů		06/2012			743		708	
USA	18.07.2012	20:00	Běžová kniha	Fed	07/2012						
Španělsko	19.07.2012	0:00	Aukce státního dluhopisu	mld. EUF	07/2012						
Maďarsko	19.07.2012	9:00	Mzdy	%	05/2012				3,2		2,5
EMU	19.07.2012	10:00	Běžný účet	mld. EUF	05/2012					4,6	
USA	19.07.2012	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	7.7.					3304	
USA	19.07.2012	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	14.7.					350	
USA	19.07.2012	16:00	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu		07/2012			-8		-16,6	
USA	19.07.2012	16:00	Prodej stávajících domů	mil.	06/2012			4,62		4,55	
USA	19.07.2012	16:00	Předstihové ukazatele		06/2012			-0,1		0,3	
Německo	20.07.2012	8:00	Ceny v průmyslu	%	06/2012			-0,2	1,8	-0,3	2,1
Polsko	20.07.2012	14:00	Jádrová inflace	%	06/2012			0,3	2,4	0	2,3

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	1,06	1,28	1,00	1,03	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	1,69	2,25	2,24	1,80	2,10	2,25
Maďarsko	HU10Y	6,73	7,36	7,50	7,75	7,50	7,25
Polsko	PL10Y	4,55	4,95	5,00	5,20	5,30	5,40

### Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	EUR/CZK	25,4	24,8	26,0	25,2	25,0	24,5
Maďarsko	EUR/HUF	289	294	292	290	290	280
Polsko	EUR/PLN	4,21	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	4,1	4,0	3,2	2,7

### Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

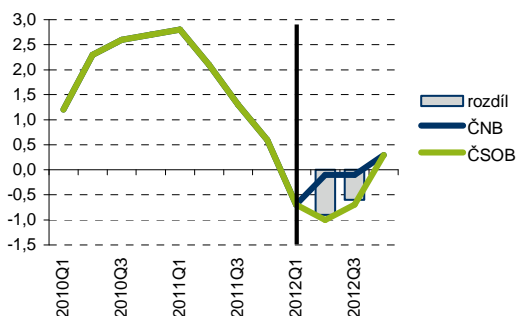
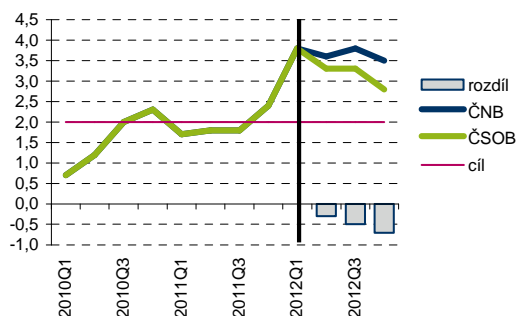
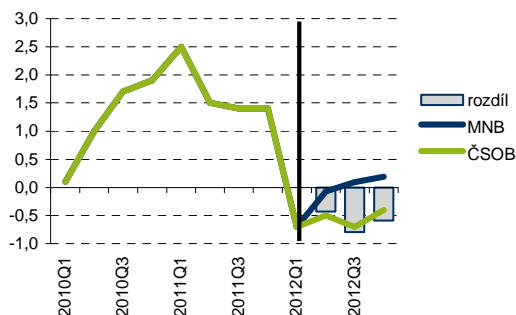
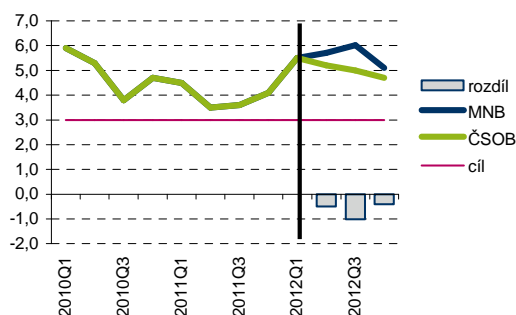
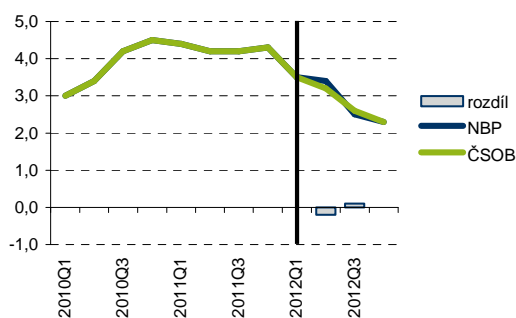
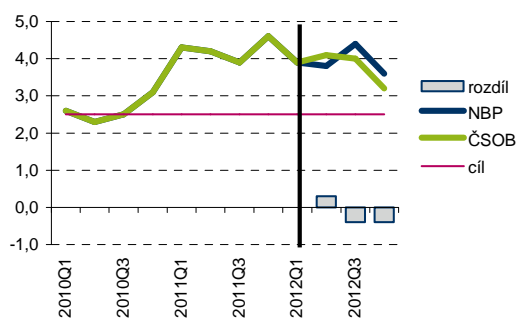
	2012	2013
Česko	-2,3	-2,6
Maďarsko	1,5	1,0
Polsko	-4,3	-3,7

### 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.