



● Česká republika

Dluhopisové trhy v pozitivním módu

2

● Výhled na týden

MNB těsně pro stabilitu sazeb

5

Levné peníze pro střední Evropu

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25,60	→	↗
EUR/HUF	287,0	→	↗
EUR/PLN	4,17	→	↗
3M PRIBOR	1,04	→	→
3M BUBOR	7,19	→	↘
3M WIBOR	5,13	→	→
10Y CZK	2,42	→	→
10Y PLN	4,92	→	↘
10Y HUF	7,30	→	↘
3M EURIBOR	0,45	→	→
10Y EMU	1,17	→	→

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

České desetileté výnosy spadly na historická minima a v poslední aukci mohly českému státu investoři utrhnout ruce. Podobně veselá situace je v Polsku, kde si stát půjčuje nejlevněji za posledních šest let. I když objektivně relativní kvalita českého a polského dluhu stoupá, má pořad daleko k pozici bezpečného ostrova.

Jak česká, tak polská státní kasa nehošpodaří na první pohled vůbec špatně. I když český státní rozpočet možná nedodrží úplně přesně schodek pro tento rok, odchylka od plánovaného schodku 105 mld. korun asi nebude velká a deficit v blízkosti 3 % HDP je v tuto chvíli v celoevropském srovnání úspěch. Česká vláda je navíc z první poloviny roku slušně před-financovaná a z původně plánované emise ji v tomto roce zbývá vydat pouhých pět procent. V Polsku má být deficit veřejných financí letos jenom nepatrně vyšší (necelá 4 % HDP) a potřeba financování na letošní rok je pokrytá z více jak 80 %.

Pořád ale těžko český a polský trh označit za bezpečný ostrov. Za poklesem výnosů jsou kromě domácích faktorů také globální tendence. Investoři se bojí zpomalujícího růstu a pokles výnosů je vidět prakticky ve všech trochu bezpečnějších lokalitách. Rizikové marže měřené CDS zatím ještě nezdolaly ani minima tohoto roku. Jako bezpečný ostrov se také zatím příliš nechovají ani středoevropské měny a mají k tomu pravděpodobně dobrý důvod. Především česká ekonomika je v případě dalšího zostření euro-krize extrémně zranitelná svojí otevřeností a rostoucí závislostí na zahraničním obchodu. České úsporné manévry přispívají v tomto roce zatím k rekordnímu propadu domácí spotřeby a eventuelní prudší propad zahraniční poptávky by sen o super-bezpečném českém dluhopisu rychle rozprášil.

Dluhopisové trhy v pozitivním módu

Petr Dufek, Petr Báča

Nové rekordy na českém dluhopisovém trhu.

Výnosy na českém dluhopisovém trhu v posledním týdnu dosáhly nového historického minima. Výnos desetiletého státního dluhopisu nakrátko spadl pod hranici 2,40 % a od začátku roku tak již propadl o 125 základních bodů. Za snižováním výnosů na českém trhu stojí především nálada na evropském trhu, která táhne k rekordním minimům i německé výnosy. Českému trhu svědčí i snižující se averze k riziku a rovněž také velmi dobrá pozice Ministerstva financí na trhu. Jak je totiž patrné z výsledků emisí státních dluhopisů, MF aktuálně téměř zcela naplnilo letošní plán nových emisí dluhopisů prezentovaný ve Strategii financování a řízení státního dluhu. Včetně eurobondu a spořicíh dluhopisů je naplánovaná částka 187,5 mld. korun nyní už z 95 % pokryta. Podle plánu zbývá jen prodat zanedbatelnou část dluhopisů a vydávat už jen státní pokladniční poukázky. MF však může velmi příznivou situaci na trhu využít a v rámci své vůle se předzásobit hotovostí nebo prodloužit duraci dluhu, pokud by na místo zbylého objemu poukázek vydávalo dluhopisy. Dle libosti.

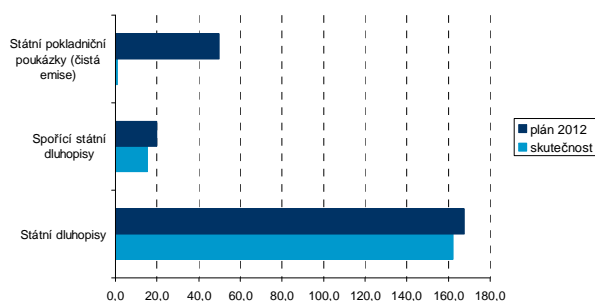
Slabý výkon ekonomiky brzdí daňové příjmy českého rozpočtu.

V souvislosti s financováním státního dluhu si nelze nevšimnout i určitých rizik spojených s letošním státním rozpočtem, který by měl skončit schodkem -105 mld. korun. Vzhledem k horšímu očekávanému výkonu ekonomiky (naposledy včera MF snížilo odhad tempa HDP na -0,5 %) nejsou rizika nenaplnění příjmové strany zcela zanedbatelná. Za prvních šest měsíců roku je zcela patrný slabší výběr DPH (vůči plánu o zhruba 19 mld. korun), spotřebních daní (o 6,5 mld.) a pojistného (o 6,4 mld.). Potenciálním rizikem pro výdajovou stranu se může stát úplné neobnovení toku peněz z evropských fondů. Pravděpodobnost dosažení cílového deficitu 105 mld. korun není zdaleka tak vysoká jako na začátku letošního roku.

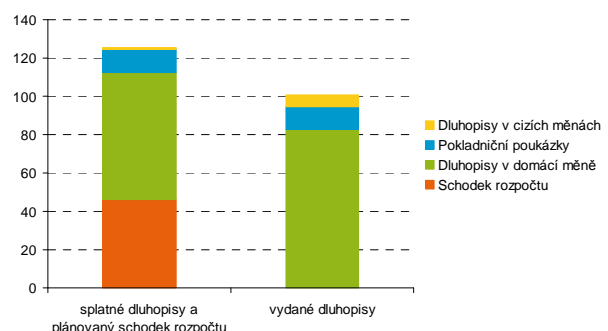
Polské výnosy na šestiletých minimech.

V mnoha aspektech podobná situace jako v České republice je i v Polsku. Ministerstvo financí má již z většiny pokrytu letošní potřebu financování a ve zbytku roku tudíž nebude pod tlakem. Rozpočet je navíc na rozdíl od toho českého postaven na konzervativním odhadu růstu ekonomiky o 2,5 %, který se pravděpodobně podaří překročit. Ministerstvo financí proto může rovněž využít druhou polovinu roku k předfinancování za relativně výhodných podmínek - výnosy desetiletého dluhopisu se v červenci propadly pod 5 %, což jsou šestiletá minima. Do cen se však promítají i sázky trhu na pokles oficiálních úrokových sazeb. Ty souvisí se zjevným zpomalováním ekonomiky, které je však do značné míry očekáváno. Z tohoto titulu může pro ceny polských dluhopisů existovat jisté riziko.

Plnění emisního plánu ČR na rok 2012 (mld. CZK)

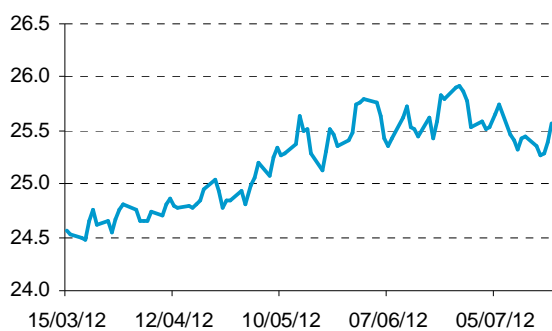


PL: Stav financování rozpočtu na rok 2012 ke 20.červenci 2012 (mld. PLN)



Přehled trhů

EURCZK



EURUSD



USDCZK



EURPLN



DIESEL (CZK/t)

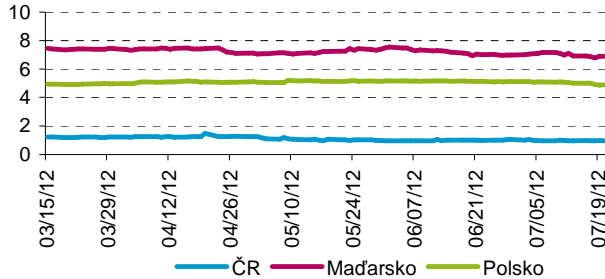


EURHUF

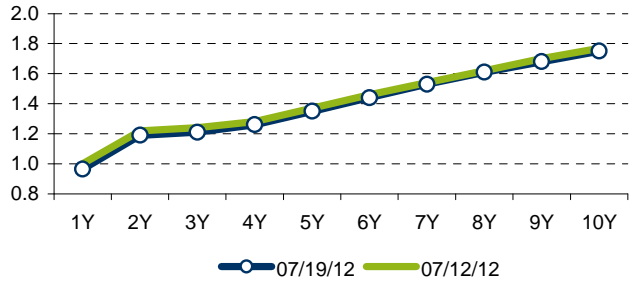


Zdroj: Thomson Reuters

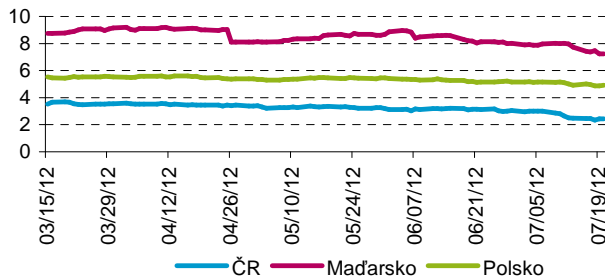
FRA 3x6 (%)



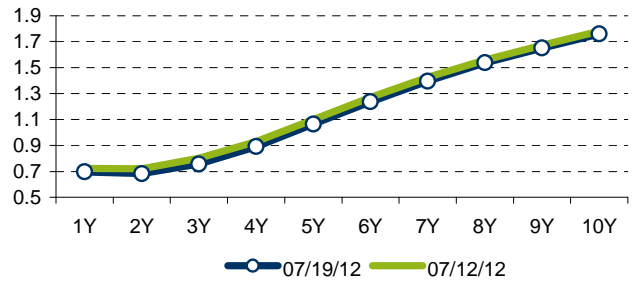
IRS CZK (%)



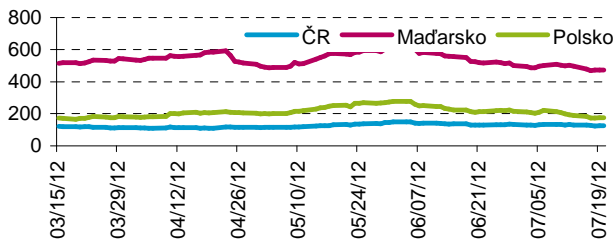
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



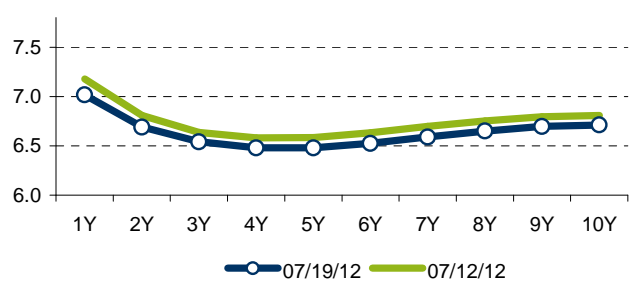
IRS EUR (%)



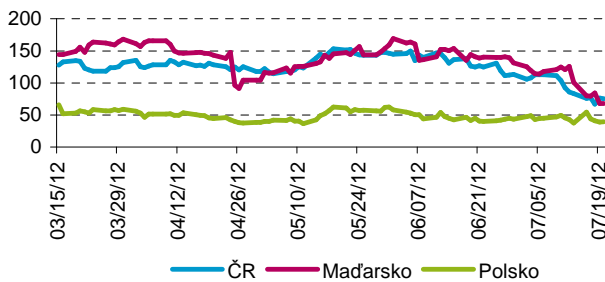
CDS 5Y (bps)



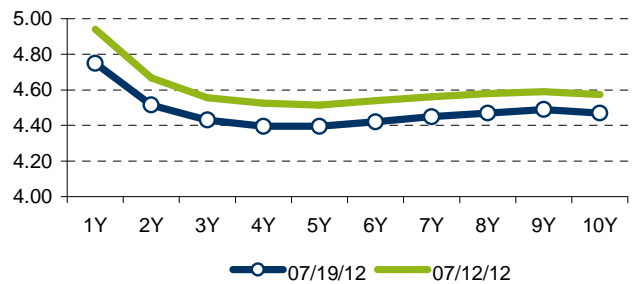
IRS HUF (%)



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: MNB těsně pro stabilitu sazeb

Maďarská centrální banka se připravuje na snížení sazeb. Podle našeho názoru s ním ale počká až na podzimní zasedání. Bude chtít podržet forint během prvních týdnů vyjednávání s MMF, kdy se může prát spousta špinavého prádla. To by v kombinaci s klesajícími sazbami mohlo dostat forint pod tlak. Rozhodování ale pravděpodobně bude velice těsné a není vyloučené, že bankovní rada nakonec sazby sníží již na červencovém zasedání.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	23.07.2012	11:00	Index spotřebitelské důvěry		07/2012 *A			-20		-19.8	
Maďarsko	24.07.2012	9:00	Maloobchodní tržby	%	05/2012				-2.2		-2.7
EMU	24.07.2012	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		07/2012 *A			47.3		47.1	
EMU	24.07.2012	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		07/2012 *A			45.2		45.1	
Maďarsko	24.07.2012	14:00	Zasedání MNB	%	07/2012			7		7	
USA	24.07.2012	23:00	2letá aukce	mld. USE	07/2012			35			
EMU	25.07.2012	0:00	ECB vydává průzkum bankovních úvěrů		ECB 07/2012						
Německo	25.07.2012	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo		07/2012			104.7		105.3	
Německo	25.07.2012	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)		07/2012			113		113.9	
Německo	25.07.2012	10:00	Index Ifo (očekávání)		07/2012			96.7		97.3	
USA	25.07.2012	16:00	Prodej nových domů	tis.	06/2012			370		369	
USA	25.07.2012	23:00	5letá aukce	mld. USE	07/2012			35			
Německo	26.07.2012	8:00	Spotřebitelská důvěra GfK		08/2012			5.8		5.8	
Polsko	26.07.2012	10:00	Míra nezaměstnanosti	%	06/2012			12.2		12.6	
EMU	26.07.2012	10:00	Peněžní zásoba M3	%	06/2012				2.9		2.9
Polsko	26.07.2012	10:00	Maloobchodní tržby	%	06/2012			2.5	9	0.9	7.7
USA	26.07.2012	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	14.7.					3314	
USA	26.07.2012	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	%	06/2012			0.4		1.1	
USA	26.07.2012	14:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostř.	%	06/2012			0		0.4	
USA	26.07.2012	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	21.7.			380		386	
USA	26.07.2012	16:00	Kontrakty na prodej domů	%	06/2012			0.9	12.4	5.9	15.3
Německo	27.07.2012	8:00	Inflace	%	07/2012 *P			0.3	1.7	-0.1	1.7
Německo	27.07.2012	8:00	Harmonizovaná inflace	%	07/2012 *P			0.4	1.9	-0.2	2
SR	27.07.2012	9:00	Ceny v průmyslu	%	06/2012					0.7	4.2
USA	27.07.2012	14:30	HDP	%	2Q/2012 *A			1.5		1.9	
USA	27.07.2012	14:30	Soukromá spotřeba	%	2Q/2012 *A			1.5		2.5	
USA	27.07.2012	14:30	Cenový index HDP	%	2Q/2012 *A			1.6		2	
USA	27.07.2012	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	2Q/2012 *A			1.9		2.3	
USA	27.07.2012	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		07/2012 *F			73		72	
USA	27.07.2012	23:00	7letá aukce	mld. USE	07/2012			29			

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	1.04	1.28	1.00	1.03	1.00	1.00
Maďarsko	BUBOR 3M	7.19	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	1.74	2.25	2.24	1.80	2.10	2.25
Maďarsko	HU10Y	6.73	7.36	7.50	6.75	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	25.6	24.8	26.0	25.2	25.0	24.5
Maďarsko	EUR/HUF	286	294	292	290	290	280
Polsko	EUR/PLN	4.16	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 (%)

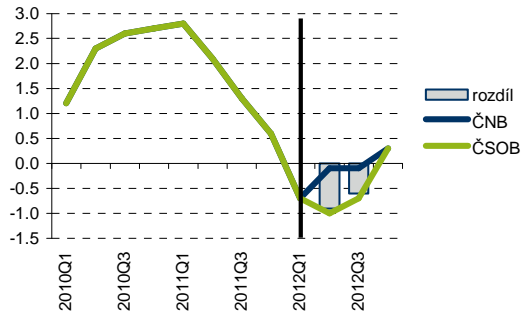
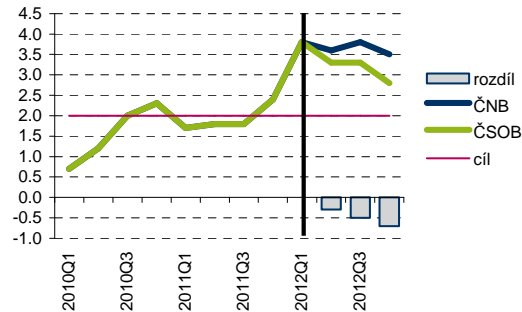
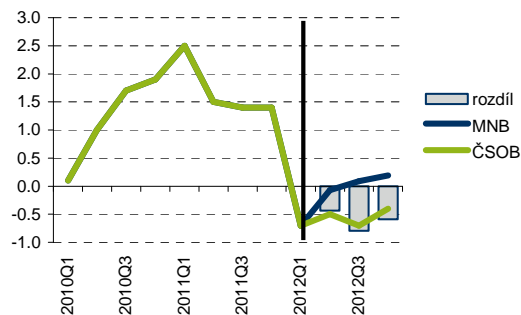
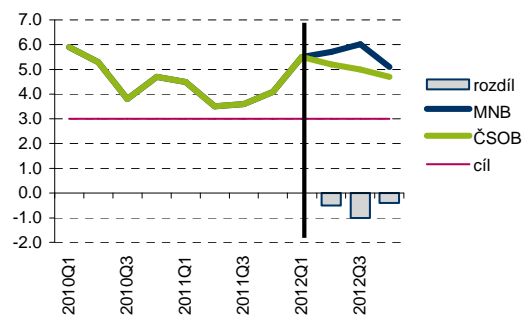
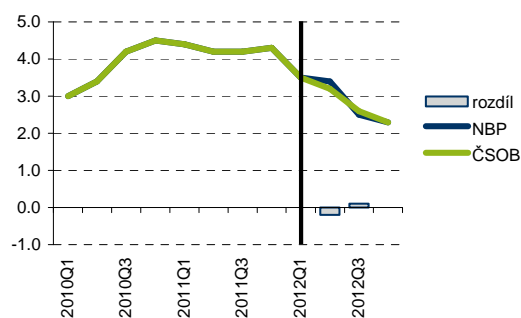
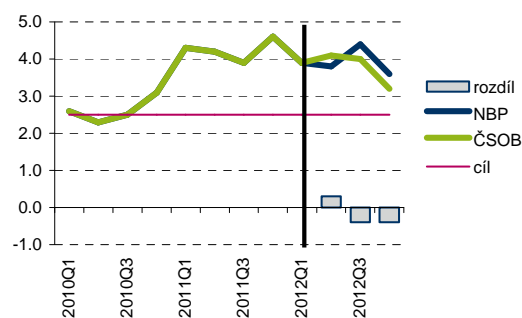
	2012	2013
Česko	-2.3	-2.6
Maďarsko	1.5	1.0
Polsko	-4.3	-3.7

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.