



**Vážení klienti,**  
**následující týdeník vyjde po letní přestávce 7. září.**  
**Investiční výzkum ČSOB**

## ● Česká republika

ČNB současně nepřekvapila i překvapila 2

## ● Výhled na týden

Recese tlačí inflaci k ústupu 5

## Pojistky pod zkratkami Fed a ECB

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25,22	↘	↘
EUR/HUF	278,2	↘	↘
EUR/PLN	4,06	↘	↘
<b>3M PRIBOR</b>	1,03	→	→
<b>3M BUBOR</b>	7,15	↘	↘
<b>3M WIBOR</b>	5,12	→	→
<b>10Y CZK</b>	2,33	↗	↗
<b>10Y PLN</b>	4,70	↘	↘
<b>10Y HUF</b>	7,54	↘	↘
<b>3M EURIBOR</b>	0,38	→	→
<b>10Y EMU</b>	1,36	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Globální zpomalení je na postupu, což je vidět nejen v problémové eurozóně, ale i Asii, Spojených státech a samozřejmě také v České republice. To je asi hlavní špatná zpráva posledních dnů. Tou dobrou zprávou naopak je, že klíčoví centrální bankéři bedlivě monitorují vývoj konjunktury, a pokud se růstové charakteristiky dále zhorší, nehodlají sedět se založenýma rukama.

Odhlédneme-li od možností, které mají tvůrci hospodářské politiky v Asii v otázce rozpočtové expanze, pak pro USA a eurozónu zůstává měnová politika jedinou možností, jak ekonomiku povzbudit. Jak v případě ECB, tak v případě Fedu jsou centrální bankéři připraveni k dalšímu expanzivnímu zásahu, který by mohl mít podobu nákupů vládních dluhopisů v řádu desítek až stovek miliard eur (resp. dolarů) měsíčně. Přitom ačkoliv nepůjde o koordinovanou akci, je dost dobře možné, že se Fed, resp. ECB, pustí do nákupů dluhopisů přibližně ve stejný čas, kterým by mohl být podzim tohoto roku.

Příslib další intervence Fedu a ECB (v tomto případě podmíněný možností kooperovat s fondy EFSF a ESM) na trzích dluhopisů momentálně funguje jako velmi dobrá pojistka proti tomu, aby došlo k nějakému razantnímu výprodeji rizikových aktiv. A to je nakonec dobrá zpráva i pro investory, kteří včas zaujali dlouhé pozice ve středoevropských aktivech, jakými jsou např. i měny a vládní dluhopisy.

## ČNB současně nepřekvapila i překvapila

Petr Dufek

### 4:2 pro stabilní sazby. Guvernér tentokrát na jednání chyběl.

To, že bankovní rada ČNB na svém čtvrtěním zasedání ponechala úrokové sazby beze změny, překvapením rozhodně nebylo. Avšak to, že se našly dva hlasy ze šesti zúčastněných (připomeňme, že guvernér se tentokrát jednání nezúčastnil) pro další snížení sazeb už určitým překvapením bylo. Kdo konkrétně z Rady preferuje ještě nižší repo sazbu, se ovšem dozvíme až za týden. V každém případě většina hlasujících se přiklonila k vyčkávací politice, která se s ohledem na rizika jeví jako nejvhodnější. Navíc ani přidaná hodnota dalšího poklesu repo sazby může být docela diskutabilní. Důležitou – leč hypotetickou – otázkou je, jak by se při dnešním hlasování zachoval guvernér, který tentokrát chyběl.

### Koruna se pod hranici 25 CZK/EUR hned tak podle ČNB nepodívá.

Bankovní rada měla jako podklad pro hlasování k dispozici novou inflační prognózu, jež je mnohem pesimističtější ve srovnání s předchozím výhledem (viz tab.). Ekonomika by se měla – podle ČNB – letos propadnout o 0,9 %, zatímco původně centrální banka předpokládala stagnaci. Nejhorší výsledek přitom ČNB očekává pro třetí a čtvrté čtvrtletí – shodně -1,3 %. ČNB současně výrazně navýšila výhled inflace pro letošní i příští rok a zcela opustila svůj doposud optimisticky naladěný názor na českou korunu, která se podle ní letos ani v příštím roce pod psychologickou hranici 25 CZK/EUR rozhodně nevrátí.

### ČNB prognózuje tříměsíční Pribor v ročním horizontu na úrovni 0,2 %.

Asi nejvíce zajímavou zprávou z prognózy je výhled tříměsíčního Priboru, který se podle ČNB propadne v příštím roce až na 0,2 %. To by ovšem znamenalo, že by repo sazba mohla či měla poklesnout „minimálně“ na nulu. A naopak první zvýšení hlavní sazby ČNB by přicházelo v úvahu až v roce 2014. Pro úplnost je třeba dodat slova viceguvernera, který naznačil, že jedním z hlavních faktorů ovlivňujících prognózu je nižší výhled euriboru.

Výhled: Převaha vyčkávajících by se podle našeho názoru mohla udržet i nadále, a tak by se sazby ČNB už měnit nemusely. V našem výhledu proto preferujeme stabilitu úrokových sazeb centrální banky a první změnu až v roce 2014, kdy by mohla ČNB začít velmi opatrně a pozvolně zvyšovat své sazby.

 Srovnání nové prognózy ČNB s předcházející  
na rok 2012

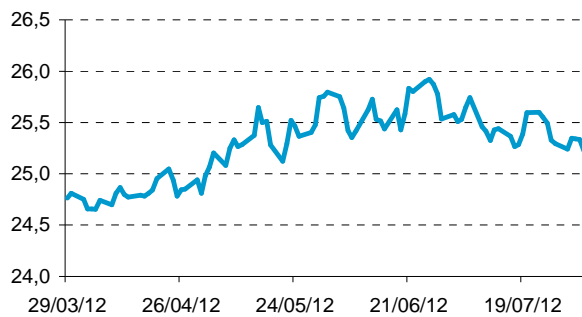
Prognóza ČNB		nová	minulá	změna
HDP	2012	-0,9	0,0	↓
Inflace	2012Q4	3,0	3,5	↓
Měnově politická inflace	2012Q4	1,8	2,2	↓
PRIBOR 3M	2012Q4	0,6	0,8	↓
CZK/EUR	2012Q4	25,3	24,5	↑
Vnější předpoklady		nová	nová	změna
HDP eurozóny	2012	0,7	0,5	↑
Inflace v eurozóně	2012	2,5	2,3	↑
EURIBOR 3M	2012	0,7	0,8	↓
Brent	2012	105,9	119,2	↓
USD/EUR	2012	1,27	1,30	↓

 Srovnání nové prognózy ČNB s předcházející  
na rok 2013

Prognóza ČNB		nová	minulá	změna
HDP	2013	0,8	1,9	↓
Inflace	2013Q4	2,3	1,4	↑
Měnově politická inflace	2013Q4	1,5	1,7	↓
PRIBOR 3M	2013Q4	0,2	1,0	↓
CZK/EUR	2013Q4	25,0	24,3	↑
Vnější předpoklady		nová	nová	změna
HDP eurozóny	2013	1,2	1,6	↓
Inflace v eurozóně	2013	2,0	2,0	→
EURIBOR 3M	2013	0,5	0,8	↓
Brent	2013	96,4	112,3	↓
USD/EUR	2013	1,24	1,29	↓

## Přehled trhů

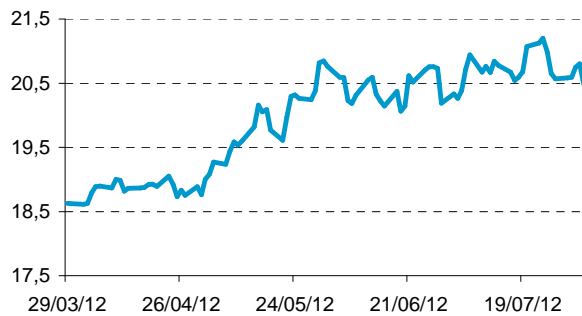
**EURCZK**



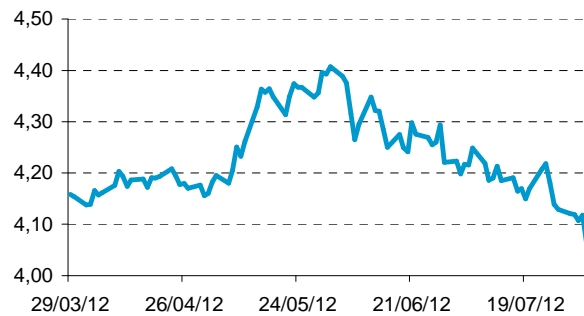
**EURUSD**



**USDCZK**



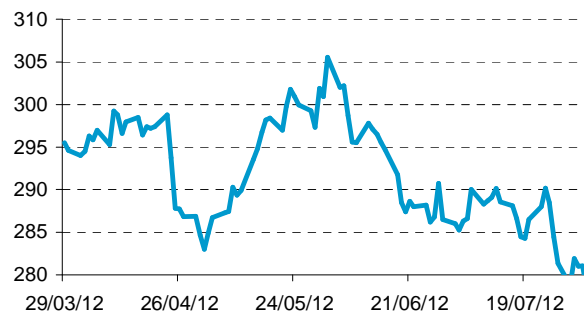
**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

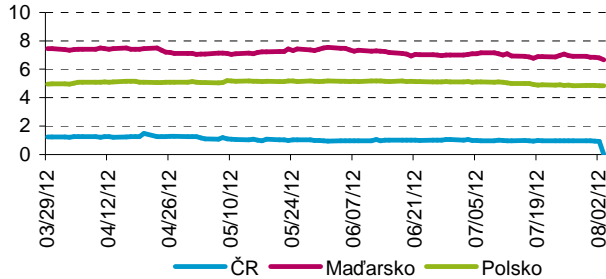


**EURHUF**

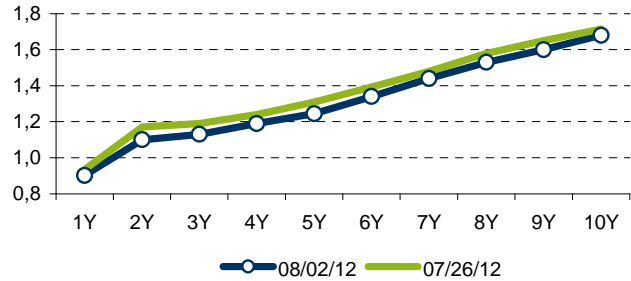


Zdroj: Thomson Reuters

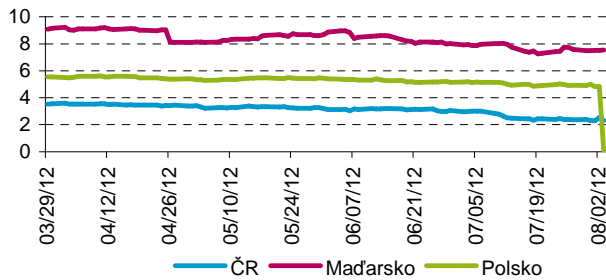
**FRA 3x6 (%)**



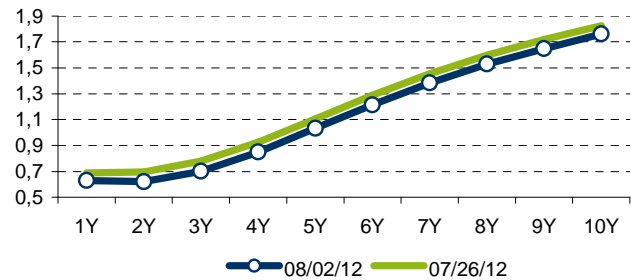
**IRS CZK (%)**



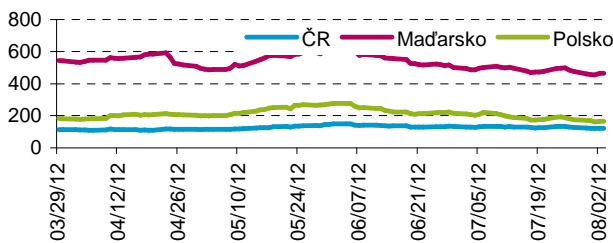
**Výnosy desetiletého dluhopisu (%)**



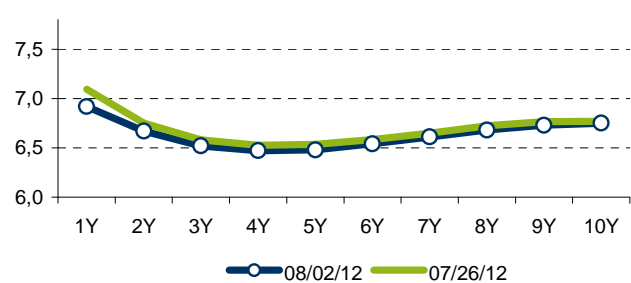
**IRS EUR (%)**



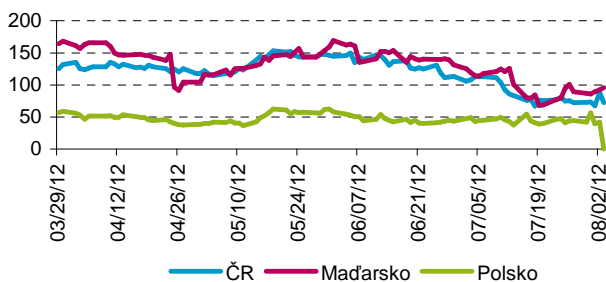
**CDS 5Y (bps)**



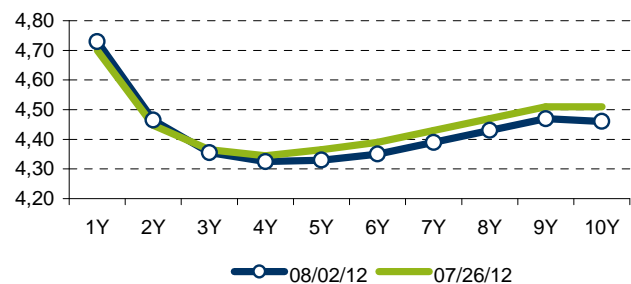
**IRS HUF (%)**



**ASW 10Y (bps)**



**PL IRS (%)**



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

---

### PO 9:00, CZ Průmyslová výroba (% , y/y)

	VI.12	V.12	VI.11
Měsíčně	-0,8	-2,4	7,7
kumul. od ledna	1,2	1,6	10,3

### CZ: Slabší výsledek průmyslu na obzoru

Průmyslová výroba v červnu zaznamenala, podle našeho názoru, mírný pokles. Stál za ním jednak nižší počet pracovních dnů a především slabší domácí a zahraniční poptávka. Pozitivní výsledek se dá očekávat zvláště od automobilového průmyslu, s odstupem následovaného výrobou elektrických zařízení, chemií a energetikou. Podstatnější snad než samotný výsledek průmyslu budou zakázky, které naznačí další zvolňování tempa tohoto nejvýznamnějšího odvětví české ekonomiky v dalších měsících.

### ČT 9:00, CZ Inflace (%)

	VII.12	VI.12	VII.11
Inflace m/m	0,2	0,2	0,3
Inflace y/y	3,4	3,5	1,7

### CZ: Mírný pokles inflace v červenci

Spotřebitelské ceny nejspíše v posledním měsíci mírně vzrostly v důsledku sezónního zdražení rekreací a nápojů, avšak celková meziroční inflace pravděpodobně zaznamenala mírný pokles o jednu desetinu procentního bodu. Inflace zůstává vysoko nad cílem a je ovlivněná především lednovým zvýšením dolní sazby DPH, nicméně v dalších měsících by měl pokračovat desinflační trend podporovaný klesající domácí poptávkou.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	06.08.2012	9:00	Obchodní bilance	mld. CZK	06/2012	21,9				23,1	
ČR	06.08.2012	9:00	Stavební výroba	%	06/2012						-3,5
ČR	06.08.2012	9:00	Průmyslová výroba	%	06/2012		-0,8				-2,4
Maďarsko	07.08.2012	9:00	Průmyslová výroba	%	06/2012 *P					3,2	1,9
Německo	07.08.2012	12:00	Tovární zakázky	%	06/2012					0,6	-5,4
Maďarsko	07.08.2012	17:00	Rozpočtové saldo	mld. HUF	07/2012						-517,7
Německo	08.08.2012	8:00	Obchodní bilance	mld. EUR	06/2012					15,3	
Německo	08.08.2012	8:00	Běžný účet	mld. EUR	06/2012					9	
ČR	08.08.2012	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	07/2012	8,2				8,1	
Maďarsko	08.08.2012	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	06/2012 *P						
Německo	08.08.2012	12:00	Průmyslová výroba	%	06/2012					1,6	0
USA	08.08.2012	16:35	Zásoby ropy - EIA	mdbl	08/2012 *A						
USA	08.08.2012	16:35	Zásoby benzínu - EIA	mdbl	08/2012 *A						
USA	08.08.2012	16:35	Zásoby destilátů - EIA	mdbl	08/2012 *A						
SR	09.08.2012	9:00	Obchodní bilance	mld. EUR	06/2012					560,1	
SR	09.08.2012	9:00	Průmyslová výroba	%	06/2012						10,8
ČR	09.08.2012	9:00	Inflace	%	07/2012	0,2	3,4			0,2	3,5
SR	09.08.2012	9:00	Stavební výroba	%	06/2012						-7,9
EMU	09.08.2012	10:00	Měsíční zpráva ECB	ECB	08/2012						
USA	09.08.2012	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	28.7.						
USA	09.08.2012	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	4.8.						
USA	09.08.2012	14:30	Obchodní bilance	mld. USD	06/2012						-48,7
Německo	10.08.2012	8:00	Harmonizovaná inflace	%	07/2012 *F						
Německo	10.08.2012	8:00	Inflace	%	07/2012 *F						
SR	10.08.2012	9:00	Mzdy	%	06/2012						2
USA	10.08.2012	14:30	Index dovozních cen	%	07/2012					-2,7	-2,6
USA	10.08.2012	20:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	07/2012						

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	1,03	1,28	1,00	1,00	1,00	1,00
Maďarsko	BUBOR 3M	7,15	7,25	7,00	7,00	6,50	6,25
Polsko	WIBOR 3M	5,12	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	1,66	2,25	2,24	1,80	2,15	2,10
Maďarsko	HU10Y	6,60	7,36	7,50	6,75	7,50	7,25
Polsko	PL10Y	4,39	4,95	5,00	5,20	5,30	5,40

### Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	EUR/CZK	25,2	24,8	26,0	25,2	25,0	24,5
Maďarsko	EUR/HUF	278	294	292	290	290	280
Polsko	EUR/PLN	4,06	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	0,0
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	3,7	3,4	3,5	3,1	2,9
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 (%)

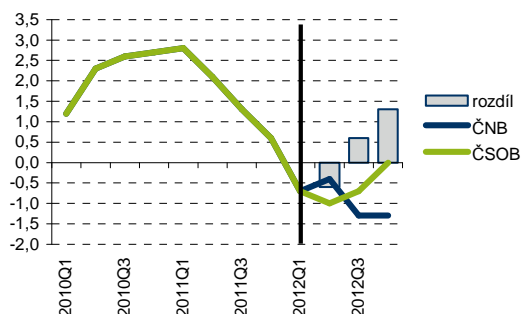
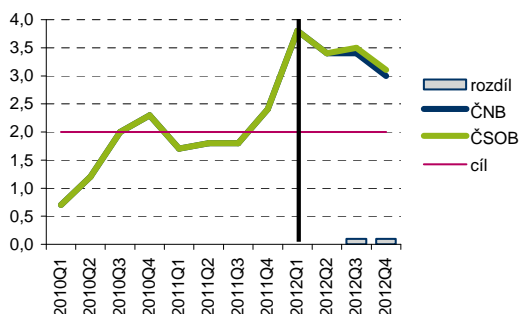
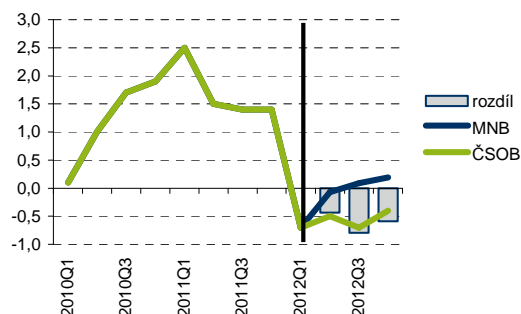
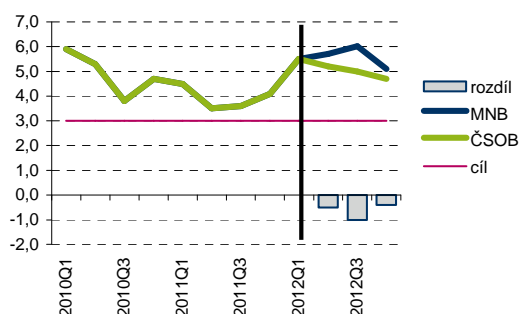
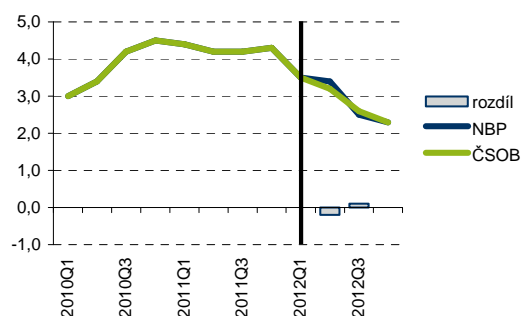
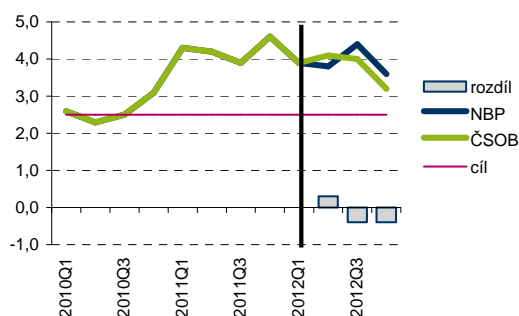
	2012	2013
Česko	-2,3	-2,6
Maďarsko	1,5	1,0
Polsko	-4,3	-3,7

### 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.