



● Střední Evropa

Kde se zastaví zisky střeoevropských měn? 2

Střeoevropské inflace vysoko nad cílem 3

Fed nepřímó podpořil expanzivní akci ze strany ČNB a NBP

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24.42	↘	↗
EUR/HUF	282.2	↘	↗
EUR/PLN	4.07	↘	↗
3M PRIBOR	0.87	→	↘
3M BUBOR	6.89	→	↘
3M WIBOR	4.95	→	↘
10Y CZK	2.55	↗	↗
10Y PLN	4.94	↗	↗
10Y HUF	7.28	↗	↗
3M EURIBOR	0.25	→	↘
10Y EMU	1.71	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Rozhodnutí Fedu zahájit další kolo kvantitativního uvolňování ještě více vygradovalo býčí atmosféru na finančních trzích ve střední Evropě. Daří se nejen akciím, ale i měnám, přičemž výjimku představovaly pouze české a polské vládní dluhopisy, které v uplynulých týdnech byly přece jenom překoupené, neboť reprezentovaly zajímavé útočiště pro investory prchající z některých trhů v eurozóně. Výprodej polských a českých dluhopisů přitom paradoxně nastal v situaci, kdy se ukázalo, že srpnová míra inflace vyzněla příznivě ve prospěch brzkého snížení oficiální úrokových sazeb ze strany ČNB, resp. NBP.

Mezi faktory, jež podporují expanzivní akci ze strany střeoevropských centrálních bank přitom nepatří jen aktuálně velmi pozitivně se vyvíjející inflace (což platí o ČR a Polsku), ale také nepřímó i poslední akce ze strany Fedu. Ta, jak již bylo zmíněno, učinila střeoevropské měny velmi silné, což ještě zpříšnilo měnové podmínky v dotyčných ekonomikách. Tím se prostor pro redukci oficiálních úrokových sazeb dále zvětšil.

Kde se zastaví zisky středoevropských měn?

Jan Bureš

Středoevropské měny v reakci na globální optimismus posilují...

Z fundamentálního pohledu ale přestřelují a brzy se proti silným měnám mohou aktivněji angažovat centrální banky.

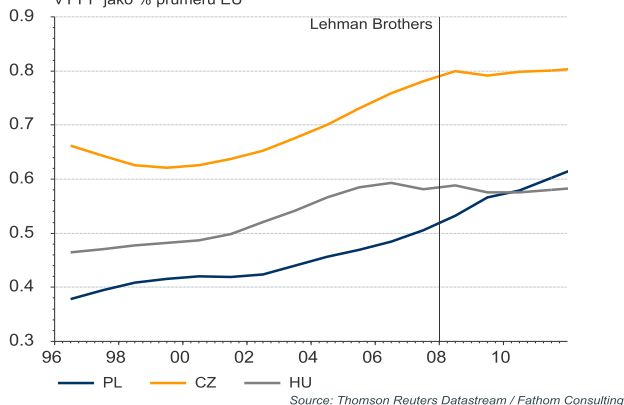
Středoevropské měny vstoupily do září daleko optimističtěji, než jsme očekávali. Je to dáno především závazkem ECB intervenovat na periferních trzích a poklesem periferních výnosů. Následně střední Evropu příjemně překvapil americký Fed, který skrze QE3 podlomil nohy americkému dolaru a dodal kuráž rizikovým aktivům. Polský zlotý od začátku září přidal více jak 3 %, česká koruna 2 % a maďarský forint zhruba 1,5 %. Především v případě české koruny a polského zlotého se přitom zisky zdají přehnané.

Česká ekonomika zůstává v recesi, zatímco polská výrazně zpomaluje a obě dvě centrální banky se v tuto chvíli chystají snižovat sazby. V polském případě sice hospodářský růst nadále předhání eurozónu, k reálné apreciaci kurzu ale dochází skrze vyšší inflaci. Dlouhodobé modely nám proto u zlotého v tuto chvíli neukazují moc prostoru pro posun pod 4,00 EUR/PLN. V české ekonomice se sice inflace diametrálně neliší od eurozóny, ekonomika ale svým výkonem výrazně zaostává za Německem a v posledních kvartálech i za eurozónou jako celkem. Reálná konvergence tak od roku 2009 prakticky neprobíhá a z fundamentálního pohledu tu není příliš argumentů pro to, aby se znovu nastartoval trend dlouhodobého posilování koruny.

I když tedy globální optimismus na trzích může nějakou dobu přetrvat, nemusí se nutně přetavit ve výrazné zisky středoevropských měn. Na úrovních okolo 24,00 EUR/CZK a 4,00 EUR/PLN by pravděpodobně centrální banky hodně zpozorněly. V případě Polska by mohlo dojít k agresivnějšímu snížení úroků, v případě Česka by asi byla na místě minimálně verbální intervence proti silné koruně. V tuto chvíli ČNB v poslední prognóze počítá s korunou o více jak korunu slabší na úrovních 25,50 EUR/CZK.

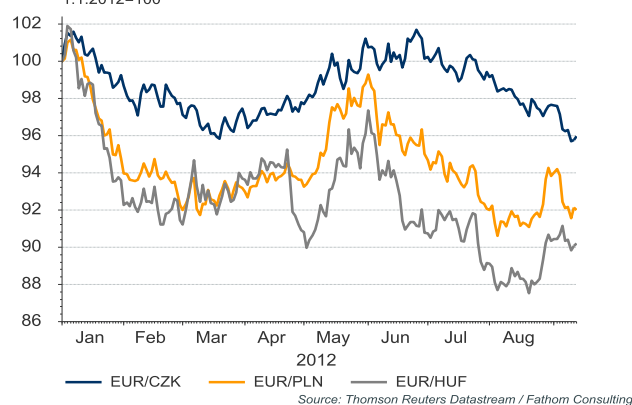
HDP na hlavu

v PPP jako % průměru EU



Středoevropské měny v roce 2012

1.1.2012=100



Středoevropské inflace vysoko nad cílem

Jan Čermák, Petr Dufek, Jan Bureš

Maďarská inflace znovu na šestce.

Maďarská meziroční míra inflace se v meziročním vyjádření vyšplhala zpátky k hodnotě 6 %. Toto relativně vysoké číslo nebylo velkým překvapením, byť je pravdou, že na něj negativně reagoval guvernér MNB Simór, který uvedl, že centrální banka nebude schopna splnit svůj inflační cíl (2-4 %) jak letos, tak i příští rok. Je pravdou, že MNB tento rok inflaci pod 4 % opravdu nenatlačí, nicméně příští rok by se jí to mohlo podařit. Celková inflace je totiž stále tlačena převážně faktory, které jsou mimo kontrolu centrální banky v malé otevřené ekonomice (ceny potravin, benzínu a nepřímé daně).

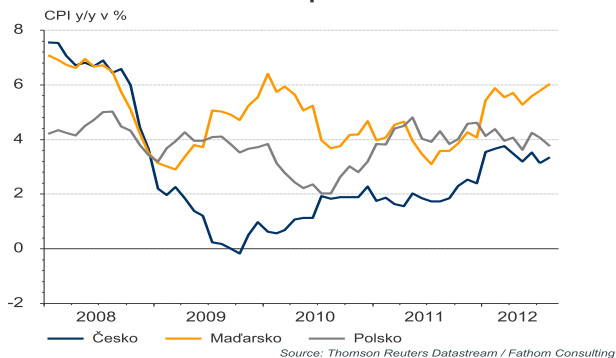
Spotřebitelské ceny v ČR podle očekávání mírně poklesly.

Srpnové snížení spotřebitelských cen (-0,1 % m/m) obstaraly především potraviny následované oblečením a mobilními telefony. Dražší byly tentokrát pohonné hmoty přibližující se svým nedávným maximům. Ve srovnání s loňským srpnem jsou však spotřebitelské ceny o 3,3 % vyšší, a to především v důsledku administrativních zásahů v podobě vyšší DPH a regulovaných cen. Vše se však zdaleka jen na DPH „svádět“ nedá, protože například do cen potravin promlouvají i další vlivy, jako jsou rostoucí ceny energií a zemědělských komodit. I když je celková inflace nad úrovní tří procent, měnově politická inflace je aktuálně přesně na cíli ČNB (2 %). Proto ČNB může i nadále pokračovat v politice rekordně nízkých sazeb. Vzhledem k tomu, že vývoj základních ekonomických parametrů z prognózy ČNB se zhoršuje a hovoří pro další snížení sazeb, je pravděpodobné, že se už na zářijovém zasedání bankovní rady bude znovu hlasovat o snížení repo sazby na nové minimum 0,25 %. Je rovněž pravděpodobné, že se tentokrát dostatek hlasů pro tento krok najde.

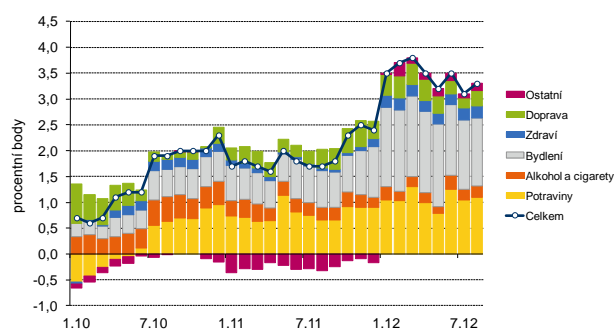
Polská inflace nahrává holubicím v bankovní radě.

Polská inflace podle našich očekávání znovu poklesla pod 4 %, především díky cenám oblečení. I když zůstáváme stále vysoko nad 2,5%ním cílem polské centrální banky, trend inflace je jasně sestupný. Pokud tedy uvidíme i pokles inflačních očekávání a další zvolnění průmyslové produkce, bude snížení polských sazeb na spadnutí již na začátku října.

Inflace ve střední Evropě



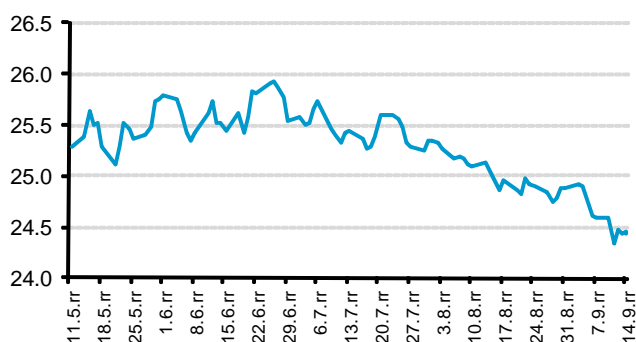
Struktura meziroční inflace v ČR (vliv jednotlivých složek koše)



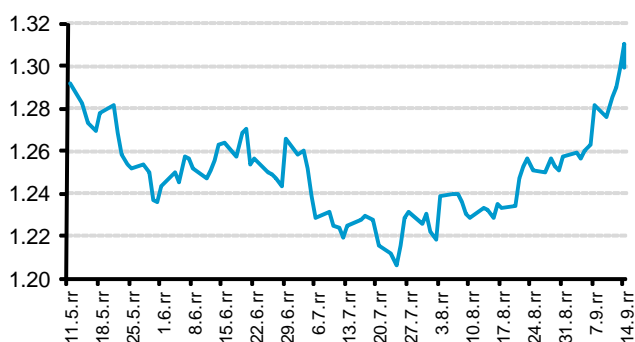
Dynamika průmyslu a nových zakázek

Přehled trhů

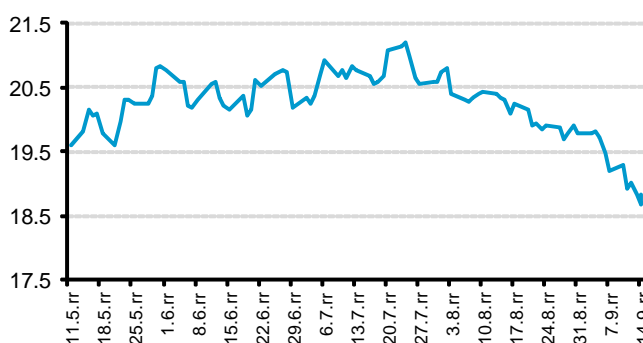
EURCZK



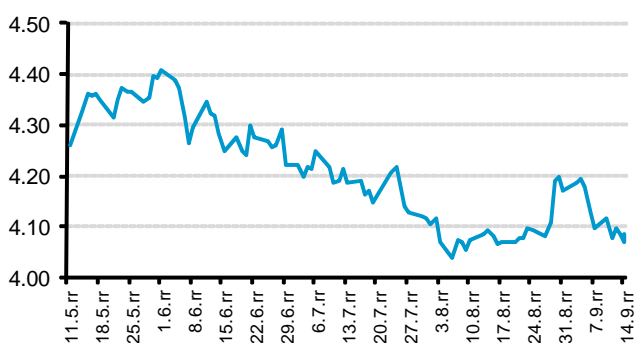
EURUSD



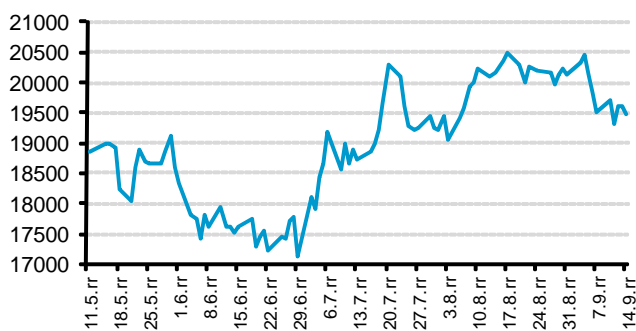
USDCZK



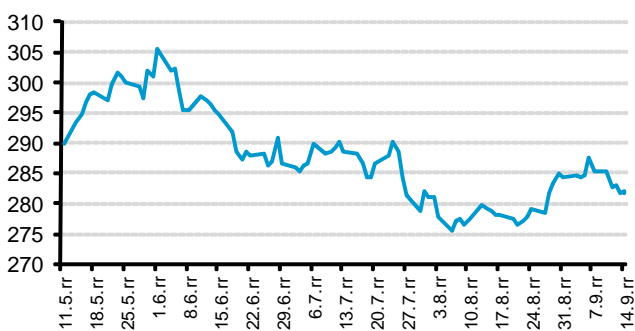
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

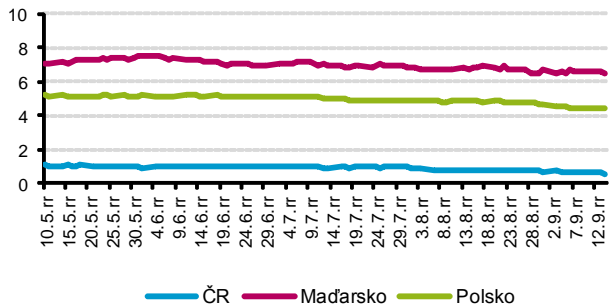


EURHUF

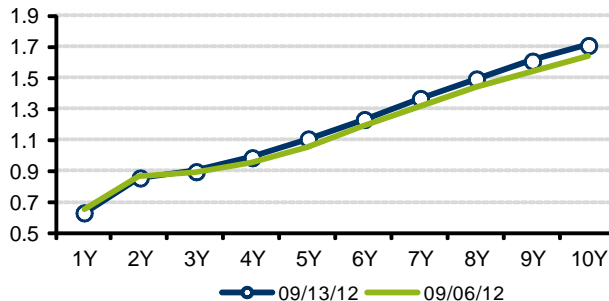


Zdroj: Thomson Reuters

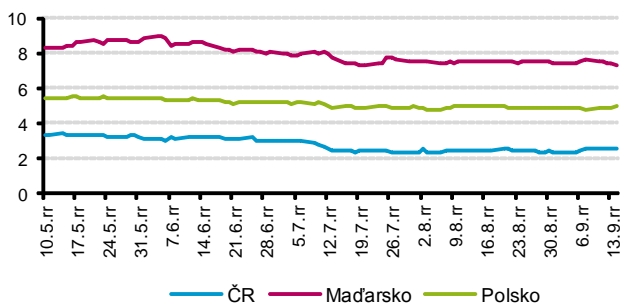
FRA 3x6 (%)



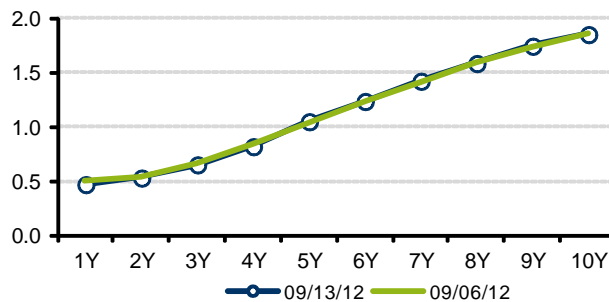
IRS CZK (%)



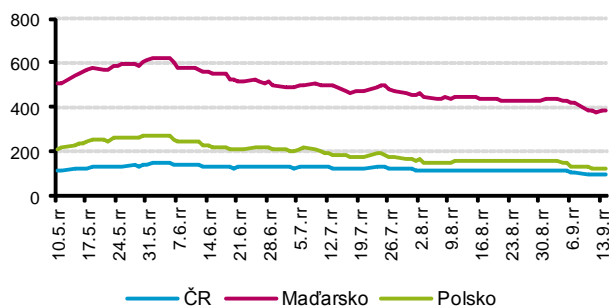
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



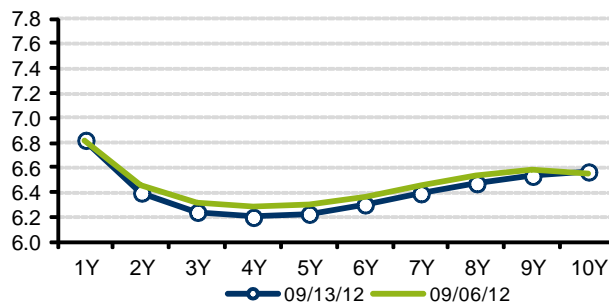
IRS EUR (%)



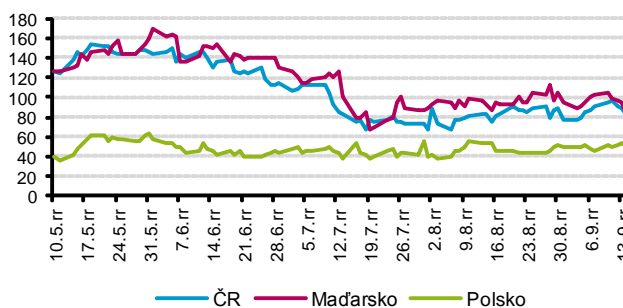
CDS 5Y (bps)



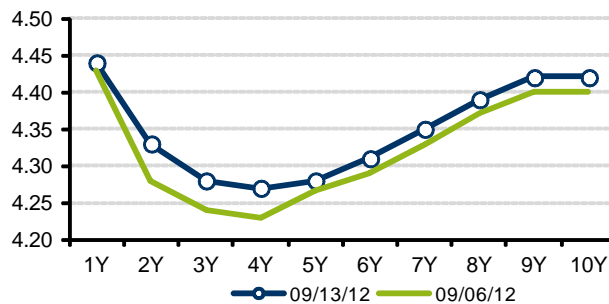
IRS HUF (%)



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
ČR	17.09.2012	9:00	Výrobní ceny	%	08/2012	0.2	1.6	0.1	1.6	-0.3	1.3
EMU	17.09.2012	10:00	Běžný účet	nld. EUF	07/2012					12.7	
EMU	17.09.2012	11:00	Obchodní bilance	nld. EUF	07/2012			12		10.5	
USA	17.09.2012	14:30	Podnikatelská nálada ve státě N.Y.		09/2012			-2		-5.85	
Polsko	17.09.2012	15:00	Rozpočtové saldo	mil. EUR	08/2012					-24343	
Maďarsko	18.09.2012	9:00	Mzdy	%	07/2012				4.2		4.1
Německo	18.09.2012	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)		09/2012			-20		-25.5	
Německo	18.09.2012	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)		09/2012			17.8		18.2	
Polsko	18.09.2012	14:00	Mzdy	%	08/2012			0.3	3.1	-1.5	2.4
USA	18.09.2012	14:30	Běžný účet	nld. USC	2Q/2012			-127		-137.3	
USA	18.09.2012	19:00	Index stavitelů rodinných domů		09/2012			37		37	
USA	19.09.2012	1:15	Projev Lackera o monetární politice v New Yorku		09/2012						
Polsko	19.09.2012	14:00	Výrobní ceny	%	08/2012			-0.1	3	-0.2	3.7
Polsko	19.09.2012	14:00	Průmyslová výroba	%	08/2012			0.4	1.8	-2.3	5.2
USA	19.09.2012	14:30	Zahájení stavby nových domů		08/2012			765		746	
USA	19.09.2012	14:30	Udělená stavební povolení		08/2012			794		812	
USA	19.09.2012	16:00	Prodej stávajících domů	tis.	08/2012			4.56		4.47	
Německo	20.09.2012	8:00	Výrobní ceny	%	08/2012			0.4	1.5	0	0.9
EMU	20.09.2012	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		09/2012 *A			45.4		45.1	
EMU	20.09.2012	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		09/2012 *A			47.5		47.2	
EMU	20.09.2012	11:00	Index spotřebitelské důvěry		09/2012 *A			-24		-24.6	
Polsko	20.09.2012	14:00	Jádrová inflace	%	08/2012			-0.1	2.1	0.1	2.3
USA	20.09.2012	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	8.9.					3283	
USA	20.09.2012	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	15.9.			370		382	
USA	20.09.2012	16:00	Předstihové ukazatele		08/2012			-0.1		0.4	
USA	20.09.2012	16:00	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu		09/2012			-4		-7.1	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná						poslední změna	
		hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1		
Česko	2T repo	0.50	0.75	0.50	0.25	0.25	0.25	-25 bps	6/29/2012
Maďarsko	2T depo	6.75	7.00	7.00	6.75	6.50	6.50	-25 bps	8/28/2012
Polsko	2T inter. sazba	4.75	4.50	4.75	4.75	4.50	4.50	25 bps	6/5/2012

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	PRIBOR 3M	0.87	1.28	1.03	0.70	0.70	0.70
Maďarsko	BUBOR 3M	6.89	7.25	7.20	6.70	6.50	6.40
Polsko	WIBOR 3M	4.95	4.94	5.13	4.80	4.80	4.90

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	CZ10Y	1.77	2.25	2.02	1.60	1.70	1.80
Maďarsko	HU10Y	6.57	7.36	6.71	6.75	7.50	7.25
Polsko	PL10Y	4.54	4.95	4.74	5.20	5.30	5.40

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	EUR/CZK	24.4	24.84	25.52	25.20	25.00	24.50
Maďarsko	EUR/HUF	282	294	286	290	290	280
Polsko	EUR/PLN	4.07	4.14	4.22	4.25	4.20	4.15

HDP

	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	2.1	1.3	0.6	-0.7	-1.2	-1.2	-1.0
Maďarsko	1.5	1.4	1.4	-0.7	-1.2	-0.7	-0.4
Polsko	4.2	4.2	4.3	3.5	2.4	2.1	1.9

Inflace

	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	1.8	2.4	3.8	3.5	3.3	2.9	2.9
Maďarsko	3.6	4.1	5.5	5.6	5.0	4.7	3.7
Polsko	3.9	4.6	3.9	4.3	4.0	3.2	2.7

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

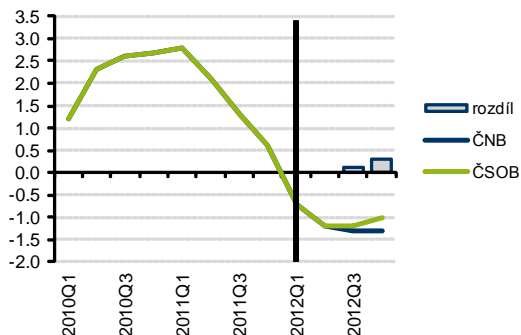
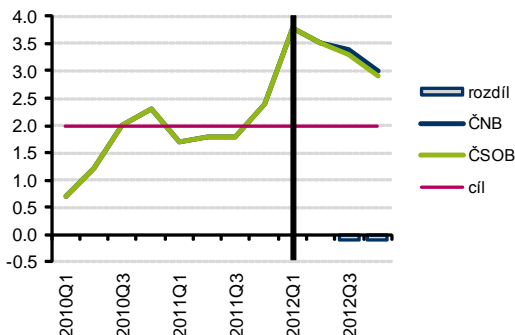
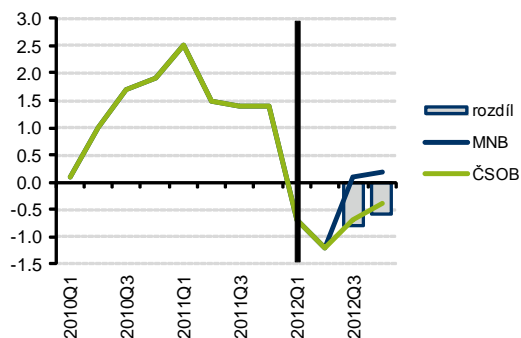
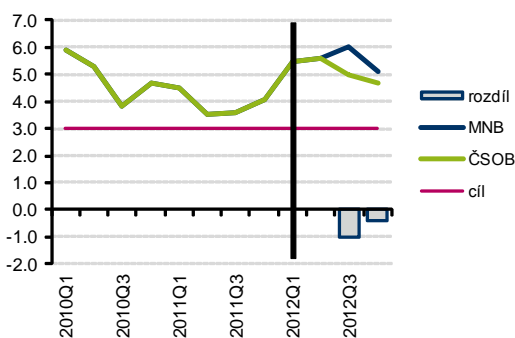
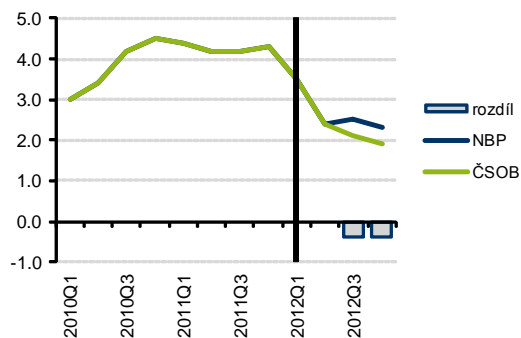
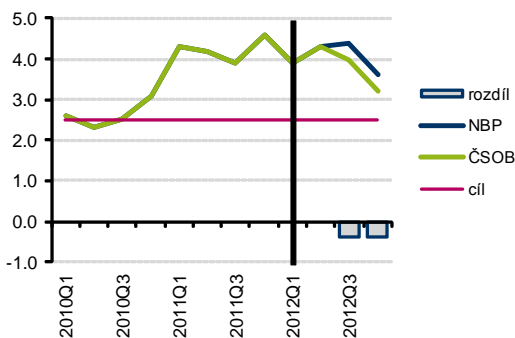
	2012	2013
Česko	-2.2	-1.9
Maďarsko	1.5	1.0
Polsko	-4.0	-3.8

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

	2012	2013
Česko	-3.0	-3.8
Maďarsko	-2.5	-2.2
Polsko	-3.5	-4.0

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.