



www.csob.cz

www.csob.cz/Analzy

21. září 2012

## ● Česká republika a Slovensko

Česko-slovenský růst

2

## ● Výhled na týden

ČNB nejspíše znovu sníží sazbu

5

## ČNB a maďarský parlament pohnou regionálními trhy

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24.87	↗	→
EUR/HUF	281.9	↗	→
EUR/PLN	4.13	↗	→
3M PRIBOR	0.84	↘	↘
3M BUBOR	6.86	↗	↘
3M WIBOR	4.95	↘	↘
10Y CZK	2.49	↘	↘
10Y PLN	4.86	↘	↘
10Y HUF	7.37	↗	→
3M EURIBOR	0.23	↘	↘
10Y EMU	1.60	→	→

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Děni na středoevropských trzích je zcela determinováno chováním hlavních trhů. Čas od času se nicméně stává, že tvůrci hospodářských politik ve střední Evropě jsou schopni na čas ovlivnit chování regionálních trhů. Takový okamžik by přitom mohl nastat v nadcházejícím týdnu. Během něj se totiž uskuteční velmi zajímavé zasedání České národní banky, přičemž druhou velmi důležitou událostí může být i zasedání maďarského parlamentu, který bude jednat o rozpočtu na rok 2013, resp. o souvisejících zákonech.

Pokud jde o ČNB, tak napětí před zasedáním bankovní rady vystupňoval sám guvernér Singer, který se fakticky veřejně přihlásil k zapojení České republiky do globálních měnových válek. Ty mezi sebou centrální banky vyspělých zemí již nějaký čas vedou. Snaží se totiž dostat do svých ekonomik jednak trochu více inflace (která umaže dluhy) a jednak oslabit domácí měnu (což podpoří export a tedy i ekonomiku jako celek). V době prakticky nulových oficiálních úrokových sazeb používají centrální bankéři k dosažení výše uvedených cílů i nestandardní měnové nástroje. Mezi mezi ně patří intervence proti vlastní měně, nákupy dluhopisů do bilance centrální banky, přísliby držet sazby nízko po dlouhou dobu a konečně změkčení podmínek pro držbu kolaterálu v repo operacích. Guvernér ČNB Singer dal jasně najevo, že použití výše uvedené nestandardní munice mu není proti srsti. Jemu i bankovní radě je přitom jasné, že některé nástroje budou v českých podmínkách účinnější a jiné méně. Pokud by na taková opatření i po snížení repo sazby na rekordní úroveň 0,25 % nakonec došlo, pak se nám jeví jako nejpravděpodobnější expanzivní zásah eventuální intervence proti koruně či příslib ČNB držet úrokové sazby nízko po delší dobu.

Co se týká maďarského parlamentu – na něj bude čekat nepříjemná povinnost rozhodnout o dodatcích k rozpočtovému zákonu na rok 2013, které mohou zásadně ovlivnit to, zdali se vztahy vlády s MMF a EU zlepší či nikoliv. Je přitom možné, že vědomí toho, že stát další půjčky od MMF či EU v dnešní situaci fakticky nepotřebuje, povede k tomu, že parlament schválí i uvalení kontroverzní transakční daně na domácí banky a to i včetně té centrální – tedy MNB.

## Česko-slovenský růst

Jan Bureš

**Česko v růstu výrazně  
zaostává za Slovenskem...**

**...a to především kvůli  
lepšímu exportnímu výkonu,  
o něco nižší váze exportů na  
HDP a rychlejší fiskální  
restrikci**

Mizerné výkony české ekonomiky se dnes těžko dají hodit na hlavu euro-krizi. Český export si vede rekordně dobře, zatímco české domácnosti zažívají nejhlubší propad spotřeby v novodobé historii. Takto prudce nešláply na brzdu ani těsně po pádu Lehman Brothers, kdy světová ekonomika přežila klinickou smrt.

Na první pohled slovenská ekonomika vykazuje výrazně lepší výsledky. Porovnání s regionem není ale vždy úplně fér. Slovenská ekonomika sice roste výrazně rychleji, ovšem není to dáno pouze domácí poptávkou, ale naopak ještě lepším exportním výkonem a větší vahou zahraničního obchodu na celkovém HDP. Dynamika slovenských exportů je skoro dvojnásobná, zatímco spotřeba domácností podobně jako v Česku také klesá (i když nutno dodat, že výrazně méně).

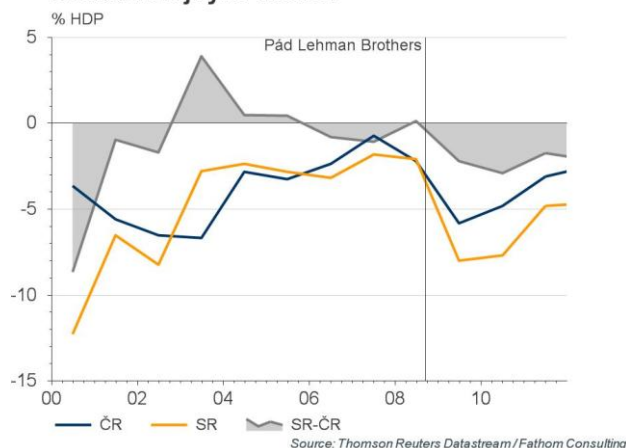
Současně slovenská nezaměstnanost v průběhu krize narostla víc a zůstává na vyšších úrovních než v Česku (okolo 13%). Rozdíl mezi českou a slovenskou nezaměstnaností je poblíž osmiletých maxim a slovenským spotřebitelům evidentně z jejich exportně taženého růstu doma moc nezůstává. České útraty v obchodech padají ještě rychleji než slovenské kvůli rychlejšímu vyrovnávání veřejných rozpočtů, to ale Slováci nakonec čeká taky.

Viděno touto optikou tedy mezi českou a slovenskou ekonomikou nejsou výrazné rozdíly. Otázkou do prance není, jestli by si Česko zasloužili nebo nezasloužili růst rychleji. Je třeba se spíše ptát, jak kvalitně se Česku daří zeštíhlovat veřejné finance, a jestli období slabého růstu stála za to.

**Míra nezaměstnanosti**

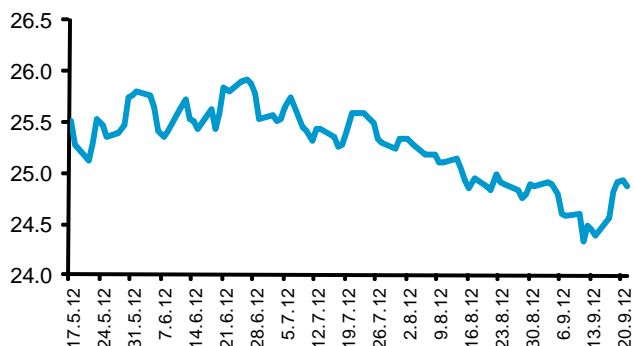


**Deficit veřejných financí**

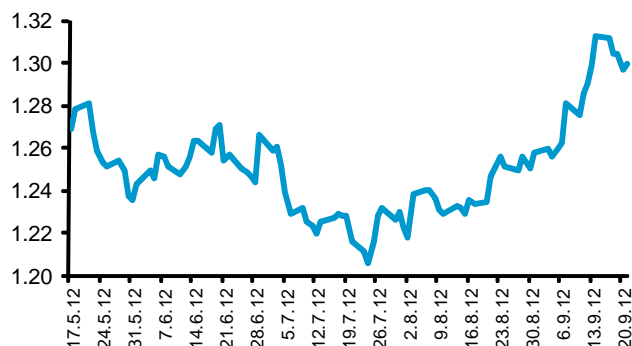


## Přehled trhů

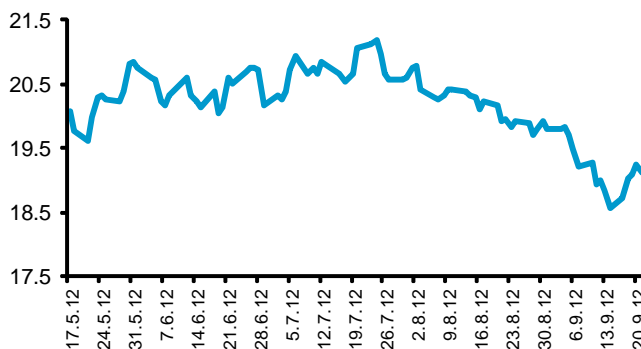
**EURCZK**



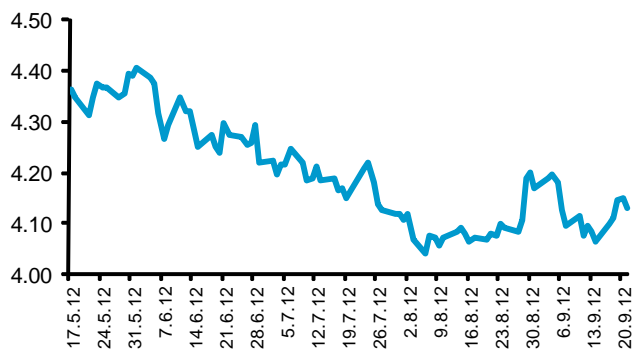
**EURUSD**



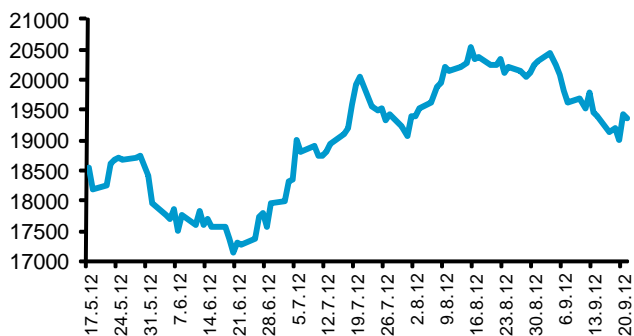
**USDCZK**



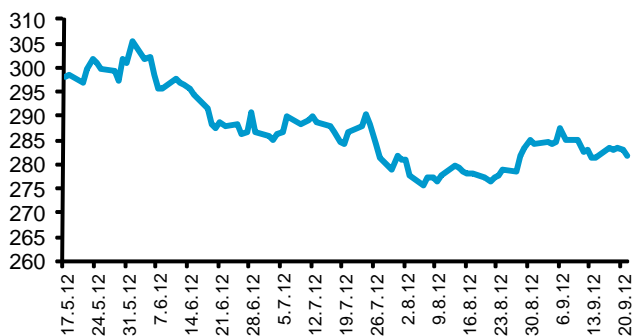
**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

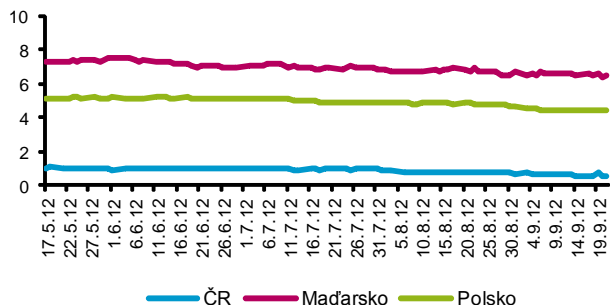


**EURHUF**

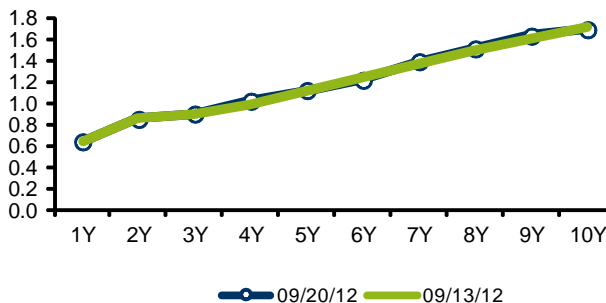


Zdroj: Thomson Reuters

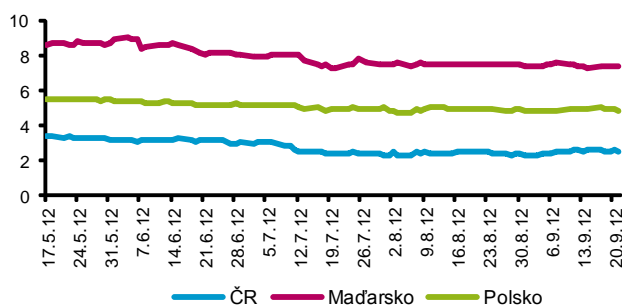
FRA 3x6 (%)



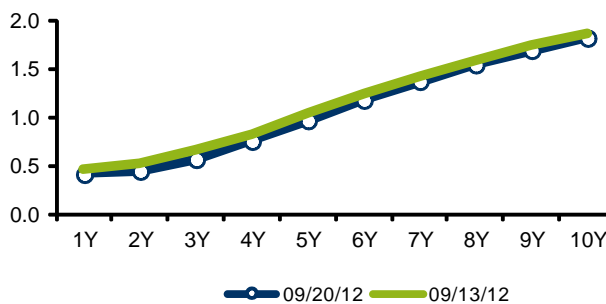
IRS CZK (%)



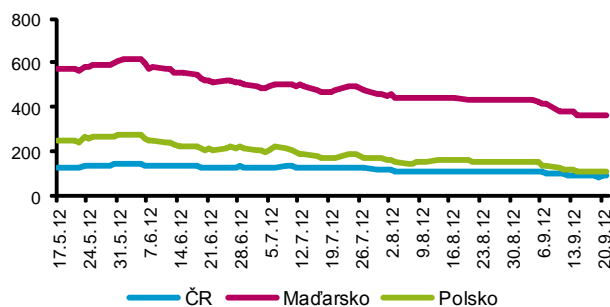
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



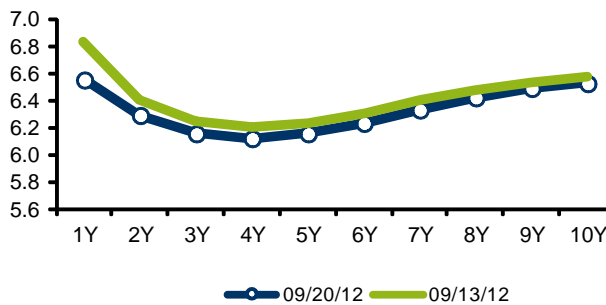
IRS EUR (%)



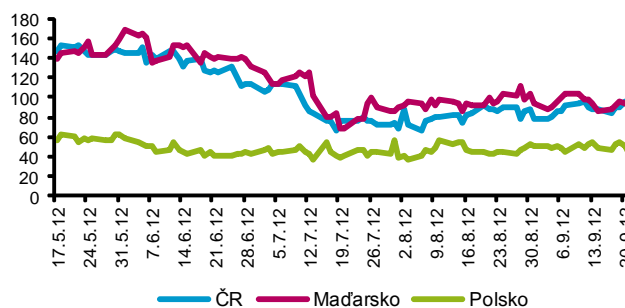
CDS 5Y (bps)



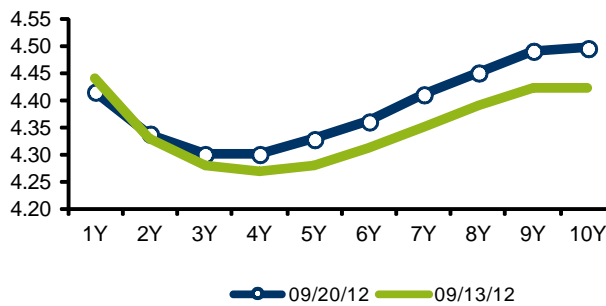
IRS HUF (%)



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 %	6,75	8/2012
změna v b. bodech	0	-25

### HU: MNB opět ve složité situaci

Centrální banka bude opět ve složité situaci, kdy, jak vyplývá z nové inflační zprávy, lze v roce 2013 počítat s pomalejším růstem a naopak s vyšší inflací. Snižovat v takové situaci základní sazbu by mohlo být riskantní - zvláště pak pokud MNB neví, jak dopadnou rozhovory vlády s MMF, resp. EU.

ČT 13:00, CZ Zasedání ČNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	0,25	6/2012
změna v p. bodech	-25	-25

### CZ: ČNB nejspíše znovu sníží sazbu

Bankovní rada ČNB na svém zářijovém zasedání nejspíše znovu sníží dvoutýdenní repo sazbu na nové historické minimum na 0,25 %. Že debata o možnosti nižších sazeb není uzavřená, naznačil už výsledek minulého hlasování bankovní rady, kdy se pro nižší sazby vyslovili dva členové ze šesti. V mezičase navíc z ekonomiky přišla další nepovzbudivá čísla v podobě rychlejšího propadu HDP, respektive spotřeby ve druhém čtvrtletí a lehce nižší údaje o inflaci. Z ČNB se proto začaly ozývat holubičí hlasy, které další snížení sazeb naznačují. Ve prospěch nižších sazeb hovoří nejen slabší výkon ekonomiky, ale i zhoršování výhledu eurozóny a vývoj euriboru. Na nejbližším jednání bankovní rady může dokonce přijít řeč na možnost použití nestandardních nástrojů, o nichž v nedávné době obecně hovořil v médiích guvernér centrální banky. Pravděpodobnost, že by se diskuse o nestandardních krocích dostala do fáze jejich konkrétní realizace, považujeme zatím za velmi malou.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Maďarsko	24.09.2012	9:00	Maloobchodní tržby	%	07/2012					-19	-17
Německo	24.09.2012	10:00	Index Ifo (očekávání)		09/2012			95		94.2	
Německo	24.09.2012	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo		09/2012			102.5		102.3	
Německo	24.09.2012	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)		09/2012			111		111.2	
USA	25.09.2012	0:00	2letá aukce	mln. USD	09/2012			35			
Německo	25.09.2012	8:00	Spotřebitelská důvěra GfK		10/2012			5.9		5.9	
Polsko	25.09.2012	10:00	Míra nezaměstnanosti	%	08/2012			12.3		12.3	
Polsko	25.09.2012	10:00	Maloobchodní tržby	%	08/2012			0.1	5.5	13	6.9
Maďarsko	25.09.2012	14:00	Zasedání MNB	%	09/2012	6.75		6.75		6.75	
USA	25.09.2012	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí	%	07/2012			1.15		0.5	
EMU	25.09.2012	15:00	Projev Draghiho v Berlíně		09/2012						
USA	25.09.2012	16:00	Spotřebitelská důvěra		09/2012			63		60.6	
USA	26.09.2012	0:00	5letá aukce	mln. USD	09/2012			35			
Německo	26.09.2012	8:00	Harmonizovaná inflace	%	09/2012 *P			0	2.1	0.4	2.2
Německo	26.09.2012	8:00	Inflace	%	09/2012 *P			0	2	0.4	2.1
USA	26.09.2012	16:00	Prodej nových domů	tis.	08/2012			380		372	
USA	27.09.2012	0:00	7letá aukce	mln. USD	09/2012			29			
Německo	27.09.2012	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	09/2012			6.8		6.8	
EMU	27.09.2012	10:00	Peněžní zásoba M3	%	08/2012				3.2		3.8
ČR	27.09.2012	11:00	Peněžní zásoba M2	%	08/2012						6.3
EMU	27.09.2012	11:00	Index ekonomické důvěry		09/2012			86.1		86.1	
ČR	27.09.2012	12:30	Zasedání ČNB	%	09/2012	0.25		0.25		0.5	
USA	27.09.2012	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	22.9.			378		382	
USA	27.09.2012	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	2Q/2012 *P			1.8		1.8	
USA	27.09.2012	14:30	Cenový index HDP	%	2Q/2012 *P			1.6		1.6	
USA	27.09.2012	14:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostř.	%	08/2012			0.5		-0.4	
USA	27.09.2012	14:30	Soukromá spotřeba	%	2Q/2012 *P			1.7		1.7	
USA	27.09.2012	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	%	08/2012			-4.5		4.2	
USA	27.09.2012	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	15.9.					3272	
USA	27.09.2012	14:30	HDP	%	2Q/2012 *P			1.7		1.7	
EMU	27.09.2012	16:00	Index spotřebitelské důvěry		09/2012 *F			-25.9		-25.9	
USA	27.09.2012	16:00	Kontrakty na prodej domů	%	08/2012			0		2.4	1.5
Maďarsko	28.09.2012	8:30	Běžný účet	mln. HUF	2Q/2012			550		186	
Maďarsko	28.09.2012	9:00	Výrobní ceny	%	08/2012				5.1	-0.4	6.2
Maďarsko	28.09.2012	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	08/2012			10.5		10.5	
EMU	28.09.2012	11:00	Inflace	%	09/2012 *P				2.4		2.6
Polsko	28.09.2012	14:00	Běžný účet	mil. EUR	2Q/2012			-2700		-4344	
USA	28.09.2012	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	08/2012			0.1		0	1.6
USA	28.09.2012	14:30	Deflátor osobní spotřeby	%	08/2012			0.5		0	1.3
USA	28.09.2012	14:30	Osobní výdaje	%	08/2012			0.5		0.4	
USA	28.09.2012	14:30	Osobní příjmy	%	08/2012			0.2		0.3	
USA	28.09.2012	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		09/2012 *F			78.7		79.2	
USA	28.09.2012	16:00	Index nákupních manažerů z Chicaga		09/2012			53		53	

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	0.84	1.28	1.03	0.70	0.70	0.70
Maďarsko	BUBOR 3M	6.86	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	1.71	2.25	2.02	1.60	1.70	1.80
Maďarsko	HU10Y	6.55	7.36	6.71	6.75	7.50	7.25
Polsko	PL10Y	4.48	4.95	4.74	5.20	5.30	5.40

### Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	EUR/CZK	24.9	24.84	25.52	24.90	24.90	24.50
Maďarsko	EUR/HUF	282	294	286	290	290	280
Polsko	EUR/PLN	4.13	4.14	4.22	4.10	4.30	4.15

### HDP

	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	2.1	1.3	0.6	-0.7	-1.0	-1.2	-1.0
Maďarsko	1.5	1.4	1.4	-0.7	-1.3	-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 (%)

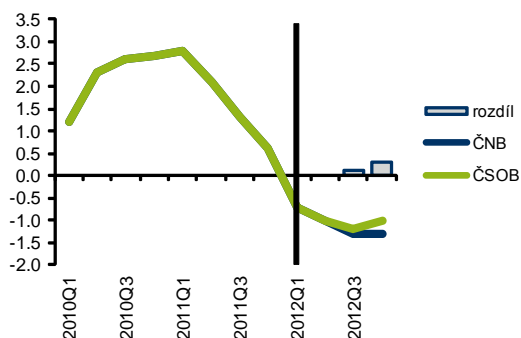
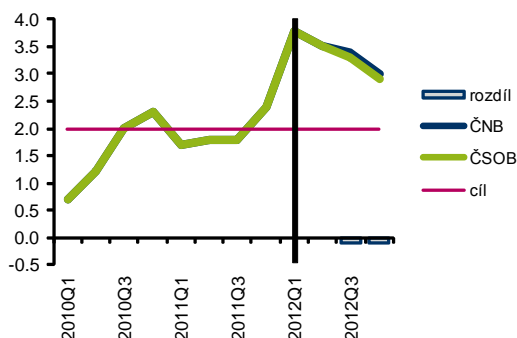
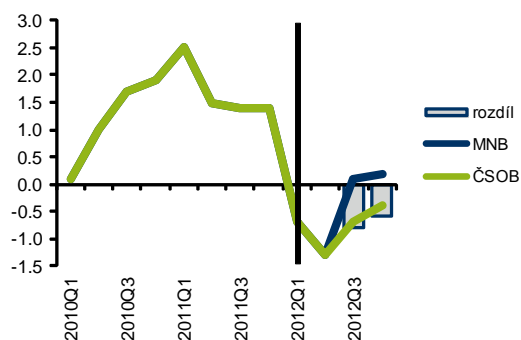
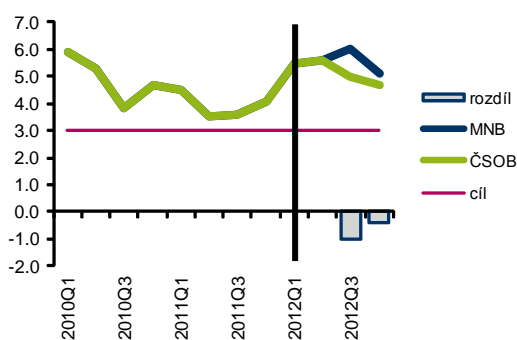
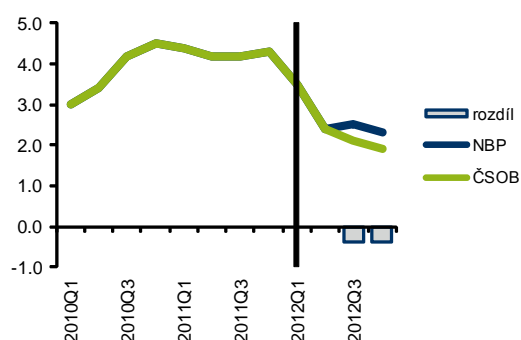
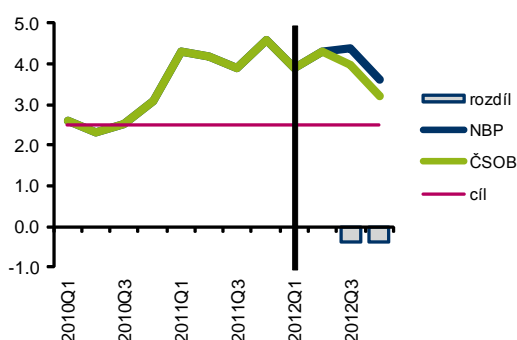
	2012	2013
Česko	-2.2	-1.9
Maďarsko	1.5	1.0
Polsko	-4.0	-3.8

### 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.