



● Polsko

NBP překvapivě ponechává sazby beze změny, zatím

2

● Česká republika

Oslabení nastartované ČNB by mělo být dočasné

3

Polsko váhá s poklesem sazeb

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24.90	→	↘
EUR/HUF	282.6	↘	↘
EUR/PLN	4.07	→	→
3M PRIBOR	0.71	→	→
3M BUBOR	6.60	→	→
3M WIBOR	4.90	↘	↘
10Y CZK	2.32	→	↗
10Y PLN	4.67	→	↗
10Y HUF	7.38	→	→
3M EURIBOR	0.22	→	→
10Y EMU	1.52	→	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Události odehrávající se ve středoevropských ekonomikách byly v uplynulém týdnu velmi zajímavé a to i proto, že mohou chování trhů v regionu na jistou dobu ovlivnit.

Prvním zajímavým počinem bylo zasedání NBP, která se na rozdíl od české a maďarské centrální banky, rozhodla úrokové sazby ještě nesnižovat. Nehledě na jasnou indikaci toho, že z pohledu uvažování polského Výboru pro měnovou politiku jde jen o odklad rozhodnutí, které zřejmě přijde v listopadu, je jasné, že stabilní sazby NBP jsou dobrým důvodem, aby se zlotému v následujících týdnech dařilo.

Dařit se ovšem může také forintu, resp. maďarským vládním dluhopisům, neboť vláda v Budapešti představila nový mix rozpočtových úspor, který reflektuje slabší odhad růstu na příští rok. Podstatnější však je, že nová rozpočtová strategie již nezahrnuje plánované uvalení transakční daně na centrální banku. Tato daň byla terčem kritiky ze strany oficiálních věřitelů Maďarska, což vedlo ke zbytečnému tlaku na růst rizikových premií u maďarských aktiv.

NBP překvapivě ponechává sazby beze změny, zatím

Jan Bureš, Petr Báča

**Polská centrální banka
ponechala překvapivě sazby
beze změny.**

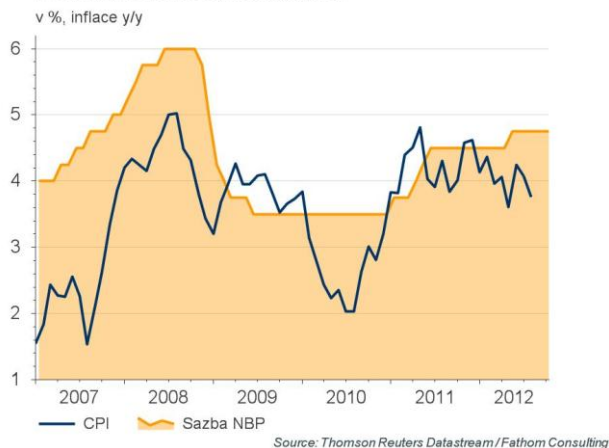
**Zhoršující se ekonomické
vyhlídky a zvolňující inflace
by ale měly vytvořit prostor
pro pokles sazeb na
nadcházejícím zasedání.**

Polská centrální banka (NBP) si na tento týden připravila pro trhy překvapení. Na svém středečním zasedání totiž ponechala úrokové sazby beze změny na úrovni 4,75 %, což se bezprostředně projevilo zejména na kurzu zlatého, který posílil na třítydenní maxima.

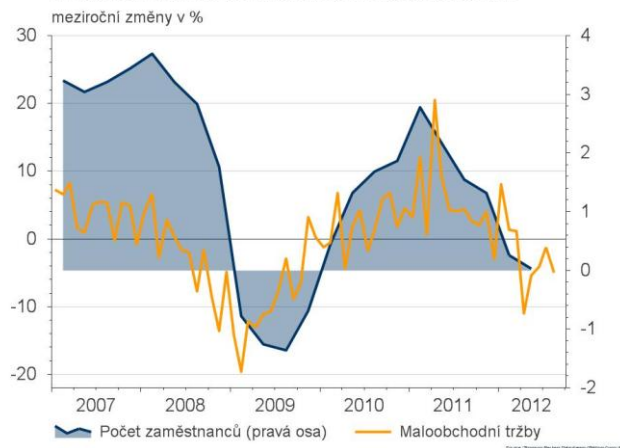
Hlavním argumentem pro překvapivé rozhodnutí je podle tiskové zprávy vysoká inflace, která navzdory poklesu zůstává daleko nad cílem NBP. Guvernér Belka totiž uvedl, že jedním z kritérií pro stanovování měnové politiky je snaha zachovat reálné úrokové sazby nad nulou. Nicméně, NBP uznává nejistý výhled a další dlouhá jednání lze proto očekávat hned od následujícího zasedání v listopadu (7.11.). Na něm totiž bude zveřejněna nová inflační prognóza, která bude v dalším rozhodování NBP hrát zřejmě zásadní roli a pokud poukáže na delší období pomalejšího růstu a omezená proinflační rizika, tak NBP sazby sníží.

Vzhledem k tomu, že vyhlídky polské ekonomiky nejsou nejlepší (zpomalení je cítit jak v případě stavebnictví, tak průmyslové produkce i maloobchodu), tak se domníváme, že na svém následujícím zasedání (s novou prognózou v ruce) již NBP přikročí ke snížení sazeb. Nicméně, stále však zachováváme náš názor, že v tržních sazbách obsažené sázky na pokles sazeb o 90 základních bodů (bps) v devítiměsíčním horizontu (tzn. minimálně trojí snížení sazeb o standardních 25 bps) jsou přehnaná. V našem scénáři počítáme s dvojnásobným poklesem sazeb o 25 bps na 4,25 %, který by se mohl odehrát v následujících třech měsících.

Polská inflace a sazba NBP



Polsko: Zaměstnanost a maloobchod...



Oslabení nastartované ČNB by mělo být dočasné

Jan Bureš

ČNB snížením sazeb a především hrozbou intervencí oslabila českou korunu.

Intervence ČNB by ale měly být pravděpodobné až na výrazně silnějších úrovních, a koruna by tak na konci roku mohla těžit z lepšího globálního sentimentu...

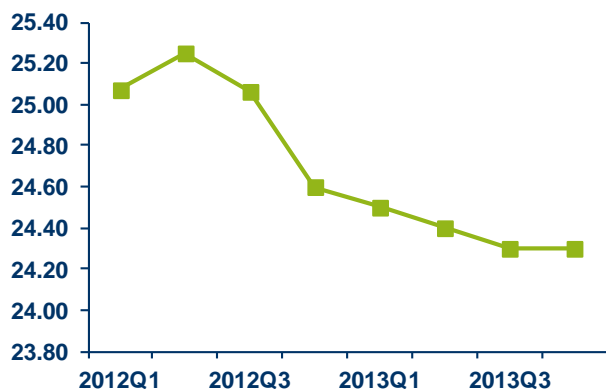
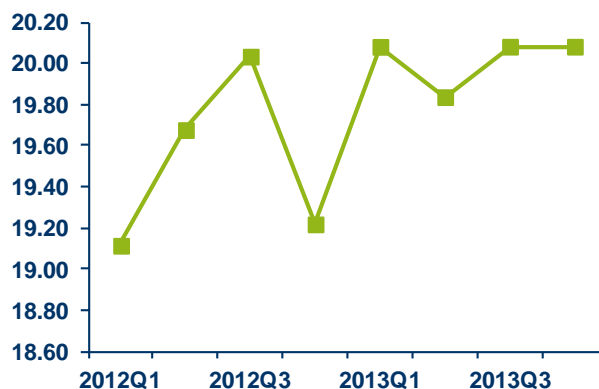
Rizikem pro náš optimistický scénář je vedle Řecka a daňové debaty v USA také domácí politické napětí.

ČNB na svém zářijovém zasedání snížila základní sazbu na nová historická minima na 0,25 %. A diskontní sazbu, za kterou si banky mohou uložit u ČNB, na 0,1 %. Současně s tím guvernér Singer připustil, že by centrální banka mohla v budoucnu intervenovat proti koruně. A to v případě, že by se rozhodla ještě dále uvolnit měnové kohouty.

I když strašák eventuálních intervencí může korunu odrazovat od výraznějších zisků, posilování koruny by zcela zabránit neměl. Především proto, že intervence jsou pravděpodobné až na výrazně silnějších úrovních. Jak poznamenal guvernér Singer, v tuto chvíli není otázka intervencí aktuální a v bankovní radě nad nimi navíc nepanuje shoda. Domníváme se, že především jestřábí křídlo (Janáček, Zamrazilová) a odpůrci alternativních nástrojů měnové politiky (Hampl, Režábek) budou mít s eventuálním spuštěním intervencí problém. Věříme proto, že intervence jsou pravděpodobné až v okolí 24,00 EUR/CZK, kde začne vybočovat z námi odhadnutého fundamentálního pásma. ČNB sama ve své prognóze počítá s tím, že kurz EUR/CZK by v extrémním případě neměl překonat na konci roku 24,10 a v prvním kvartále 2013 úroveň 23,70.

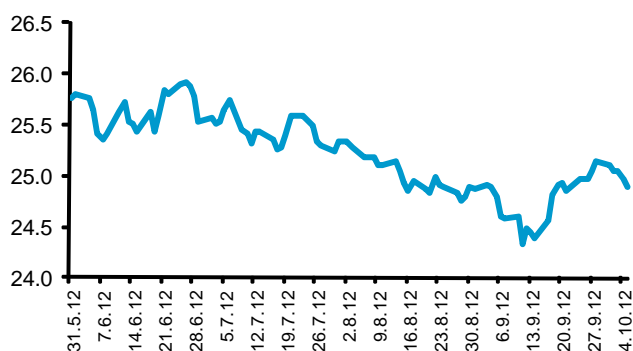
To v zásadě znamená, že v tuto chvíli má koruna ještě prostor sledovat eventuální návrat optimismu na globální trhy a připsat si určité zisky. A to především díky očekávané dohodě na novém plánu pro Řecko a na balíku pro Španělsko. Současně věříme, že by se měla řada cyklických předstihových indikátorů obracet ke koci roku k lepšímu. I když periferie eurozóny zůstanou dál v recesi, německá ekonomika by mohla na konci roku začít vykazovat známky stabilizace, tak jak jsou v tuto chvíli již vidět v USA nebo v Číně.

Naši sázku na pozitivní konec roku mohou v zásadě narušit tři faktory. V první řadě Řecko, které bude dříve nebo později potřebovat druhou restrukturalizaci dluhu. Na druhém místě strach z vypršení daňových výjimek v USA. A v neposlední řadě je pro korunu rizikem rostoucí napětí na domácí politické scéně.

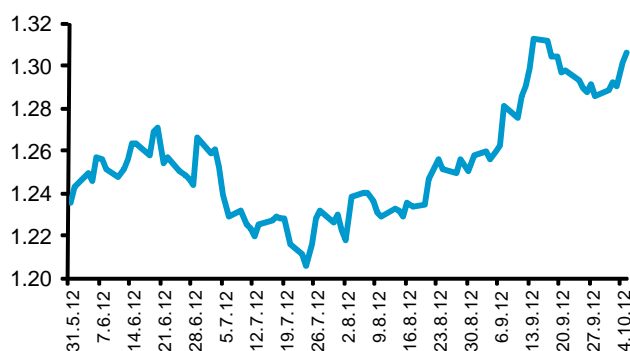
EUR/CZK

USD/CZK


Přehled trhů

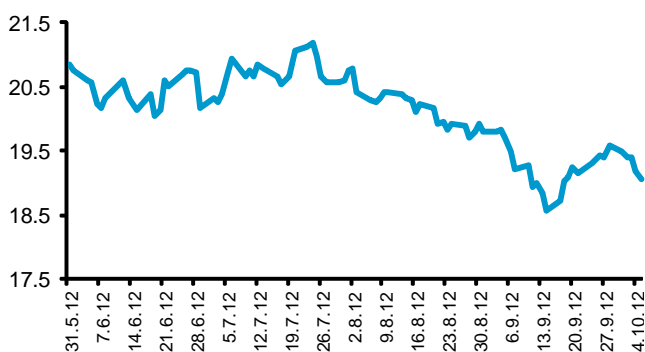
EURCZK



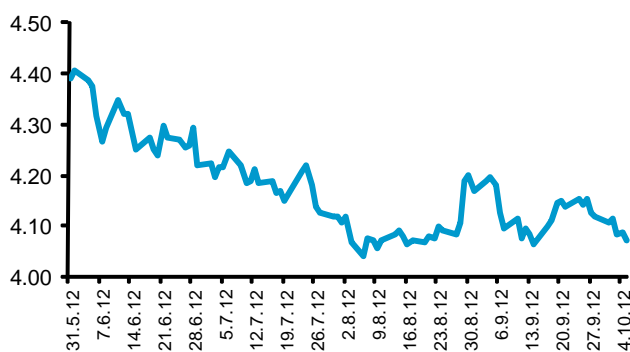
EURUSD



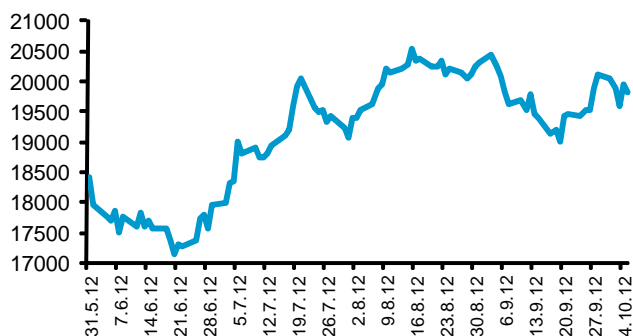
USDCZK



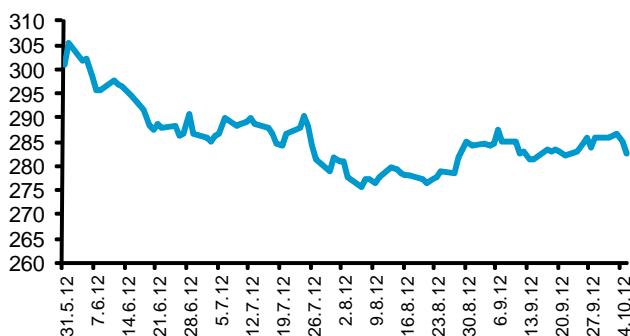
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

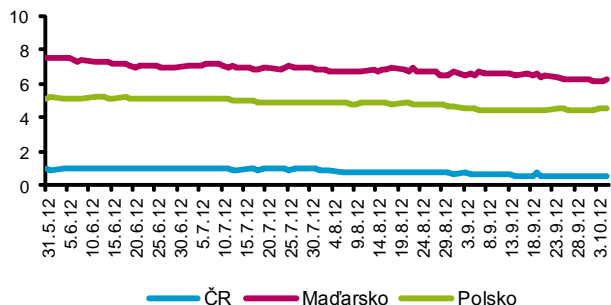


EURHUF

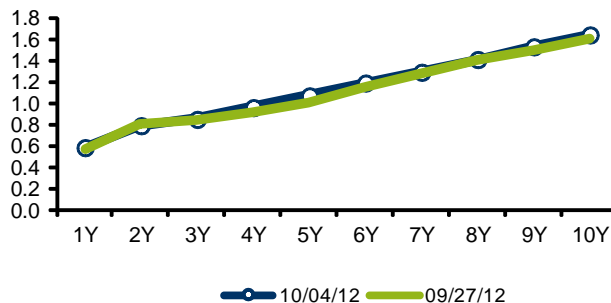


Zdroj: Thomson Reuters

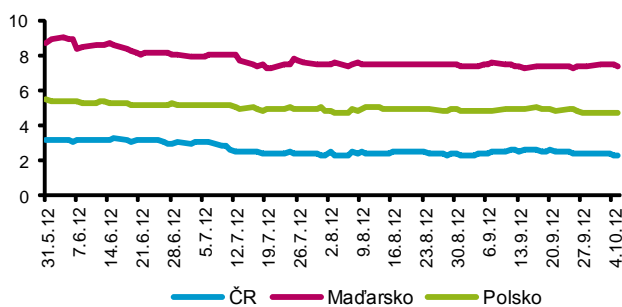
FRA 3x6 (%)



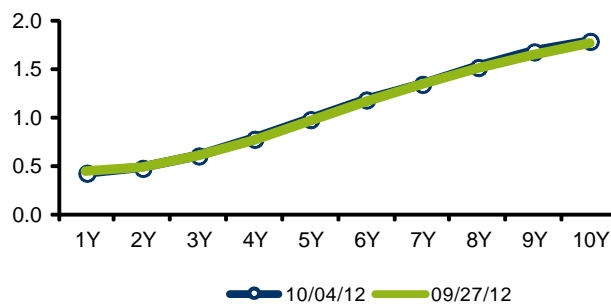
IRS CZK (%)



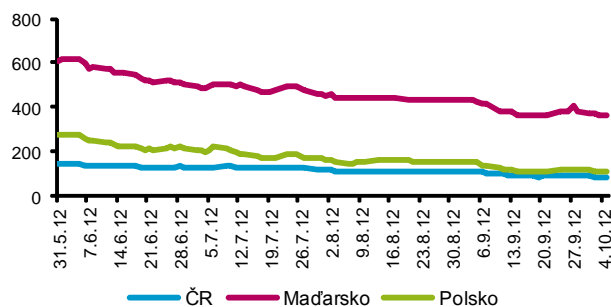
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



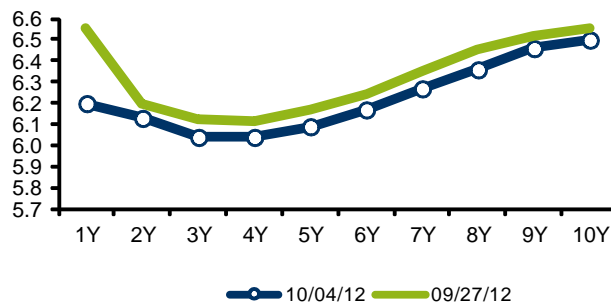
IRS EUR (%)



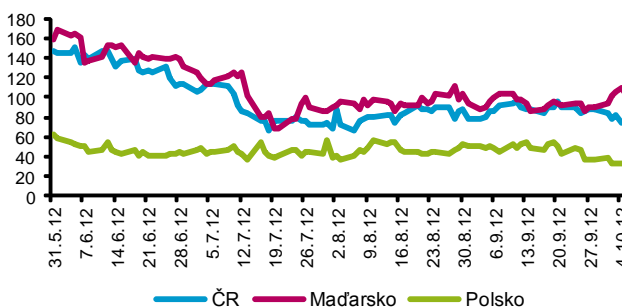
CDS 5Y (bps)



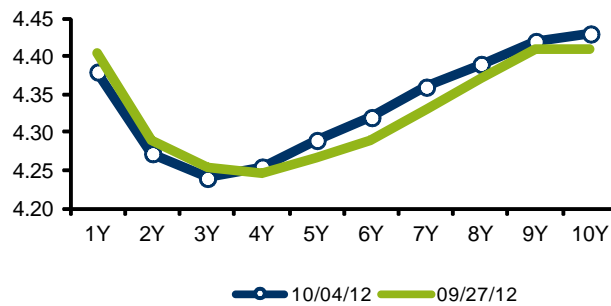
IRS HUF (%)



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
Německo	08.10.2012	8:00	Běžný účet	mld. EUR	08/2012			13		12.8	
Německo	08.10.2012	8:00	Obchodní bilance	mld. EUR	08/2012			15.6		16.9	
ČR	08.10.2012	9:00	Stavební výroba	%	08/2012						-0.5
ČR	08.10.2012	9:00	Průmyslová výroba	%	08/2012		0.5		0		4.2
ČR	08.10.2012	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	09/2012	8.3		8.3		8.3	
ČR	08.10.2012	9:00	Obchodní bilance	mld. CZK	08/2012	15		15.3		25.85	
Německo	08.10.2012	12:00	Průmyslová výroba	%	08/2012			-0.5	-1.5	1.3	-1.4
EMU	08.10.2012	15:30	Statistika nákupu dluhopisů	ECB	10/2012						
Maďarsko	08.10.2012	17:00	Rozpočtové saldo	mld. HUF	09/2012						-559.5
EMU	08.10.2012	17:00	Setkání ministrů financí v Lucemburku	0	10/2012						
USA	09.10.2012	0:00	3letá aukce	mld. USD	10/2012			32			
ČR	09.10.2012	9:00	Inflace	%	09/2012	-0.1	3.4	-0.1	3.4	-0.1	3.3
Maďarsko	09.10.2012	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	08/2012 *P			524.5		431	
SR	09.10.2012	9:00	Stavební výroba	%	08/2012						-11.2
SR	09.10.2012	9:00	Průmyslová výroba	%	08/2012						18.5
SR	09.10.2012	9:00	Obchodní bilance	mld. EUR	08/2012					399	
EMU	09.10.2012	9:00	Setkání ministrů financí v Lucemburku	0	10/2012						
USA	10.10.2012	0:00	10letá aukce	mld. USD	10/2012			21			
USA	10.10.2012	20:00	Běžová kniha	Fed	10/2012						
USA	10.10.2012	20:45	Projev Kocherlakota v Montaně	Fed	10/2012						
USA	11.10.2012	0:00	30letá aukce	mld. USD	10/2012			13			
USA	11.10.2012	0:00	Zahájení schůzky G7	0	10/2012						
Německo	11.10.2012	8:00	Inflace	%	09/2012 *F			0	2	0	2
Německo	11.10.2012	8:00	Harmonizovaná inflace	%	09/2012 *F			0	2.1	0	2.1
Maďarsko	11.10.2012	9:00	Inflace	%	09/2012			0.2	6.3	0.1	6
SR	11.10.2012	9:00	Mzdy	%	08/2012						0.6
EMU	11.10.2012	10:00	Měsíční zpráva ECB	ECB	10/2012						
USA	11.10.2012	14:30	Index dovozních cen	%	09/2012			0.7		0.7	-2.2
USA	11.10.2012	14:30	Obchodní bilance	mld. USD	08/2012			-44		-42	
USA	11.10.2012	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	10/2012			365		367	
USA	11.10.2012	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	09/2012					3281	
USA	11.10.2012	18:30	Projev Plossera v Pennsylvánii	Fed	10/2012						
USA	11.10.2012	20:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	09/2012			-2		-62.8	
USA	12.10.2012	2:00	Projev Bullarda v St. Louis	Fed	10/2012						
Maďarsko	12.10.2012	9:00	Průmyslová výroba	%	08/2012 *F					2.6	1.4
SR	12.10.2012	9:00	Inflace	%	09/2012					0.1	3.7
EMU	12.10.2012	11:00	Průmyslová výroba	%	08/2012			-0.3		0.6	-2.3
Polsko	12.10.2012	14:00	Peněžní zásoba M3	%	09/2012			0.4		0.7	
USA	12.10.2012	14:30	Výrobní ceny	%	09/2012			0.7	1.7	1.7	2
USA	12.10.2012	14:30	Jádrový index cen v průmyslu	%	09/2012			0.2	2.5	0.2	2.5
USA	12.10.2012	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		10/2012 *P			77.8		78.3	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná						poslední změna	
		hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1		
Česko	2T repo	0.25	0.75	0.50	0.50	0.25	0.25	-25 bps	10/1/2012
Maďarsko	2T depo	6.50	7.00	7.00	6.50	6.50	6.50	-25 bps	9/25/2012
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	0.71	1.28	1.03	0.80	0.70	0.70
Maďarsko	BUBOR 3M	6.60	7.25	7.20	6.61	6.50	6.40
Polsko	WIBOR 3M	4.9	4.94	5.13	4.92	4.80	4.90

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	CZ10Y	1.67	2.25	2.02	1.61	1.70	1.80
Maďarsko	HU10Y	6.47	7.36	6.71	6.56	7.50	7.25
Polsko	PL10Y	4.41	4.95	4.74	4.39	5.30	5.40

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	EUR/CZK	24.9	24.84	25.52	25.13	24.90	24.50
Maďarsko	EUR/HUF	283	294	286	285	290	280
Polsko	EUR/PLN	4.07	4.14	4.22	4.11	4.30	4.15

HDP

	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	2.1	1.3	0.6	-0.5	-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

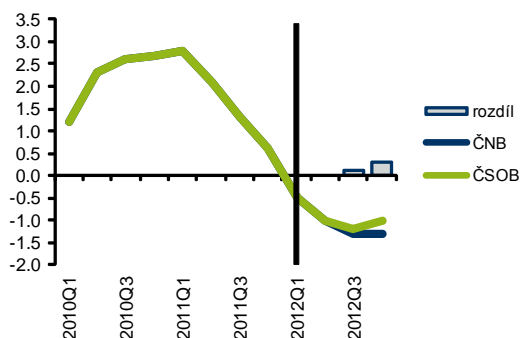
Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	2012	2013
Česko	-3.3	-2.8
Maďarsko	-2.5	-2.2
Polsko	-3.5	-4.0

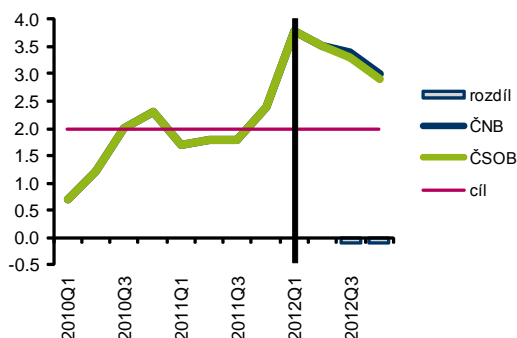
Zdroj dat: ČSOB, Bloomberg

Výhledy centrálních bank

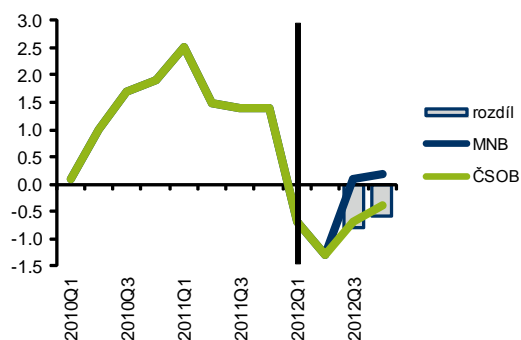
CZ: Výhled na růst HDP (y/y, %)



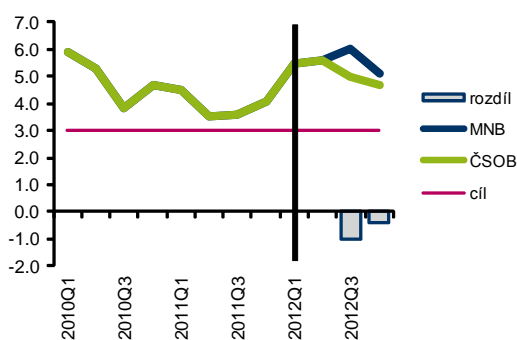
CZ: Výhled na inflaci (y/y, %)



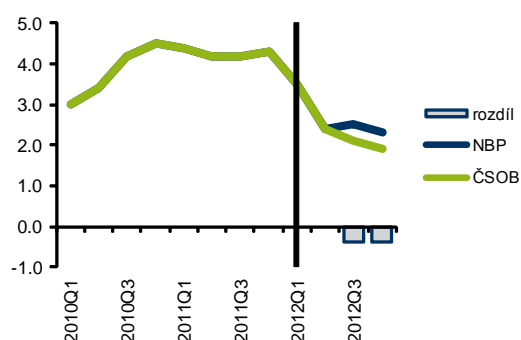
HU: Výhled na růst HDP (y/y, %)



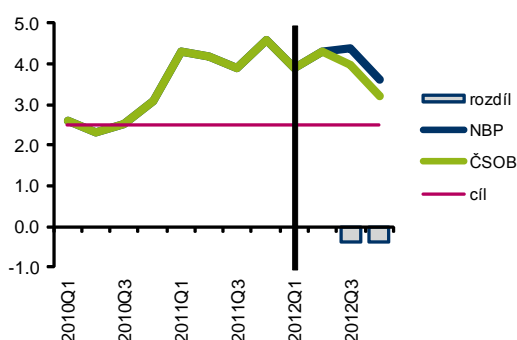
HU: Výhled na inflaci (y/y, %)



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.