



● Polsko

Sázky na výrazný pokles sazeb v Polsku jsou přehnané 2

● Výhled na týden

NBP opět sáhne ke snížení sazeb 5

Podezřelé chování české koruny

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25.36	→	→
EUR/HUF	291.0	→	→
EUR/PLN	4.11	→	→
3M PRIBOR	0.50	→	→
3M BUBOR	5.73	→	→
3M WIBOR	4.08	↘	↘
10Y CZK	2.03	→	↗
10Y PLN	3.94	→	↗
10Y HUF	6.45	→	→
3M EURIBOR	0.19	→	→
10Y EMU	1.53	→	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Česká koruna jako by začala ztrácet tradiční vazby na eurodolar a akciové trhy. Negativní korelace měnového páru EUR/CZK s akciovým indexem S&P 500 je nejnižší od začátku roku a poblíž minim z roku 2012 je i negativní korelace s měnovým párem EUR/USD. Může to být částečně důsledek vyrovnání se s nízkou likviditou během vánočních svátků. V období nízké vánoční likvidity koruna překvapivě posílila (až do blízkosti 25,00 EUR/CZK) a teď nehlédě na globální optimismus zůstává v defenzivě a koriguje vánoční zisky. Může to být ale znamení hlubších změn ve vazbách koruny na globální trhy.

Zajímavé totiž je, že na globálních trzích také slábne negativní vazba dolaru na akciové trhy. Ta fungovala následovně: silné akcie = globální optimismus = ztráty super-bezpečného a nízko-úročeného dolaru. Proč by měla najednou dobrá americká čísla znamenat silný dolar? Nejedná se v zásadě o nic jiného než o návrat tradiční, ale v krizi zapomenuté vazby. Dobrá čísla by měla znamenat sázky na vyšší nominální i reálné sazby a vylepšování úrokového diferenciálu vůči euru. Investoři v tuto chvíli předpokládají, že Fed se sazbami do roku 2015 nebude hýbat, a proto dolar lepší čísla nebyl schopen ocenit. Centrální bankéři také řekli, že pokud nezaměstnanost klesne pod 6,5 % (nyní je 7,7%), začnou měnové kohouty utahovat. Dobrá čísla z trhu práce mohou takové sázky časem oživit.

V takovém případě by to mělo hlubší dopad i na chování české koruny. Globální optimismus a zisky akciových trhů tradičně znamenaly zisky vůči euru a dvojnásobné zisky vůči dolaru. Karta se ale může obrátit. Realitou může být překvapivá kombinace zisků koruny vůči euru a ztrát vůči americkému dolaru. Vazby mezi EUR/USD a EUR/CZK by tím pádem po delší době mohly dostat nový rozměr.

Sázky na výrazný pokles sazeb v Polsku jsou přehnané

Petr Báča, Jan Bureš

Ekonomika sice roste na polské poměry pomalu, ale blýská se na lepší časy.

Ačkoliv v Polsku není z ekonomického hlediska v současné době příliš důvodů k radosti (jako ostatně v celé Evropě), tak se stále domníváme, že sázky na pokles tržních sazeb v následujících devíti měsících o dalších zhruba 90 bodů jsou stále přehnané.

Zrekapitulujme nejprve současnou situaci. Polská ekonomika ve třetím čtvrtletí loňského roku rostla meziročně o 1,4 %, tedy nejpomalejším tempem od druhého čtvrtletí 2009. Oproti post-Lehmanovské době jde současný pokles více na vrub domácí poptávce, která byla ve zmíněném roce 2009 elementem, jenž držel polskou ekonomiku nad vodou. Zcela jasným tahounem růstu byly v posledních dvou kvartálech čisté vývozy. Situace by se však podle nás mohla snad již ve druhém čtvrtletí začít vylepšovat a pozitivní impulzy by mohly podle našich předstihových indikátorů přijít z průmyslu.

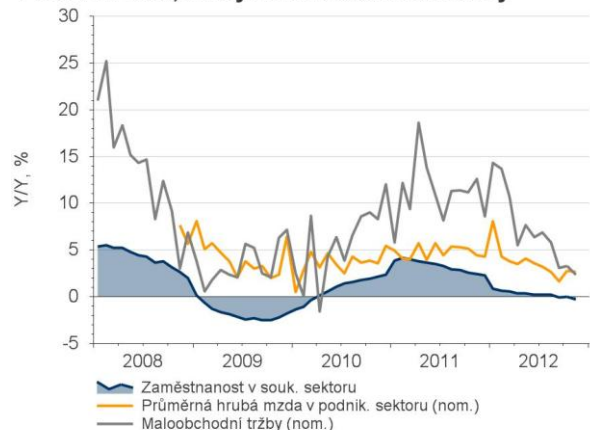
Situace v průmyslu se zlepšuje.

V tomto týdnu zveřejněný index podnikatelské nálady v průmyslu za prosinec sice zůstal pod klíčovou hranicí 50 bodů a naznačuje tak stále zhoršování podmínek, avšak již třetí měsíc v řadě se jeho hodnota vylepšuje. Poměrně pozitivní vývoj zaznamenaly nové objednávky (nejvyšší od července) i nové exportní objednávky (nejlepší od března). Lepší perspektivy polského průmyslu naznačuje i náš předstihový indikátor, který jako jednu ze složek zahrnuje německý index podnikatelské nálady Ifo. Úplně kritická rozhodně není ani situace na trhu práce. Je sice pravda, že maloobchodní tržby i mzdy po zohlednění inflace reálně stagnují, případně dokonce mírně klesají, ale vývoj zaměstnanosti v soukromém sektoru není zdaleka tak nepříznivý jako v roce 2009 (viz graf). Naopak, s meziročně nepříznivým vývojem lze i nadále počítat ve stavebnictví.

Výrazným poklesům sazeb by nemělo nahrávat ani rozložení sil v NBP

Přičteme-li k výše uvedenému i střizlivý pohled centrální banky na další uvolňování měnové politiky (připomeňme, že NBP poněkud neočekávaně ještě vloni v květnu zvyšovala sazby), tak se domníváme, že v současné době jsou ve hře ještě jeden až dva poklesy sazeb o 25 bps (včetně příštího týdne). Uvidíme, jaká nálada bude panovat ve Výboru pro měnovou politiku na dvoudenním zasedání, které vyvrcholí příští středu.

Polsko: Zam., mzdy a maloobchodní tržby

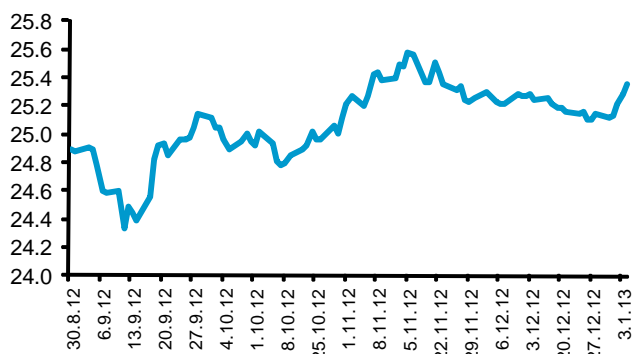


Nálada v průmyslu

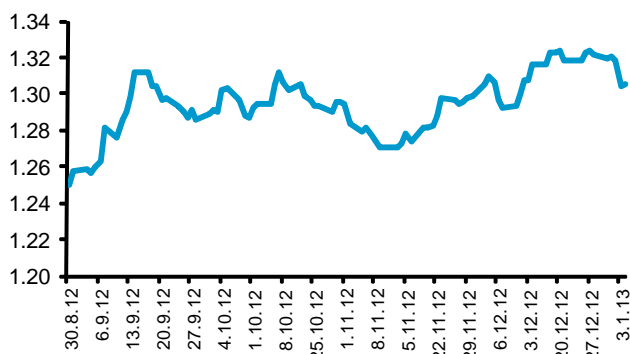


Přehled trhů

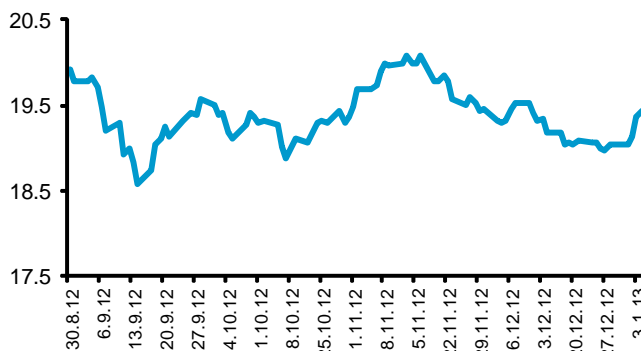
EURCZK



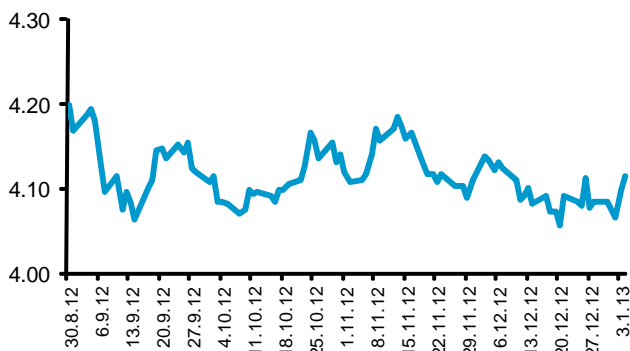
EURUSD



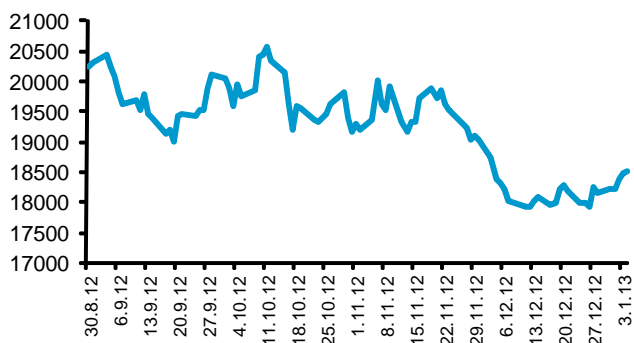
USDCZK



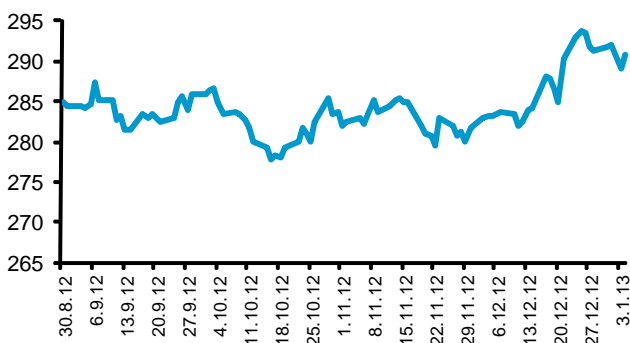
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

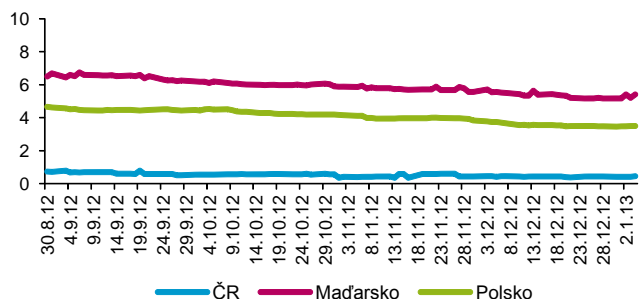


EURHUF

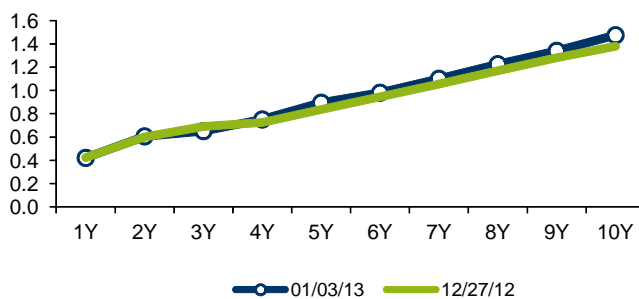


Zdroj: Thomson Reuters

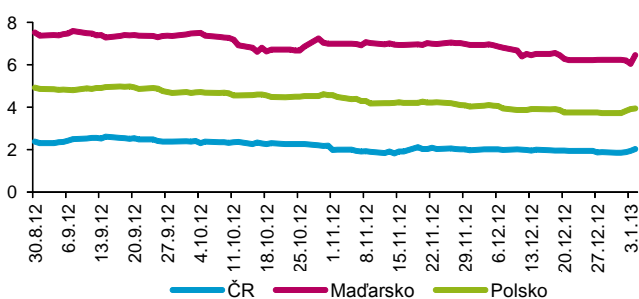
FRA 3x6 (%)



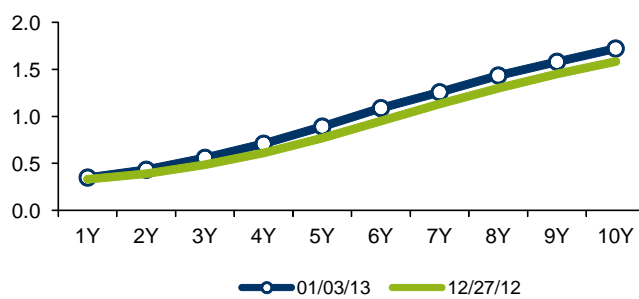
IRS CZK (%)



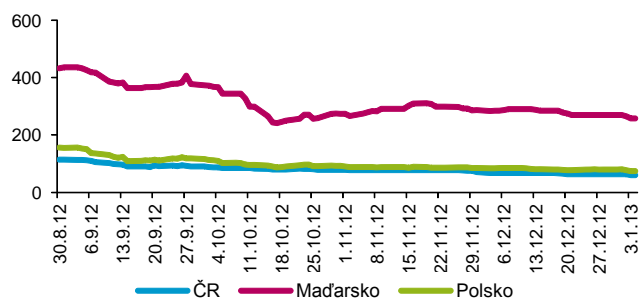
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



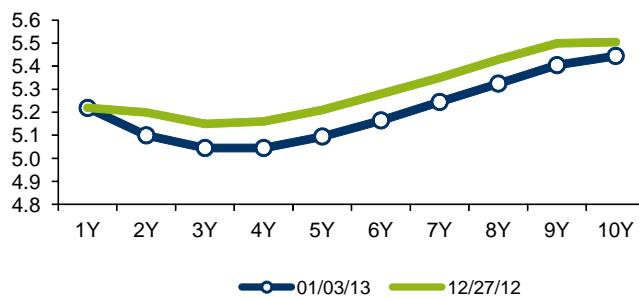
IRS EUR (%)



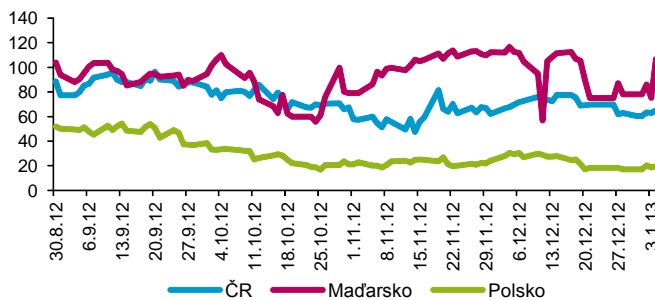
CDS 5Y (bps)



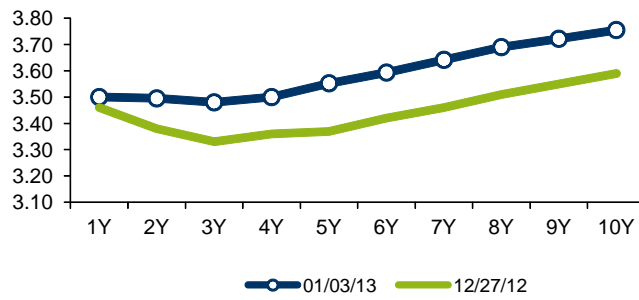
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ST cca 14:00, PL Zasedání NBP

	Náš odhad	Poslední změna
hlavní sazba v %	4,00	12/2012
změna v b. bodech	-25	-25

PL: NBP opět sáhne ke snížení sazeb

Polská centrální banka na zasedání v příštím týdnu podle našeho názoru opět sníží svoji referenční úrokovou sazbu o 25 bps na 4 %. Polská ekonomika rostla ve třetím čtvrtletí loňského roku nejpomaleji od roku 2009 a přes stabilizující se situaci je podle nás nutné počítat ještě s jedním či dvěma poklesy sazeb, což uznávají i příznivci přísnější měnové politiky v MNB (například Jan Winiecki, více viz text na str. 2).

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	07.01.2013	9:00	Stavební výroba	%	11/2012						-4.3
ČR	07.01.2013	9:00	Průmyslová výroba	%	11/2012		-2		-1.3		4.1
ČR	07.01.2013	9:00	Obchodní bilance	mld. CZK	11/2012	20		24		32.97	
Maďarsko	07.01.2013	9:00	Výrobní ceny	%	11/2012				-1.9	-0.4	0.2
EMU	07.01.2013	10:30	Projev Barrosa na konferenci v Lisabonu		ECB						
EMU	07.01.2013	11:00	Výrobní ceny	%	11/2012			0.1	2.4	0.1	2.6
EMU	07.01.2013	15:30	Statistika nákupu dluhopisů		ECB						
EMU	08.01.2013	0:00	Projev Rehna na ekonomickém summitu v Berlíně		ECB						
Německo	08.01.2013	8:00	Obchodní bilance	mld. EUR	11/2012						15.8
Německo	08.01.2013	8:00	Běžný účet	mld. EUR	11/2012						13.6
Maďarsko	08.01.2013	9:00	Průmyslová výroba	%	11/2012 *P						-3.8 -3.8
SR	08.01.2013	9:00	Maloobchodní tržby	%	11/2012						-1.8
EMU	08.01.2013	11:00	Maloobchodní tržby	%	11/2012			0.4	-2	-1.2	-3.6
EMU	08.01.2013	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	11/2012			11.8		11.7	
EMU	08.01.2013	11:00	Index ekonomické důvěry		12/2012			86.5		85.7	
Německo	08.01.2013	12:00	Tovární zakázky	%	11/2012			-1.5	-0.4	3.9	-2.4
EMU	08.01.2013	16:00	Index spotřebitelské důvěry		12/2012 *F			-26.6		-26.6	
ČR	09.01.2013	9:00	Inflace	%	12/2012	-0.1	2.2	0.1	2.4	-0.2	2.7
ČR	09.01.2013	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	12/2012	9.3		9.4		8.7	
Maďarsko	09.01.2013	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	11/2012 *P						646.9
SR	09.01.2013	9:00	Obchodní bilance	mld. EUR	11/2012						476.6
Německo	09.01.2013	12:00	Průmyslová výroba	%	11/2012			1	-2.9	-2.6	-3.7
ČR	09.01.2013	12:00	Aukce státního dluhopisu 2013-19, x,xx %	mld. CZK	01/2013						
ČR	09.01.2013	12:00	Aukce státního dluhopisu 2012-17, VAR %	mld. CZK	01/2013						
Polsko	09.01.2013	14:00	Zasedání RPP	%	01.01.2013	4		4		4.25	
Maďarsko	09.01.2013	17:00	Rozpočtové saldo	mld. HUF	12/2012						-691.7
EMU	10.01.2013	13:45	Zasedání ECB	%	01/2013			0.75		0.75	
EMU	10.01.2013	14:30	Projev Draghiho na měsíční tiskové konferenci		ECB						
USA	10.01.2013	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	5.01.2013			361		372	
USA	10.01.2013	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	30.12.2012					3245	
EMU	10.01.2013	18:00	Projev Asmussena v Berlíně		ECB						
USA	10.01.2013	19:10	Projev George o ekonomickém výhledu v Kan.City		Fed						
USA	10.01.2013	20:00	Projev Bullarda o ekonomice, Wisconsin		Fed						
ČR	11.01.2013	9:00	Maloobchodní tržby	%	11/2012		-2.8		-0.2		2.2
SR	11.01.2013	9:00	Stavební výroba	%	11/2012						-11
SR	11.01.2013	9:00	Průmyslová výroba	%	11/2012						8.1
SR	11.01.2013	9:00	Mzdy	%	11/2012						1.3
EMU	11.01.2013	9:00	Projev Rehna na konferenci v Bruselu		ECB						
EMU	11.01.2013	12:00	Schůzka konzervativních lídrů EU na Kypru		ECB						
USA	11.01.2013	14:30	Index dovozních cen	%	12/2012			0.1		-0.9	-1.6
USA	11.01.2013	14:30	Obchodní bilance	mld. USD	11/2012			-41.2		-42.2	
USA	11.01.2013	15:30	Projev Plossera o ekonomickém výhledu		Fed						
USA	11.01.2013	19:15	Projev Kocherlakota v Minneapolisu		Fed						
USA	11.01.2013	20:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	12/2012			-22.5			

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	poslední změna	
Česko	2T repo	0.05	0.50	0.50	0.05	0.05	0.05	-20 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depo	5.75	7.00	6.50	5.75	6.50	6.25	-25 bps	12/18/2012
Polsko	2T inter. sazba	4.25	4.75	4.75	4.25	4.00	4.00	-25 bps	12/5/2012

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
Česko	PRIBOR 3M	0.50	1.03	0.80	0.50	0.50	0.45
Maďarsko	BUBOR 3M	5.73	7.20	6.61	5.75	6.40	6.20
Polsko	WIBOR 3M	4.08	5.13	4.92	4.11	4.90	4.90

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
Česko	CZ10Y	1.49	2.02	1.61	1.37	1.40	1.50
Maďarsko	HU10Y	5.63	6.71	6.56	5.49	7.25	7.00
Polsko	PL10Y	3.79	4.74	4.39	3.60	5.40	5.40

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
Česko	EUR/CZK	25.4	25.52	25.13	25.09	24.70	24.60
Maďarsko	EUR/HUF	291	286	285	291	280	280
Polsko	EUR/PLN	4.12	4.22	4.11	4.08	4.15	4.00

HDP

	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
Česko	0.9	-0.5	-1.0	-1.3	-1.5	-0.9	-0.3
Maďarsko	1.3	-0.7	-1.5	-1.5	-1.6	0.3	0.8
Polsko	4.6	3.6	2.3	1.4	1.1	1.0	0.8

Inflace

	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
Česko	2.4	3.8	3.5	3.4	2.6	2.6	2.7
Maďarsko	4.1	5.5	5.6	6.6	5.8	3.6	3.0
Polsko	4.6	3.9	4.3	3.8	2.7	2.3	2.3

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

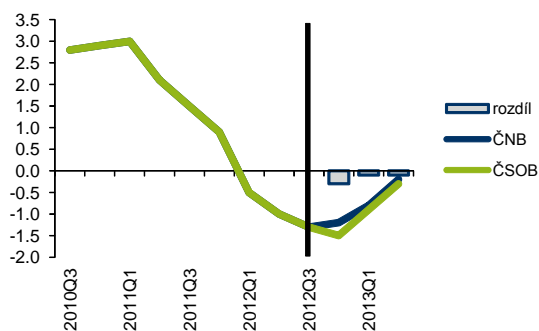
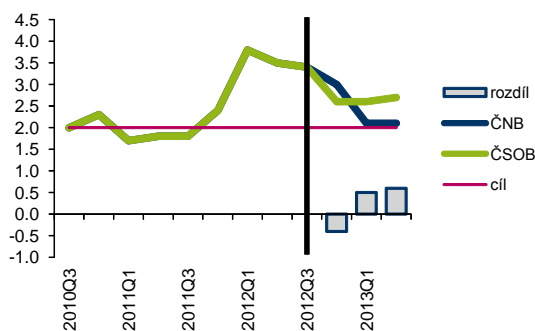
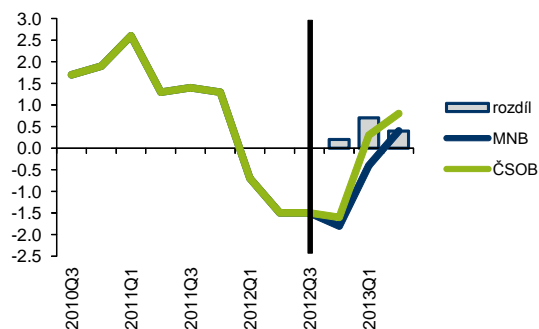
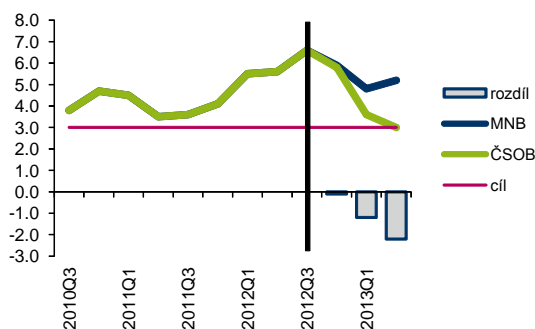
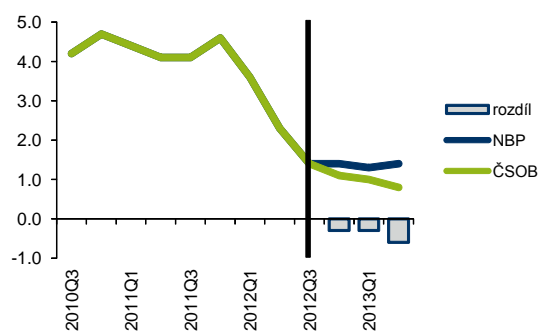
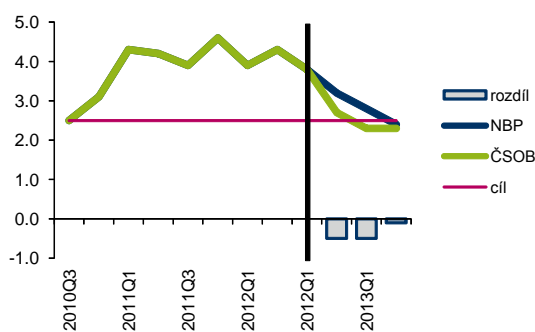
	2012	2013
Česko	-1.7	-1.9
Maďarsko	1.5	1.0
Polsko	-4.0	-3.8

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

	2012	2013
Česko	-5.0	-3.0
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.