



- **ČR:** ČNB drcena ze dvou stran 2
- **Maďarsko:** MNB ponechala sazby beze změny 3
- **Polsko:** PNB zvýšila sazby o 25 bps 3
- **Tento týden:** Maďarský běžný účet by měl být lepší 6

Centrální banky v akci: NBP s ČNB nepřekvapily, MNB ano

	Dnes	Týdenní změna	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	23.93	-0.88%	→	↗
EUR/PLN	3.355	-0.18%	→	→
EUR/HUF	237.3	-0.43%	↗	→
EUR/SKK	30.31	-0.03%	→	→
3M PRIBOR	4.12	-0.01	↘	↘
3M WIBOR	6.44	0.06	↗	→
3M BUBOR	8.85	0.01	↗	→
3M BRIBOR	4.08	0.00	→	→
10Y CZK	5.08	-0.02	↗	→
10Y PLN	6.57	0.08	↗	→
10Y HUF	8.71	0.00	↗	→
3M EURIBOR	4.87	0.02	→	→
10Y EMU	4.52	-0.10	→	→

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Představení centrálních bank ve střední Evropě v uplynulých dnech přineslo ve dvou případech očekávané výsledky, v jednom případě pak nemalé překvapení. Tou bankou, která překvapila, byla maďarská MNB, jejíž Bankovní rada se těsnou většinou rozhodla ponechat základní sazbu beze změn, ačkoliv trh byl celkem jasně přesvědčen, že dojde ke zvýšení úrokových sazeb. Z tohoto pohledu je pak i překvapivá reakce trhu, kdy například forint nejprve nepatrně oslabil, aby vzápětí rychle zpevnil až na pětileté maximum. Fakt, že se tak stalo v podmínkách rostoucí averze vůči riziku ve světě, svědčí o tom, že forint se již může opřít o příznivější se vyvíjející fundamentální ukazatele – zejména pokud jde o saldo veřejných rozpočtů a běžného účtu platební bilance.

Na rozdíl od MNB, centrální banky v Polsku a České republice nepřekvapily. NBP v souladu s očekáváním zvýšila oficiální úrokovou sazbu, přičemž vzkaz, který Výbor pro měnovou politiku vyslal k trhům, byl přece jenom o něco měkčí, než se očekávalo. To konec konců vyplývalo z nové inflační zprávy, jež vidí vývoj inflace v roce 2009 více pesimisticky. Výbor tedy spíše než by se jednoznačně přihlásil k dalšímu utahování měnové politiky, dal raději přednost taktice „počkáme a uvidíme“.

A nakonec zmiňme i zasedání bankovní rady ČNB. Česká měnová politika zůstává v podstatě v zajištění kurzu koruny, což guvernér včera jasně potvrdil. Bankovní rada dokonce již počítá s tím, že se inflace vrátí v následujících měsících nad 7 %. Podle Bankovní rady to však bude nejen koruna, ale i slabší výkon ekonomiky, který přispěje k tomu, že inflace během prvního čtvrtletí 2009 poklesne zpět k inflačnímu cíli. S tímto názorem se dá v zásadě souhlasit, a proto se domníváme, že ČNB by už úroky zvedat v tomto cyklu neměla. Nicméně, jak již bylo řečeno výše, mnohé bude záviset na koruně.

ČNB drcena ze dvou stran

Jan Bureš

Česká centrální banka je v nezáviděníhodné situaci. Na jedné straně se kumulují proinflační rizika, na druhé straně koruna překonává veškeré představitelné hranice.

K hlavním proinflačním rizikům patří vyšší současná inflace, ceny komodit na světových trzích a výhled na sazby ECB.

Na druhé frontě je silný protiinflační faktor v podobě silné koruny – o 20% silnější vůči euru a o 40% vůči dolaru.

Manévrovací prostor pro ČNB zůstane i nadále silně omezený – čekáme stabilitu sazeb v dohledné době.

Pro českou centrální banku začíná pěkně horké léto. Inflace pravděpodobně vystoupí kvůli dražším pohonným hmotám a vyšším cenám plynu načas výše a ke konci roku bude naopak klesat pomaleji (my čekáme 5,4% y/y) v prosinci. Současně ale koruna láme všechny představitelné rekordy a ČNB prakticky znemožňuje jakékoliv úvahy nad růstem sazeb.

To se projevilo i na posledním zasedání. Argumenty na stranách pro i proti-nflačním rizik jsou velice silné a mezi centrálními bankéři panoval zjevný neklid. To potvrdil i svým přeřeknutím i guvernér Tůma, který nejprve na tiskové konferenci naznačil, že mírně převažují protiinflační rizika, aby posléze musel svůj výrok opravit na rizika proinflační.

Těch je skutečně více. Na prvním místě se jedná o již zmiňovanou vyšší současnou inflaci, která ale nemusí nutně zvyšovat inflační rizika v měnově-politickém horizontu (12-18 měsíců). Někteří centrální bankéři jsou také znepokojeni rychlým růstem mezd – ty v prvním kvartále rostly meziročně o více jak 10%. To na první pohled sice vypadá hrozně, mzdy ale pravděpodobně byly ovlivněny přesouváním prémie z konce roku 2007 do začátku roku 2008 (z daňových důvodů). Navíc reálné mzdy rostly jen velice pomalu a spotřeba domácností v prvním kvartále prudce zpomalila. To jakékoliv obavy z poptávkově tažených inflačních tlaků staví na vedlejší kolej.

K pro-nflačním faktorům je ale třeba po právu přičíst změnu situace v eurozóně. Tam ECB pomalu dochází trpělivost a na nejbližším zasedání pravděpodobně na stále rostoucí inflaci zareaguje růstem sazeb. Druhým vnějším proinflačním faktorem je samozřejmě drahá ropa a komodity obecně, které se ve spotřebním koši nejrychleji projevují prostřednictvím vyšších cen benzínu.

Na druhé frontě, tedy té protiinflační, máme jediného bojovníka. Ten je ale mnohokrát silnější než všechny doposud zmíněné faktory. Česká koruna je meziročně o 20% silnější vůči euru a o neskutečných 40% vůči dolaru. Reálné posílení je vzhledem k vyšší české inflaci ještě výraznější. Především díky extrémně silnému kurzu zůstávají měnové podmínky (kombinace kurzu a sazeb) nejpřísnější za posledních osm let. Diskuse v Bankovní radě se tak vcelku logicky stočila k tomu, jak silným bojovníkem v bitvě proti inflaci koruna je. I když se asi některým centrálním bankéřům nelíbilo, že silná koruna netlačí adekvátně dolů ceny dováženého zboží, stále převládá názor, že časem se na inflaci a růstu podepíše. Hospodářství již v prvním kvartále ostatně překvapilo nižším tempem, za které ale mohla zatím především slabá poptávka domácností.

Jak to bude se sazbami vypadat dále? Vzhledem k tomu, že koruna na stabilní domácí sazby nereaguje nijak negativně, ČNB si během žhavého inflačního léta stěží vytvoří prostor pro růst sazeb. Konec roku již bude ve znamení jasnějšího poklesu inflace, a tak ani slabší koruna nemusí centrální bankéře přesvědčit o nutnosti utahování měnových šroubů. Sečteno, podtrženo, sázíme dále na stabilitu sazeb v dohledném horizontu.

Zasedaly maďarská a polská centrální banky

G.Barcza, P.Radzevicz

MNB překvapila ponecháním sazeb beze změny

Maďarská centrální banka minulý týden překvapila, když ponechala základní úrokovou sazbu beze změny na 8,5%. Následný komentář pak zdůraznil rizika vývoje inflace, guvernér přitom podotkl, že rozhodnutí ponechat sazby beze změny před jejím zvýšením o 25 bps bylo velmi těsné.

Forint po krátkém oslabení vůči euru posílil na pětileté maximum

Většina ekonomů však očekávala zvýšení sazeb o 25 bps, proto rozhodnutí banky bylo velkým překvapením. První reakce trhu odpovídala zmíněnému mírnému komentáři MNB, maďarská měna oslabil a výnosová křivka zestměla. To však netrvalo dlouho. Forint v okamžité reakci sice klesl na úroveň EUR/HUF 240, nálada se však brzy změnila a maďarská měna dosáhla nového pětiletého maxima na 235,10. Ke konci týdne však konsolidace a vybírání zisků forint opět oslabil.

Silnější HUF sníží jádrovou inflaci na 3% y/y

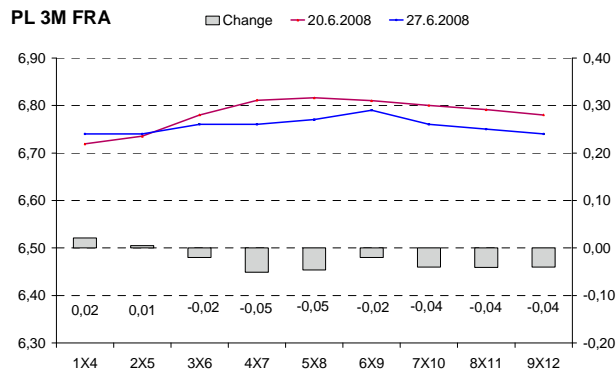
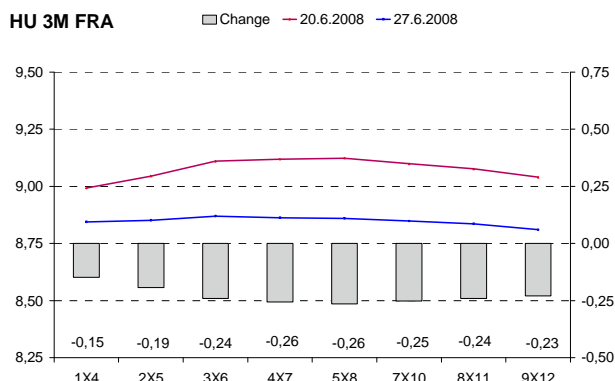
Jak jsme již zmínili v minulém týdnu, pokud se měnový pár EUR/HUF udrží v pásmu 235-240, měla by inflace klesnout o 1%, a to může stačit, abychom dosáhli jádrové inflace 3% y/y. Znamená to ovšem, že pro centrální banku bude směnný kurz hrát významnou roli, protože kurz by se měl udržet v intervalu 235-238 EUR/HUF.

Polská centrální banka na rozdíl od maďarské zvýšila sazby o 25 bps

Na rozdíl od maďarské polská centrální banka zvýšila úrokové sazby podle očekávání. Doprovodný komentář zůstal ostřejší zdůrazňující inflaci jako hlavní nebezpečí, přesto však celkový tón byl mírnější, než se čekalo. Inflační výhled je ale ve střednědobé horizontu, t.j. v roce 2009, méně příznivý, i když o něco málo optimističtější na rok 2010 než obdobný výhled únorový. To může znamenat, že Výbor pro měnovou kontrolu bude ještě nějaký čas pokračovat ve svém jestřábím tónu a že je připraven v případě zvýšené inflace, vyššího růstu mezd nebo ekonomiky adekvátně jednat.

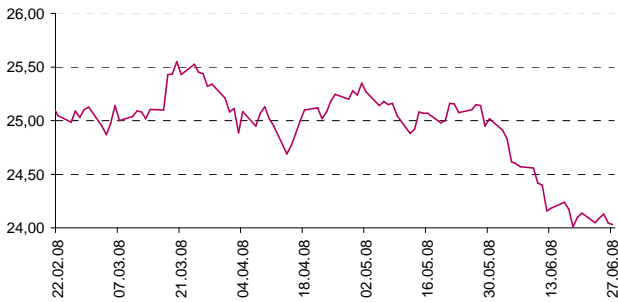
Pro další utážení měnové politiky nejsou nyní důvody

V daném okamžiku pak široký konsenzus předpokládá, že nejsou důvody pro další utážení měnové politiky. Ta bude záviset na ECB a na dopadu jejího rozhodnutí na směnný kurz a na vývoj statistik z reálné ekonomiky. Podle nás to pak znamená, že stále existují určité možnosti, že bude třeba dodatečných opatření, aby se inflace udržela kolem inflačního cíle, a to zvláště, pokud ECB zvýší v dohledné době sazby.

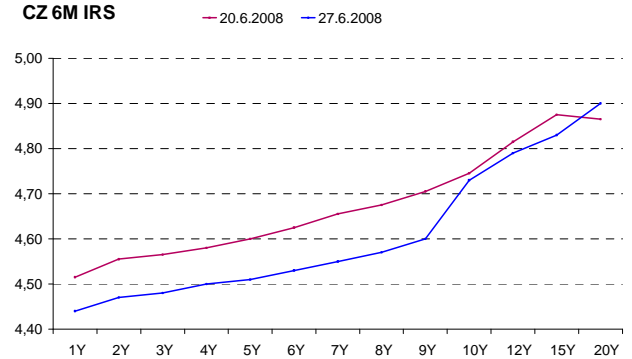


Přehled trhů

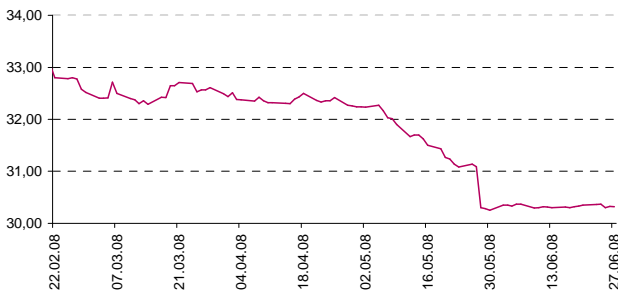
EURCZK



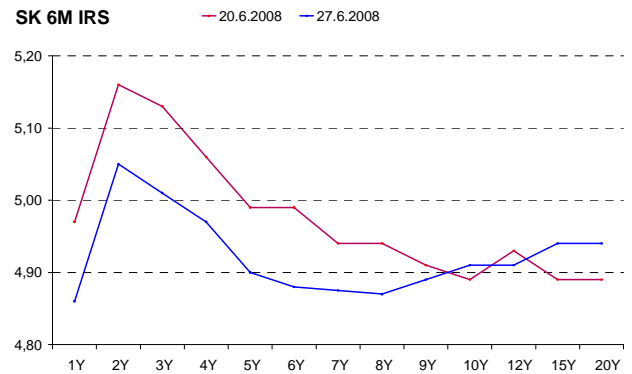
CZ 6M IRS



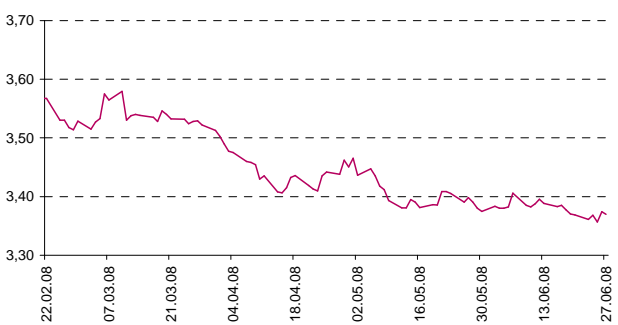
EURSKK



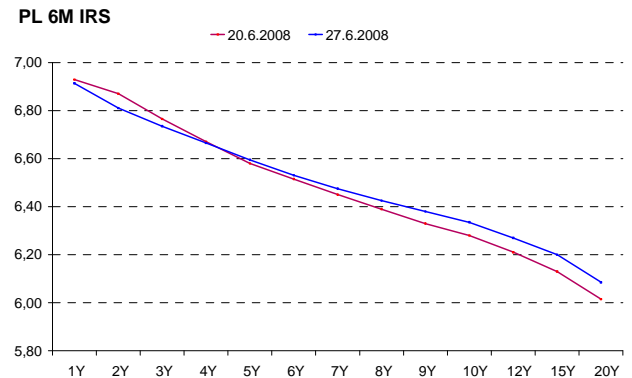
SK 6M IRS



EURPLN



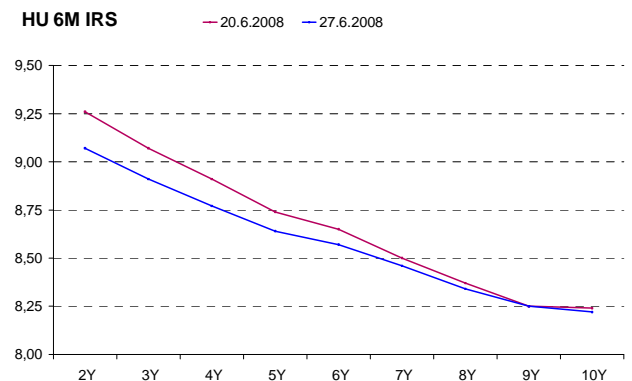
PL 6M IRS



EURHUF



HU 6M IRS



Klíčové očekávané události

PO 9:00, HU Běžný účet (mil. EUR)

	2008Q1	2007Q4	2007Q1
Běžný účet	-900,0	-1113,0	-1111,0
kumul. od ledna	-900,0	-5058,0	-1111,0
Obchodní bilance	400,0	395,0	178,0
kumul. od ledna	400,0	977,0	178,0

HU: Deficit běžného účtu klesá

Deficit běžného účtu za první čtvrtletí by měl ukázat, do jaké míry se v tomto období zlepšila obchodní bilance díky exportu a probíhající fiskální konsolidace.

PÁ 9:00, CZ Zahraniční obchod (mld. CZK)

	XII.07	XI.07	XII.06
Saldo	6,0	8,3	5,4

CZ: Obchodní bilance v plusu

Česká obchodní bilance skončila podle nás v květnu přebytkem okolo 6 mld. Korun. Za tím stojí tradičně především segment výrobců dopravních prostředků a elektroniky. I přes negativní vliv vysokých cen komodit na dovozní stranu rovnice, a silnou korunu tak český zahraniční obchod vykáže výsledek zhruba o 0,5 mld. korun lepší.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Maďarsko	30.6.2008	08:30	Běžný účet (mld. HUF)	01/2008 *P	-900				-1 113,3	
Polsko	30.6.2008	14:00	Běžný účet (mil. EUR)	01/2008 *P			-3 878		-3 221	
USA	30.6.2008	16:00	Index nákupních manažerů z Chicaga	06/2008			48,4		49,1	
USA	1.7.2008	00:00	Celkový prodej automobilů (mil. USD)	06/2008			14,2		14,3	
EMU	1.7.2008	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu	06/2008			49,1		50,6	
USA	1.7.2008	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM	06/2008			49		49,6	
USA	1.7.2008	16:00	Cenový subindex ISM	06/2008			86,5		87	
EMU	2.7.2008	11:00	Výrobní ceny (%)	05/2008					0,8	6,1
USA	2.7.2008	16:00	Tovární zakázky (%)	05/2008			0,5		1,1	
EMU	3.7.2008	11:00	Maloobchodní tržby (%)	05/2008					-0,6	-2,9
Maďarsko	3.7.2008	12:00	Aukce st. dluhopisů, 5 let (mld. HUF)	10.7.2008						
EMU	3.7.2008	13:45	Zasedání ECB (%)	07/2008	4,25		4,25		4	
USA	3.7.2008	14:30	Průměrná hodinová mzda (%)	06/2008			0,3	3,5	0,3	3,5
USA	3.7.2008	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	28.6.					384	
USA	3.7.2008	14:30	Míra nezaměstnanosti (%)	06/2008			5,4		5,5	
USA	3.7.2008	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství (tis., nsa)	06/2008			-55		-49	
USA	3.7.2008	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměst. (tis.)	21.6.						
ČR	4.7.2008	09:00	Obchodní bilance (mld. CZK)	05/2008	6		6,5		8,3	
Maďarsko	4.7.2008	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	04/2008 *F					54,2	
Německo	4.7.2008	12:00	Tovární zakázky (%)	05/2008					-1,8	

m/m - meziměsíčně; y/y - meziročně; s.a. - sezónně očištěno; n.s.a. - sezónně neočištěno; P - předběžné; F - finální
 EMU, USA, UK, JPY - pokud není uvedeno jinak, data sezónně očištěna; Střední Evropa - data sezónně neočištěna, pokud není uvedeno jinak
 Aukce státních dluhopisů: období = datum emise; m/m = poptávka; y/y = nabídka

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	Jun-08	Sep-08	Dec-08	Mar-09	Jun-09	poslední změna	
Česko	2T repo	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	25 bps	07/02/2008
Maďarsko	2T depo	8.50	8.50	8.75	8.75	8.50	8.25	25 bps	31/05/2008
Polsko	2T inter. sazba	5.75	6.00	6.00	6.00	6.00	5.75	25 bps	26/03/2008
Slovensko	2T repo	4.25	4.25	4.25	4.25	x	x	-25 bps	25/04/2007

Krátkodobé úrokové sazby 3M *IBOR (konec období)

		současná hodnota	Jun-08	Sep-08	Dec-08	Mar-09	Jun-09
Česko	PRIBOR	4.22	4.22	4.20	4.15	4.10	3.75
Maďarsko	BUBOR	8.83	8.75	8.75	8.75	8.50	8.25
Polsko	WIBOR	6.64	6.50	6.50	6.30	6.20	5.80
Slovensko	BRIBOR	4.36	4.35	4.35	4.40	x	x

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	Jun-08	Sep-08	Dec-08	Mar-09	Jun-09
Česko		4.72	4.60	4.50	4.45	4.40	4.35
Maďarsko		8.18	8.50	8.25	8.00	7.75	7.50
Polsko		6.37	6.15	6.15	6.00	5.95	5.70
Slovensko		4.95	4.60	4.65	4.70	x	x

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	Jun-08	Sep-08	Dec-08	Mar-09	Jun-09
Česko	EUR/CZK	24.0	24.8	25.3	25.2	24.5	24.4
Maďarsko	EUR/HUF	237.2	235	235	235	235	235
Polsko	EUR/PLN	3.4	3.55	3.40	3.37	3.35	3.37
Slovensko	EUR/SKK	30.3	30.1	30.1	30.1	x	x

HDP

	Meziroční změna v %						
	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008	Q4 2008	Q1 2009	Q2 2009	
Česko	5.4	4.9	4.3	4.1	4.5	4.8	
Maďarsko	1.7	1.6	2.5	3.0	3.0	3.0	
Polsko	6.1	6.0	5.4	5.0	5.2	5.0	
Slovensko	8.7	8.7	7.3	6.6	x	x	

Inflace

	Meziroční změna v %						
	May-08	Jun-08	Sep-08	Dec-08	Mar-09	Jun-09	
Česko	6.8	6.7	6.5	5.3	2.8	2.5	
Maďarsko	7.0	6.8	6.5	5.5	4.8	4.5	
Polsko	4.4	4.4	3.9	3.6	3.5	3.3	
Slovensko	4.6	3.4	4.6	4.0	x	x	

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

	2007	2008
Česko	-3.3	-3.1
Maďarsko	-5.4	-4.5
Polsko	-3.7	-4.3
Slovensko	-5.3	-2.9

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

	2007	2008
Česko	-1.6	-2.3
Maďarsko	-5.7	-4.0
Polsko	-2.0	-1.9
Slovensko	-2.2	-2.1

Obchodování pro klienty**Korporátní klienti**

Petr Korous	+420 261 353 545
Petr Barbora	+420 261 353 513
Jindřich Brabec	+420 261 353 517
Robert Grus	+420 261 353 519
Tomáš Knížek	+420 261 353 539
Romana Milfait	+420 261 353 516

SME

Otakar Dvořák	+420 261 353 572
Eva Karasová	+420 261 353 523

Finanční instituce

Jan Poulík	+420 261 353 535
Daniel Pavelka	+420 261 353 546
Zdeněk Procházka	+420 261 353 534

Investiční výzkum

Jan Čermák	+420 261 353 578
Petr Dufek	+420 261 353 560
Silvia Čechovičová	+421 259 668 405
Marek Gábriš	+421 259 668 400
Zdeněk Šafka	+420 261 353 570
Jan Bureš	+420 261 353 574

Kredit Bank

Piotr Radzewicz	+48 22 6345 946
-----------------	-----------------

K&H Bank

Gyorgy Barcza	+36 1 328 99 89
---------------	-----------------

Naše publikace jsou rovněž dostupné na

Bloomberg KBCR
Internet: www.csob.cz

Informace obsažené v tomto dokumentu poskytuje Československá obchodní banka, a. s. v dobré víře a na základě pramenů, které považuje za správné, důvěryhodné a odpovídající skutečnosti. Přesto ani Československá obchodní banka, a. s. 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 Československá obchodní banka, a. s. nečiní žádné prohlášení ohledně přesnosti a úplnosti těchto informací. Československá obchodní banka, a. s. také nepřebírá jakoukoliv odpovědnost za případnou ztrátu nebo škodu, kterou může klient utrpět. Bez předchozího souhlasu Československé obchodní banky, a. s. nelze tento dokument ani jeho části kopírovat nebo dále šířit.