



● Česká republika

Výhled EUR/CZK: roční výročí intervencí přináší pesimismus 2

● Výhled na týden

MNB navzdory záporné inflaci úroky měnit nebude 5

Předstihové indikátory ukazují na slabší konec roku

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	27,70	↗	↗
EUR/HUF	308,7	↗	↗
EUR/PLN	4,22	↗	↗
3M PRIBOR	0,35	→	→
3M BUBOR	2,10	→	→
3M WIBOR	1,98	↘	↘
10Y CZK	0,98	↗	↗
10Y PLN	2,50	↗	↘
10Y HUF	4,19	↗	↗
3M EURIBOR	0,09	→	→
10Y EMU	0,87	↗	→

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Na střední Evropu začínají pomalu dopadat problémy pramenící ze slabé evropské poptávky. Naše předstihové indikátory pro střední Evropu (Blesky) se zhoršují od Varšavy přes Prahu po Budapešť. Český a maďarský Blesk je nejnižší za posledních dvanáct měsíců, zatímco polský předskokan je již na 17měsíčních minimech.

Nejlépe ve středoevropském srovnání vyznívá i nadále Česko. Blesk tam v posledních měsících klesal prakticky výhradně kvůli situaci v zahraničí – zhoršujícímu se indexu Ifo. V Maďarsku a především v Polsku se zhoršují všechny složky Blesku včetně nových objednávek a domácích PMI. I v těchto ekonomikách je ale největším strašákem rychlý propad indexu německé podnikatelské nálady Ifo v posledních měsících.

Z tohoto pohledu může eurozónu trochu zklidnit první odhad říjnových PMI v eurozóně. Podle nich se v říjnu zastavil nárůst pesimismu v největší evropské ekonomice. Pokud to v nadcházejícím týdnu potvrdí i lepší výsledek říjnového indexu Ifo, nemusí být negativní zprávy Blesku z posledních měsíců tak vážné.

Výhled EUR/CZK: výročí intervencí přináší pesimismus

Jan Čermák

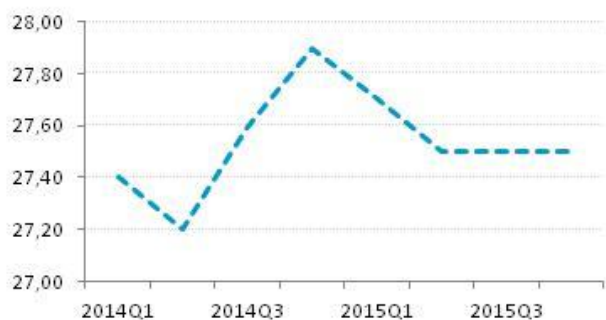
Listopadová prognóza ČNB, která koruně radost asi neudělá.

- Roční výročí spuštění devizových intervencí proti koruně s cílem uvolnit taktu měnovou politiku vybízí k otázce, jak ČNB naloží s kurzem české měny v dalším roce (a půl). Obáváme se, že vinou externích faktorů (propad konjunktury v EMU) bude ČNB opět v listopadu (tentokrát 2014) donucena zhoršit svoji prognózu a tím i snížit inflační výhled na rok 2015. Časem se tak dokonce může (alespoň verbálně) dostat na stůl otázka dalšího uvolnění měnové politiky a to skrze další oslabení koruny. A to se jí pochopitelně nemusí líbit.

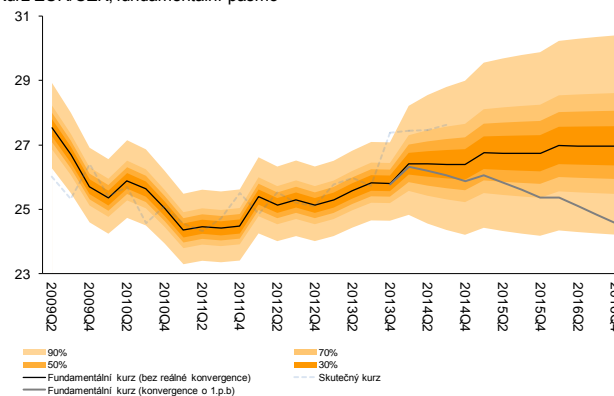
- Počítáme totiž se znatelně nižším růstem a inflací v eurozóně a proto odhadujeme i celkově nižší dynamiku české inflace. Ta i v roce 2015 podstřelí 2%ní inflační cíl ČNB, přičemž je otázkou, jak se s tímto faktem vyrovná bankovní rada ČNB. Memento v podobě negativní odezvy české veřejnosti na provedenou devalvací měny a fakt, že inflace zůstane v kladném teritoriu, by měly být hlavními argumenty proti scénáři dalšího cíleného oslabení měny. Přesto tomuto scénáři, který by mohl nastat v roce 2015, dáváme pravděpodobnost přibližně 40 %. Ještě předtím by však silící protiinflační tlaky (v eurozóně) u nás rovněž mohly vést k novému natažení závazku intervenovat proti koruně (za horizont roku 2016).

- Nicméně stále optimisticky věříme, že ECB a vlastně celá EU nakonec zareaguje dostatečně expanzivně, aby odvrátila hrozící „japonský scénář“. V takovém případě by koruna opravdu mohla opustit intervenční režim opravdu v roce 2016. A jak by takový exit mohl vypadat? Delší pobyt v intervenčním režimu povede podle našeho názoru k výraznějšímu posílení reálného rovnovážného kurzu, který plně nezvládne vykompenzovat o něco vyšší inflace. Odpovídající rovnovážný nominální kurz EUR/CZK tedy pro polovinu roku 2016 odhadujeme pod 26,00 EUR/CZK. Při opuštění současného kurzového režimu se tudíž těžko vyhneme spekulacím na skokové posílení české měny. To může být navíc podpořeno sázkami na první růst úrokových sazeb. Věříme ale, že ČNB koruně výraznější zisky nedovolí a bude se snažit pomocí masivních intervencí exit z intervencí vyhladit. Nicméně i tak na konci intervenčního režimu (2016?) počítáme s pohybem EUR/CZK směrem k hladině 26.

Výhled EUR/CZK, konec období

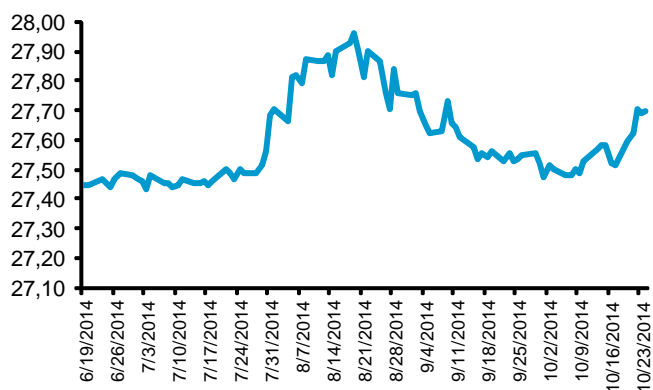


Kurz EUR/CZK, fundamentální pásmo

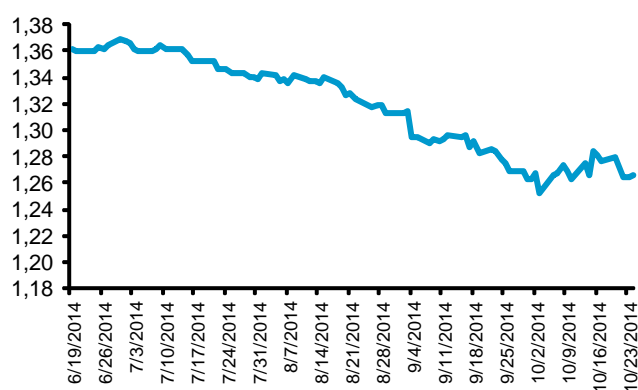


Přehled trhů

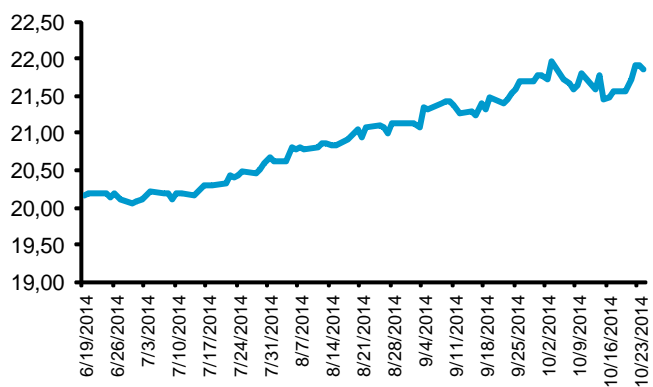
EURCZK



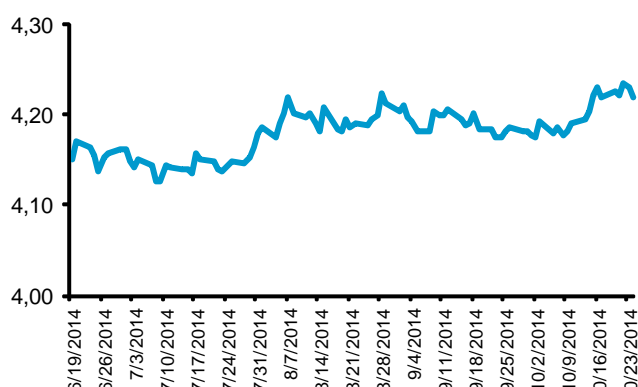
EURUSD



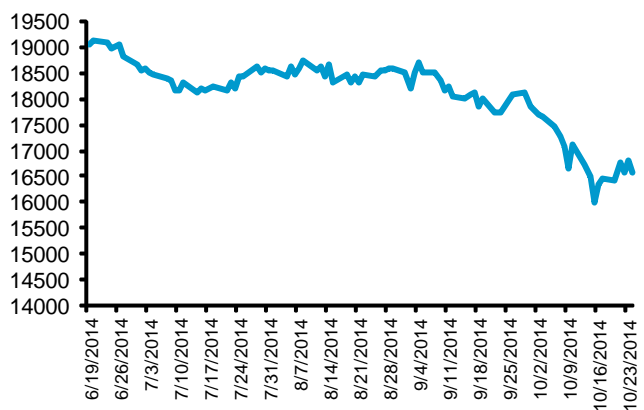
USDCZK



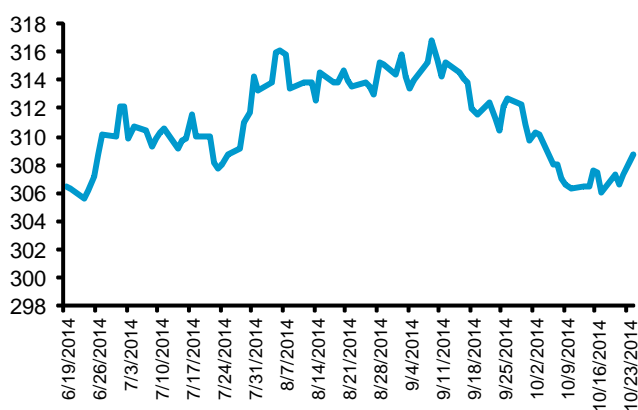
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

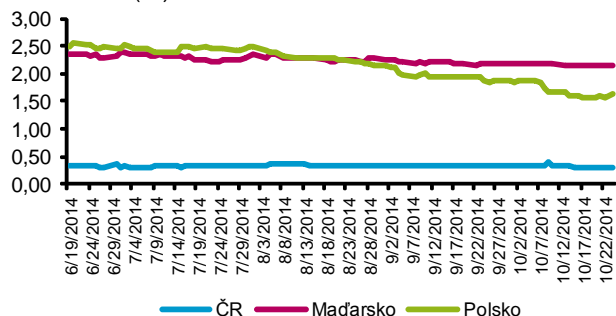


EURHUF

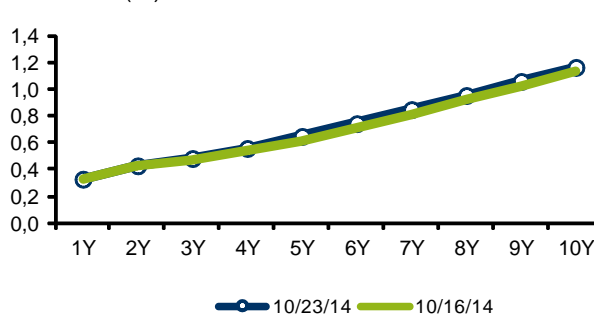


Zdroj: Thomson Reuters

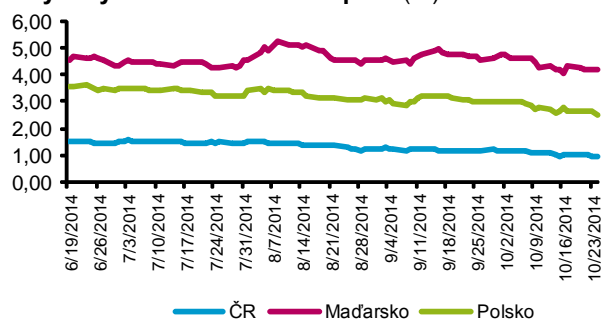
FRA 3x6 (%)



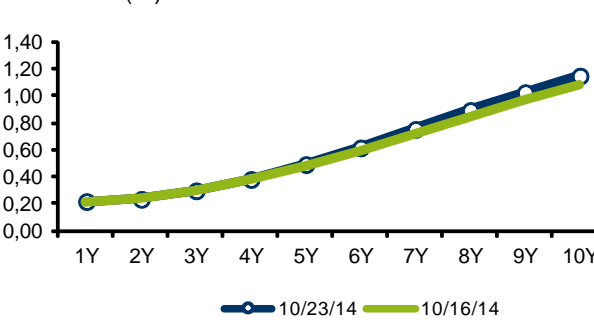
IRS CZK (%)



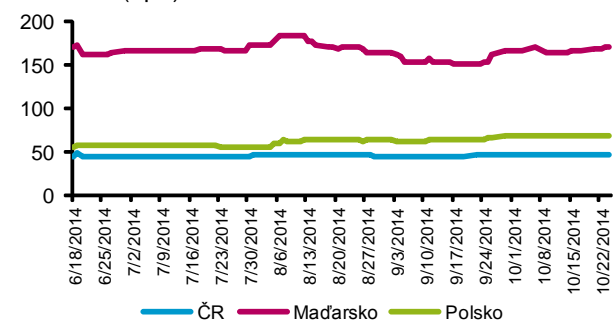
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



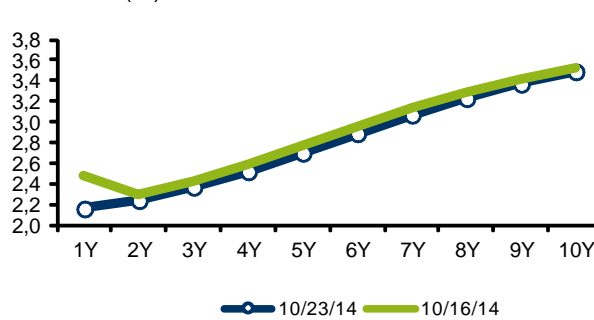
IRS EUR (%)



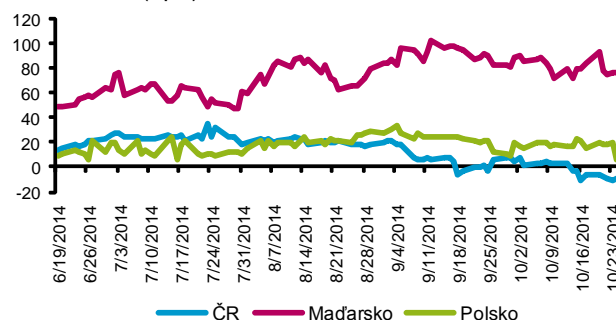
CDS 5Y (bps)



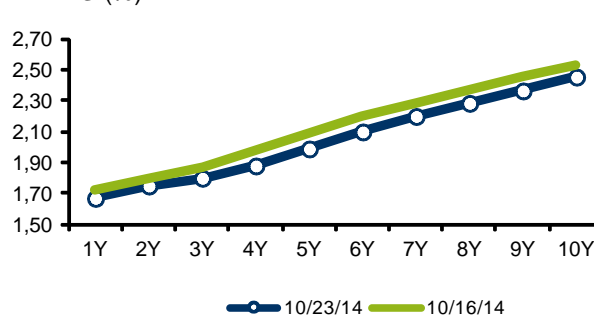
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ÚT 14:00, HU Zasedání MNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	2,10	7/2014
změna v b. bodech	0	-20

HU: MNB úroky měnit nebude

Ačkoliv deflace v Maďarsku se prohloubila (meziročně v září poklesly spotřebitelské ceny o 0,5 %) a forint zůstává relativně silný, centrální banka ponechá sazby na hodnotě 2,10 %. Tuto na Evropu relativně vysokou oficiální úrokovou sazbu MNB bude udržovat s ohledem na to, že v polovině příštího roku lze očekávat návrat inflace nad úroveň 2 %.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	27.10.2014	9:30	Projev Restoye v Madridu	ECB	10/2014						
Německo	27.10.2014	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo		10/2014			104,6		104,7	
Německo	27.10.2014	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)		10/2014			110,1		110,5	
Německo	27.10.2014	10:00	Index Ifo (očekávání)		10/2014			99,3		99,3	
EMU	27.10.2014	10:00	Peněžní zásoba M3	%	09/2014				2,2		2
USA	27.10.2014	15:00	Kontrakty na prodej domů	%	09/2014			1		-1	-4,1
USA	28.10.2014	13:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	%	09/2014			0,4		-18,2	
USA	28.10.2014	13:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostř.	%	09/2014			0,6		0,7	
USA	28.10.2014	14:00	S&P/CS Index cen nemovitostí	%	08/2014			5,65		6,75	
Maďarsko	28.10.2014	14:00	Zasedání MNB	%	10/2014	2,1		2,1		2,1	
USA	28.10.2014	15:00	Spotřebitelská důvěra		10/2014			87,2		86	
USA	28.10.2014	18:00	2letá aukce	mld. USD	10/2014			29			
Francie	29.10.2014	8:45	Index spotřebitelské důvěry		10/2014			86		86	
Maďarsko	29.10.2014	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	09/2014					7,6	
USA	29.10.2014	18:00	5letá aukce	mld. USD	10/2014			35			
USA	29.10.2014	19:00	Zasedání FOMC	%	10/2014			0,25		0,25	
Německo	30.10.2014	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	10/2014			6,7		6,7	
EMU	30.10.2014	11:00	Index spotřebitelské důvěry		10/2014 *F			-11,1		-11,1	
EMU	30.10.2014	11:00	Index ekonomické důvěry		10/2014			99,5		99,9	
USA	30.10.2014	13:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	10/2014					283	
USA	30.10.2014	13:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	10/2014					2351	
USA	30.10.2014	13:30	HDP	%	3Q/2014 *A			3		4,6	
USA	30.10.2014	13:30	Soukromá spotřeba	%	3Q/2014 *A			2		2,5	
USA	30.10.2014	13:30	Cenový index HDP	%	3Q/2014 *A			1,5		2,1	
USA	30.10.2014	13:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	3Q/2014 *A					2	
Německo	30.10.2014	14:00	Inflace	%	10/2014 *P			-0,1	0,9	0	0,8
Německo	30.10.2014	14:00	Harmonizovaná inflace	%	10/2014 *P			-0,2	0,9	0	0,8
USA	30.10.2014	14:00	Projev Yellenové ve Washingtonu	Fed	10/2014						
USA	30.10.2014	18:00	7letá aukce	mld. USD	10/2014			29			
EMU	30.10.2014	19:15	Projev Lindeho v Madridu	ECB	10/2014						
Německo	31.10.2014	8:00	Maloobchodní tržby	%	09/2014			-0,9		2,5	0,1
Francie	31.10.2014	8:45	Výrobní ceny	%	09/2014			-0,1	-1,8	-0,3	-1,4
Maďarsko	31.10.2014	9:00	Výrobní ceny	%	09/2014					0,7	-0,4
Maďarsko	31.10.2014	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	08/2014 *F					269,5	
EMU	31.10.2014	9:00	Projev Lindeho v Barceloně	ECB	10/2014						
ČR	31.10.2014	10:00	Peněžní zásoba M2	%	09/2014						3,7
EMU	31.10.2014	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	09/2014			11,5		11,5	
EMU	31.10.2014	11:00	Inflace	%	10/2014 *P				0,4		
EMU	31.10.2014	11:00	Jádrová inflace	%	10/2014 *A				0,9		0,8
USA	31.10.2014	13:30	Osobní příjmy	%	09/2014			0,3		0,3	
USA	31.10.2014	13:30	Osobní výdaje	%	09/2014			0,1		0,5	
USA	31.10.2014	13:30	Deflátor osobní spotřeby	%	09/2014			0		0	1,5
USA	31.10.2014	13:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	09/2014			0,1		0,1	1,5
USA	31.10.2014	14:45	Index nákupních manažerů z Chicaga		10/2014			61		60,5	
USA	31.10.2014	14:55	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		10/2014 *F			86,4		86,4	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná						poslední změna	
		hodnota	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1		
Česko	2T repo	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	-20 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depo	2,10	2,60	2,30	2,10	2,10	2,10	-15 bps	7/22/2014
Polsko	2T inter. sazba	2,00	2,50	2,50	2,50	1,75	1,75	-25 bps	10/8/2014

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Česko	PRIBOR 3M	0,35	0,37	0,35	0,34	0,35	0,35
Maďarsko	BUBOR 3M	2,10	2,67	2,34	2,09	2,15	2,15
Polsko	WIBOR 3M	1,98	2,71	2,68	2,28	2,00	2,00

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Česko	CZ10Y	1,16	1,84	1,34	1,22	1,25	1,30
Maďarsko	HU10Y	3,49	4,95	3,77	3,92	3,50	3,65
Polsko	PL10Y	2,47	4,03	3,39	2,87	2,60	2,60

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Česko	EUR/CZK	27,7	27,45	27,45	27,51	27,90	27,70
Maďarsko	EUR/HUF	309	307	310	311	310	310
Polsko	EUR/PLN	4,22	4,17	4,16	4,18	4,17	4,17

HDP

	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Česko	-1,0	1,1	2,9	2,5	2,6	1,7	1,5
Maďarsko	1,8	2,7	3,5	3,9	2,3	2,3	2,2
Polsko	1,9	2,7	3,4	3,3	2,7	2,5	2,2

Inflace

	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Česko	1,0	1,4	0,2	0,0	0,7	1,0	1,3
Maďarsko	1,4	0,4	0,1	-0,3	0,3	0,8	1,9
Polsko	1,0	0,7	0,7	0,3	-0,3	0,2	0,8

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

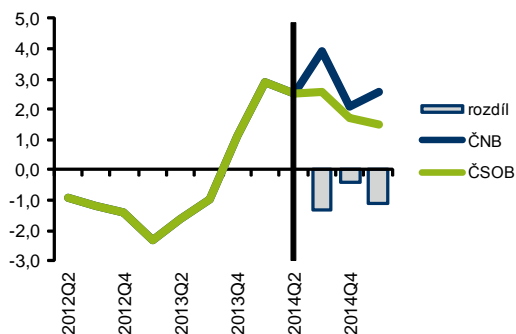
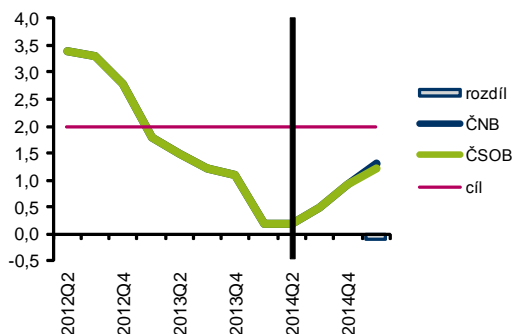
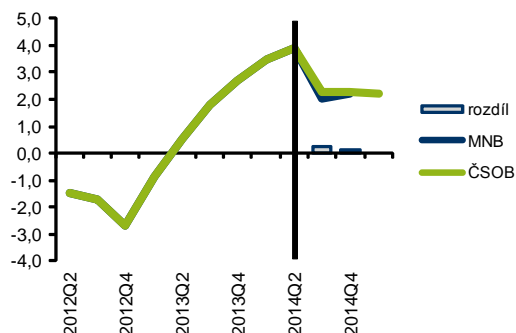
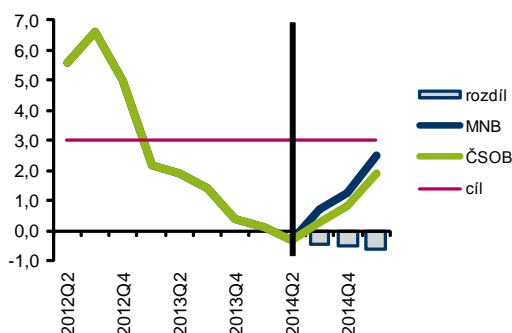
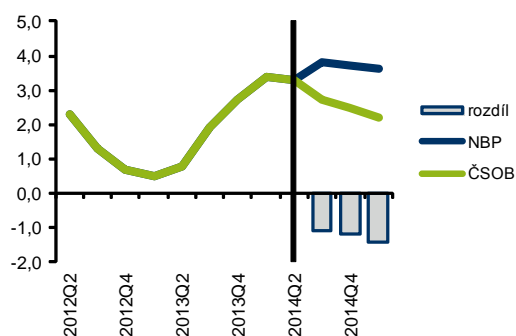
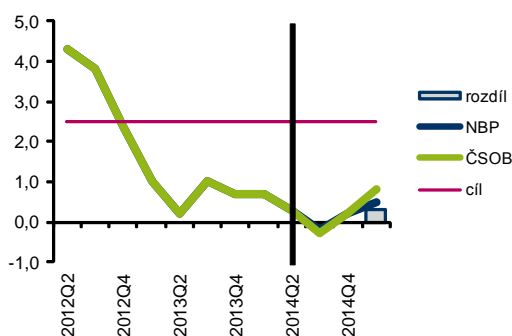
	2013	2014
Česko	-1,4	-1,4
Maďarsko	2,0	2,2
Polsko	-1,2	-2,5

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

	2013	2014
Česko	-1,5	-2,0
Maďarsko	-2,7	-3,0
Polsko	-4,4	-3,5

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. Tento dokument má pouze informační charakter a jeho text není právně závazný, nepředstavuje nabídku podle § 1732 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „občanský zákoník“), ani veřejnou nabídku podle § 1780 občanského zákoníku.