



www.csob.cz

www.csob.cz/Analzy

16. září 2016

● Česká republika

Největší letošní mínus na běžném účtu 2

Na exit z intervencí to vypadá ve druhé polovině 2017 3

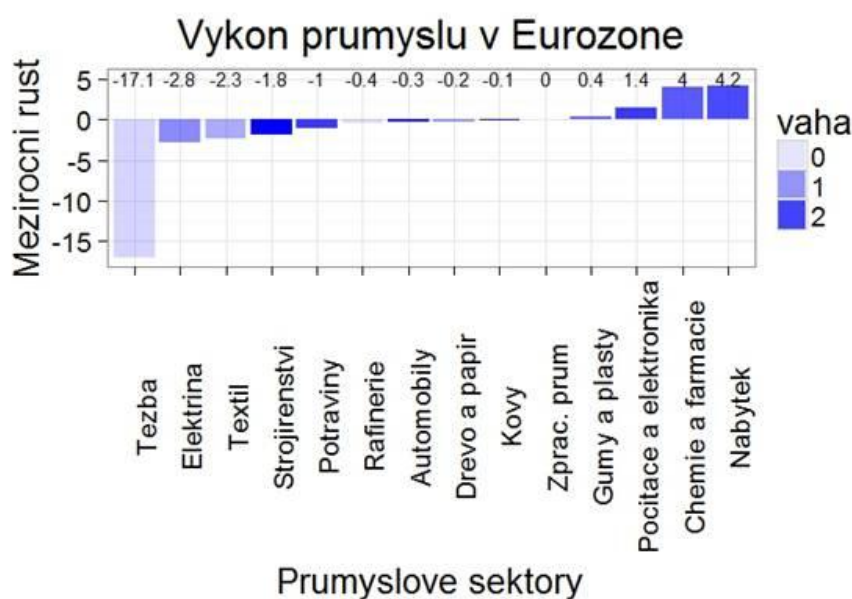
● Eurozóna

Co čekat dál od Bundu? 4

● Výhled na týden

MNB poskytne detaily ke svým nekonvenčním nástrojům 7

Evropský průmysl v červenci překvapivě prudce šlápl na brzdu



Evropský průmysl v červenci překvapivě prudce zpomalil (-1,1 % meziměsíčně) a zdá se, že bude ve třetím kvartále eurozóny viditelně brzdit. Naštěstí slabý výkon průmyslu zatím vyvažuje vylepšující se situace na trhu práce a velice slušný růst maloobchodních tržeb. Náš první odhad růstu za třetí kvartál tak počítá se zpomalením na 0,1 % mezikvartálně (0,6 % v 1Q a 0,3 % v 2Q). Počítáme ale s tím, že srpnová a zářijová čísla budou lepší a mohla by odhad vylepšit k 0,2 %.

Pokud srpen a září přinesou lepší čísla, nebude červencové klopýtnutí průmyslu pro ECB zásadní zprávou. Kdyby se ale mělo potvrdit výraznější zpomalení eurozóny, bezesporu by to podpořilo holubičí hlasy uvnitř bankovní rady.

Největší letošní mínus na běžném účtu

Petr Dufek

Běžný účet platební bilance tak skončil v deficitu překračujícím 30 mld. korun.

Česká ekonomika je pro investory stále velmi atraktivní lokalitou.

Držba tuzemských papírů poklesla o více než 100 mld. korun, ale vzrostly vklady zahraničních bank.

Podle očekávání se na červencových výsledcích vnější bilance ČR podepsala pokračující dividendová sezóna a běžný účet platební bilance tak skončil v deficitu překračujícím 30 mld. korun. Tentokrát na dividendách odplynulo do zahraničí podle údajů ČNB okolo 38 mld. korun. Když k tomu připočteme slabý výsledek zahraničního obchodu v červenci, tak to snad ani lépe dopadnout nemohlo.

Je to sice už druhý deficit v letošním roce a současně je i nejvyšší, avšak stále je celkové saldo za prvních sedm měsíců roku vysoce v plusu (80 mld. korun). Česká ekonomika tak už docela dobře dokáže vydělat na dovozy zboží a služeb a současně i na výplaty rostoucích dividend firem pod zahraniční kontrolou. Vždyť jen z titulu přímých zahraničních investic už letos vznikly zahraničním vlastníkům čisté výnosy v hodnotě 217 mld. korun, z nichž menší část v ČR zůstává jako reinvestovaný zisk. Na druhou stranu se pomalu zvyšuje i příliv zisků z investic ze zahraničí, které jsou ovšem stále nesrovnatelné se zisky vytvořenými v ČR.

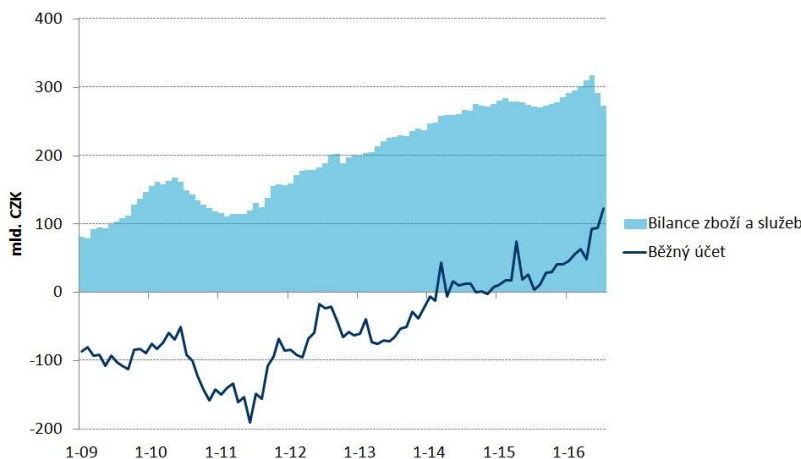
Příliv PZI do ČR však v letošním roce není až tak ohromující a navíc je docela ovlivněn reinvesticemi. Znamená to, že část firem svoji přítomnost na tuzemském trhu dále rozvíjí a rozšiřuje. Česká ekonomika je pro investory stále velmi atraktivní lokalitou, což nakonec potvrzuje jakékoliv srovnání mzdových nákladů mezi ČR a západoevropskými zeměmi. Navíc díky uměle oslabené koruně jsou mzdové náklady v eurech ještě nižší a v posledních čtyřech letech se zvýšily jen minimálně. Firmy, které jsou na mzdy citlivé, tak ve srovnání se západní Evropou stále získávají silnou konkurenční výhodu.

Z portfolio investic, které v posledním roce ukazovaly na rostoucí zájem zahraničních investorů o české státní papíry, se toho tentokrát moc vyčíst nedá. Došlo totiž k výraznému přesunu mezi dluhopisy bank a vklady, takže výsledek je tak trochu zamlžený. Zatímco držba tuzemských papírů poklesla o více než 100 mld. korun, vzrostly vklady zahraničních bank. V každém případě je však stále pravděpodobné, že tuzemské státní dluhopisy jsou pro investory atraktivní. Zvláště pro ty, kteří „sázeli“ na brzký exit koruny a za cenu negativních výnosů dluhopisů čekají na kurzové zhodnocení koruny po jejím uvolnění.

I když je běžný účet stále pod vlivem dividendové sezóny a aktuálně končí deficitem, předpokládáme, že za celý letošní rok bude jeho výsledek vysoce kladný. Jeho přebytek se může pohybovat okolo 1,5 % HDP, což bude znamenat nejlepší číslo v historii ČR. Za normálních okolností by takový vývoj směřoval nejspíše k dalšímu posílení měny, avšak vzhledem k intervenčnímu režimu vede jen k dalším nákupům centrální banky na devizovém trhu a tedy ke zvyšování devizových rezerv.

Roční výsledky běžného účtu platební bilance ČR

(zdroj: ČNB)



Na exit z intervencí to vypadá ve druhé polovině 2017

Jan Bureš

Zdánlivě mrtvý trh s korunou žije a to hezky pod povrchem na straně forwardů EUR/CZK.

Zdánlivě mrtvý trh s korunou žije a to hezky pod povrchem na straně forwardů EUR/CZK, které od konce prázdnin již nesedí pod intervenční hranicí 27,00, ale díky spekulacím se tlačí daleko níže. S blížícím se koncem roku narůstají úvahy, že centrální banka vypne intervenční režim překvapivě brzo - tedy v horizontu týdnů či měsíců po Novém roce. K takovému scénáři jsme byli poměrně skeptičtí a včerejší výroky samotného guvernéra ČNB Rusnoka nám dávají za pravdu, resp. jdou ještě o něco dále.

Guvernéř Rusnok hovořil o tom, že konec intervencí je pravděpodobný v druhé polovině roku 2017, zřejmě po letních prázdninách. To je změna oproti současné komunikaci ČNB, která naznačovala konec intervencí v polovině roku. Na druhou stranu byl guvernéř ohledně načasování intervencí daleko specifitější – mluvil o konkrétních měsících (červen, prázdniny). To ukazuje na to, že ČNB již pravděpodobně nechce (pokud ji nic zásadně nepřekvapí) exit příliš oddalovat.

Pravděpodobný exit z intervencí je v druhé polovině roku 2017.

Co s tím? My po výše uvedených komentářích guvernéra Rusnoka raději lehce upravujeme a posouváme náš odhad exitu z intervencí. V tuto chvíli nám jako nejpravděpodobnější přijde ukončení intervencí v průběhu září (pravděpodobnost 60 %) s tím, že rizikem zůstává i nadále pozdější exit (40 %). Současně je ale velice málo pravděpodobný dřívější exit – první kvartál 2017 považujeme prakticky za vyloučený.

V kontextu našeho výhledu na korunu mohou být forwardy maturující na začátku roku 2017 a obchodují se pod intervenční hranicí 27,00 EUR/CZK atraktivní možností pro importéry, neb si sáhnou na kurz, na který vinou intervencí ČNB na spotovém devizovém trhu dosud nedosáhli.

EUR/CZK 6M



EUR/CZK 6M, last 250 days. Source: Reuters

Co čekat dál od Bundu?

Jan Bureš

Německý bund za poslední týden ztratil skoro 2 %.

Je pravděpodobné, že německý rozpočtový přebytek se letos i příští rok sníží.

Stabilní ceny ropy by měly na konci tohoto roku konečně pomoci celkové inflaci v eurozóně výše.

Pokud porostou výnosy příliš rychle, mohou jít inflační očekávání dolů.

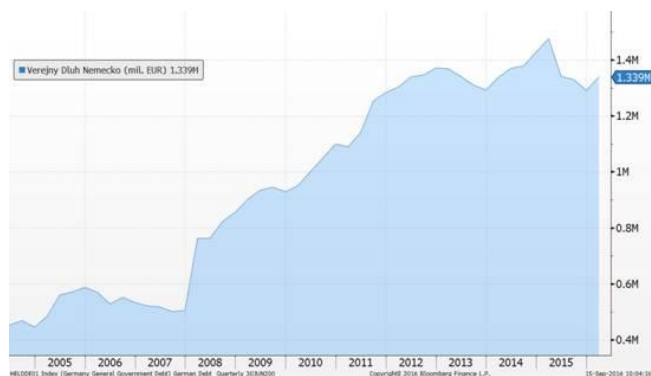
Dluhopisy upadly v posledním týdnu v nemilost. Německý bund za poslední týden ztratil skoro 2 % a jeho výnos se poprvé od června vyhoupl zpátky do kladných hodnot. Stává se z jednoho z nejvýnosnějších aktiv posledních let konečně "horký brambor", kterého se investoři budou těžko zbavovat?

Je to možné. Za výraznými zisky (nejen) německých dluhopisů od roku 2014 stála směs příznivých faktorů na straně poptávky i nabídky. Některé z nich v tuto chvíli vyprchávají. Začněme od nabídky - rozpočtové bilance se vylepšily za poslední tři roky ztelně ve všech velkých vyspělých ekonomikách (G7). Nejmarkantnější je to ovšem v Německu, kde se nafukovaly rozpočtové přebytky (na 0,5-1%HDP). Celkový veřejný dluh je i díky tomu oproti minulému roku o zhruba 135 miliard eur nižší (viz graf níže). Je pravděpodobné, že německý rozpočtový přebytek se letos i příští rok sníží. I tak ale nelze čekat, že nabídka nových německých dluhopisů začne v dohledné době výrazněji růst.

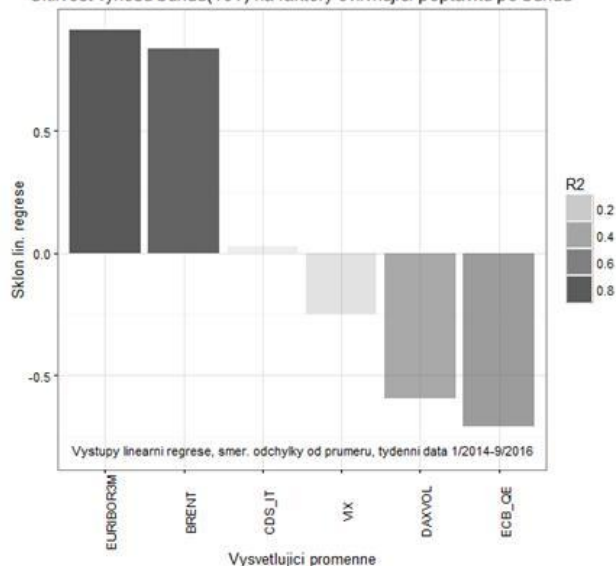
Je ale možné, že se zhorší poptávka po německých dluhopisech. Podle našich analýz přispěla k rostoucí poptávce (od roku 2014) po německém bundu nejprve padající cena ropy a inflace. Následně bund pozitivně ocenil i reakci ECB na nízkou inflaci - poptávku zvýšil jak pokles krátkých sazeb do záporu, tak především rozjezd kvantitativního uvolňování (QE). Poptávkovou analýzu po bundu shrnují grafy níže.

Na rozdíl od nabídkové strany na té poptávkové podle nás v tuto chvíli pomalu dochází ke změně počasí. Za prvé počítáme s tím, že stabilní ceny ropy by měly na konci tohoto roku konečně pomoci celkové inflaci v eurozóně výše - odlepíme se od nuly a budeme se pohybovat lehce nad 1 %. A pokud vše dobře půjde, mohla by ECB od března příštího roku pomalu odbourávat QE. V takovém prostředí a při stávajících super-nízkých výnosech by měla poptávka po bundech slábnout.

Poslední výprodeje na německém bundu tak mohou být začátkem většího obratu. Cesta to ale nemusí být vůbec jednoduchá. Pokud porostou výnosy příliš rychle a srazí k zemi akcie a jiná riziková aktiva včetně ropy, mohou jít inflační očekávání dolů. ECB by pak ve finále opuštění intervencí mohla pozdržet a poptávka po dluhopisech by zase rychle ožila.

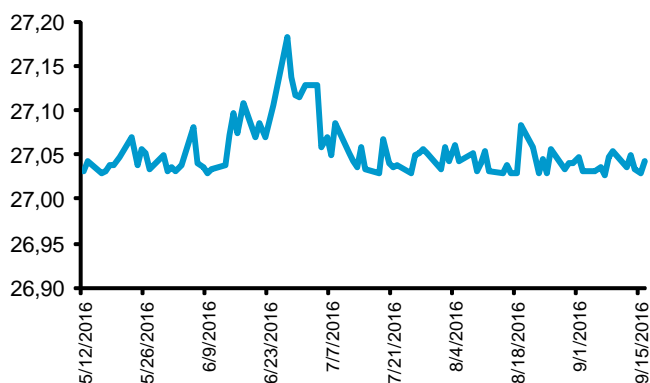


Citlivost výnosu bundu(10Y) na faktory ovlivňující poptávku po bundu

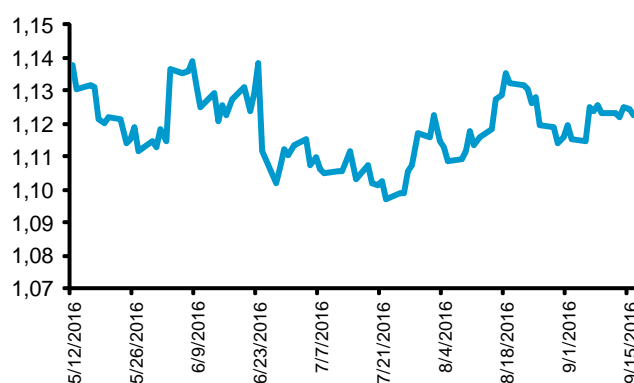


Přehled trhů

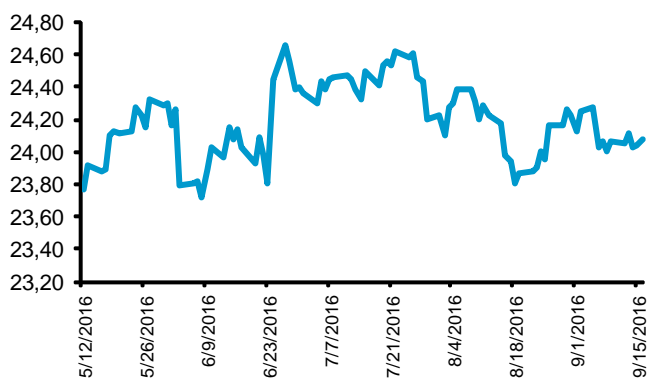
EURCZK



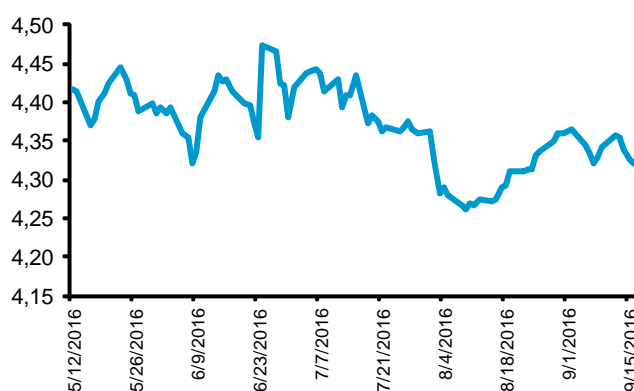
EURUSD



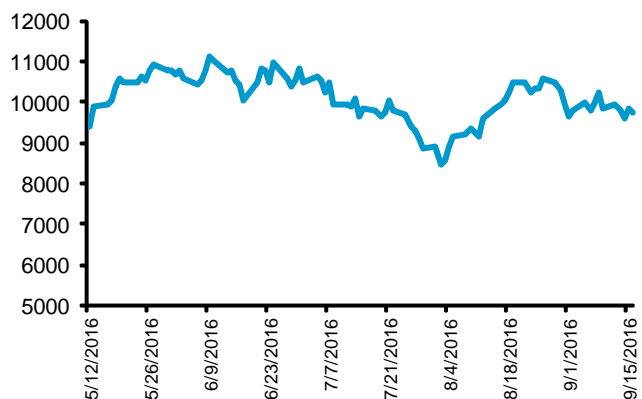
USDCZK



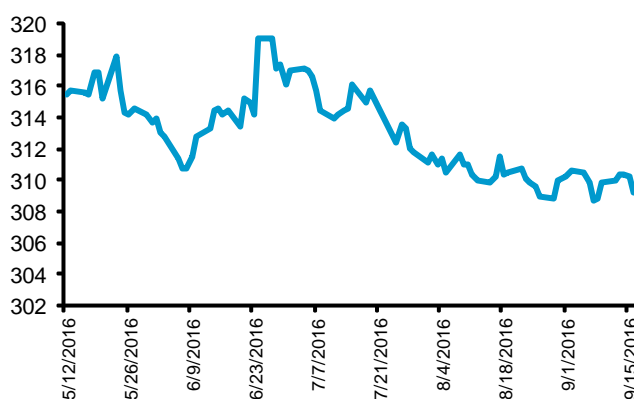
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

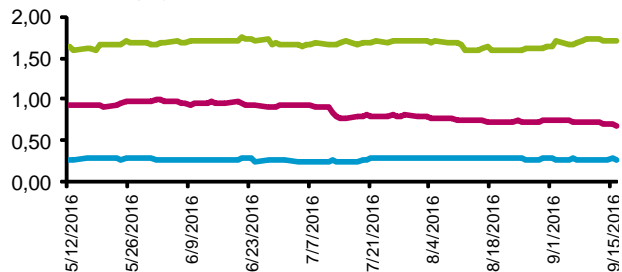


EURHUF



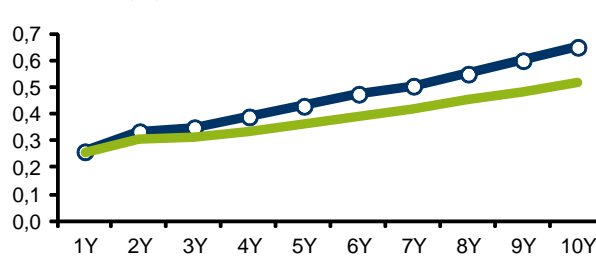
Zdroj: Thomson Reuters

FRA 3x6 (%)



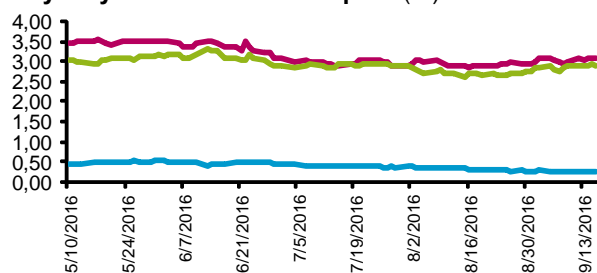
— ČR — Maďarsko — Polsko

IRS CZK (%)



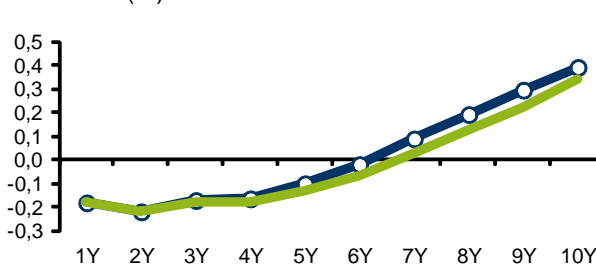
—○— 09/15/16 — 09/08/16

Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



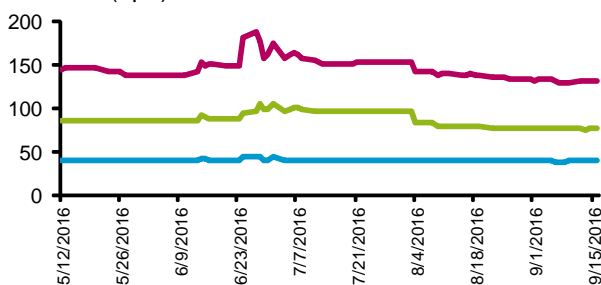
— ČR — Maďarsko — Polsko

IRS EUR (%)



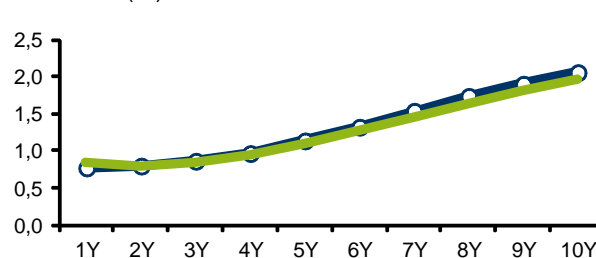
—○— 09/15/16 — 09/08/16

CDS 5Y (bps)



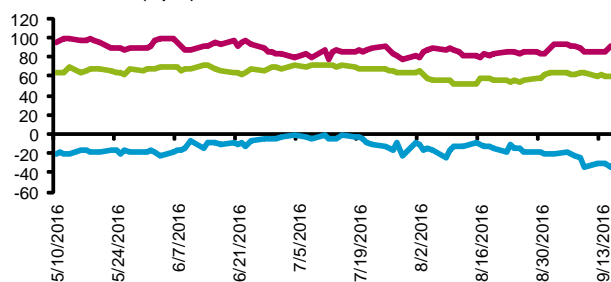
— ČR — Maďarsko — Polsko

IRS HUF (%)



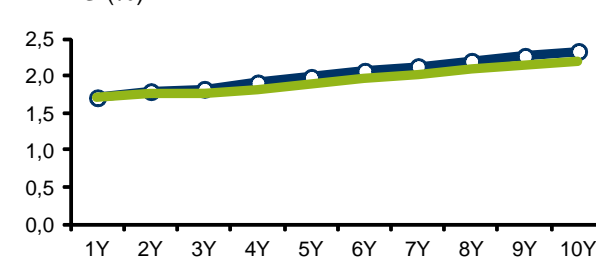
—○— 09/15/16 — 09/08/16

ASW 10Y (bps)



— ČR — Maďarsko — Polsko

PL IRS (%)



—○— 09/15/16 — 09/08/16

Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ÚT 14:00, HU Zasedání MNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	0,90	5/2016
změna v b. bodech	0	-15

HU: MNB poskytne detaily ke svým nekonvenčním nástrojům

Pozornost trhu tentokrát nepřitáhne rozhodnutí o sazbách (které by měly být ponechány beze změn), ale trh - zejména ten s vládními dluhopisy bude sledovat, kterak MNB bude chtít implementovat omezení na vstupu komerčních bank do tříměsíční depo facility. Cílem centrální banky je přitom novými limity přesunout peníze na trh dluhopisů a tím stlačit krátké úrokové sazby.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	19.09.2016	10:00	Běžný účet	mld. EUR	07/2016						37,6
Polsko	19.09.2016	14:00	Průmyslová výroba	%	08/2016			1,8	5,3	-10,1	-3,4
Polsko	19.09.2016	14:00	Výrobní ceny	%	08/2016			-0,1	0	-0,1	-0,4
Polsko	19.09.2016	14:00	Maloobchodní tržby	%	08/2016			-0,4	4,3	-0,5	2
USA	19.09.2016	16:00	Index stavitelů rodinných domů		09/2016			60		60	
Německo	20.09.2016	8:00	Výrobní ceny	%	08/2016			0	-1,6	0,2	-2
Maďarsko	20.09.2016	14:00	Zasedání MNB	%	09/2016	0,9		0,9		0,9	
USA	20.09.2016	14:30	Zahájení staveb nových domů		08/2016			1192		1211	
USA	20.09.2016	14:30	Udělená stavební povolení		08/2016			1170		1152	
ČR	21.09.2016	12:00	Aukce st. dluhopisu 0,00 %, 2016-2019	mld. CZK	09/2016						
ČR	21.09.2016	12:00	Aukce st. dluhopisu 2,50 %, 2013-2028	mld. CZK	09/2016						
USA	21.09.2016	20:00	Zasedání FOMC	%	09/2016			0,5		0,5	
USA	21.09.2016	20:30	Projev Yellenové na tiskové konferenci	Fed	09/2016						
EMU	22.09.2016	10:00	Měsíční zpráva ECB	ECB	09/2016						
USA	22.09.2016	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	09/2016					260	
USA	22.09.2016	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	09/2016					2143	
EMU	22.09.2016	15:00	Projev Draghiho ve Frankfurtu	ECB	09/2016						
EMU	22.09.2016	16:00	Index spotřebitelské důvěry		09/2016 *A			-8,1		-8,5	
USA	22.09.2016	16:00	Prodej stávajících domů	mil.	08/2016			5,45		5,39	
USA	22.09.2016	16:00	Předstihové ukazatele		08/2016			0		0,4	
Maďarsko	23.09.2016	8:30	Běžný účet	mld. HUF	2Q/2016						1740
Francie	23.09.2016	8:45	HDP	%	2Q/2016 *F			0	1,4	0	1,4
EMU	23.09.2016	8:45	Projev Constancia ve Frankfurtu	ECB	09/2016						
Francie	23.09.2016	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		09/2016 *P			48,5		48,3	
Německo	23.09.2016	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		09/2016 *P			53,2		53,6	
Polsko	23.09.2016	10:00	Míra nezaměstnanosti	%	08/2016			8,5		8,6	
EMU	23.09.2016	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		09/2016 *P			51,5		51,7	
EMU	23.09.2016	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		09/2016 *P			52,8		52,8	
USA	23.09.2016	15:45	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		09/2016 *P			52,3		52	
USA	23.09.2016	18:00	Projev y Harkera, Mesterové a Lockharta na konf.	Fed	09/2016						

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	poslední změna	
Česko	2T repo	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	-20 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depo	0,90	0,90	2,75	3,00	0,90	0,90	-15 bps	5/24/2016
Polsko	2T inter. sazba	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	-50 bps	3/5/2015

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
Česko	PRIBOR 3M	0,29	0,25	0,29	0,28	0,28	0,28
Maďarsko	BUBOR 3M	0,88	1,01	2,90	3,10	0,90	0,90
Polsko	WIBOR 3M	1,71	1,71	1,65	1,65	1,70	1,70

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
Česko	CZ10Y	0,69	0,50	0,50	0,60	0,73	0,85
Maďarsko	HU10Y	1,99	2,18	4,20	4,40	2,80	2,80
Polsko	PL10Y	2,34	2,22	2,40	2,50	2,50	2,70

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
Česko	EUR/CZK	27,03	27,06	27,15	27,10	27,05	26,70
Maďarsko	EUR/HUF	309	315	305	300	315	310
Polsko	EUR/PLN	4,32	4,37	4,41	4,34	4,30	4,28

HDP (meziročně, %)

	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Česko	2,3	2,0	2,2	2,3	2,3	2,2	2,3
Maďarsko	2,4	2,8	3,0	3,6	3,2	2,8	3,3
Polsko	3,3	3,4	3,6	3,7	3,8	3,8	3,8

Inflace (meziročně, %, konec období)

	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Česko	0,1	0,6	1,4	1,7	1,8	1,7	1,9
Maďarsko	-0,2	2,4	2,4	2,5	2,1	2,2	2,4
Polsko	-0,8	-0,4	0,0	0,4	0,8	1,2	1,5

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

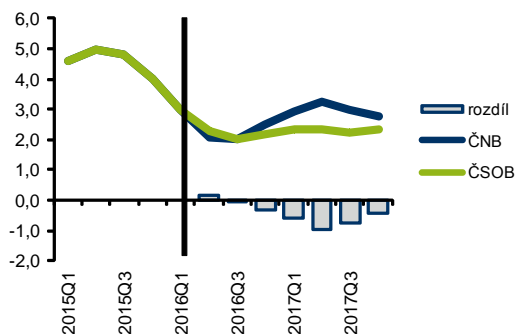
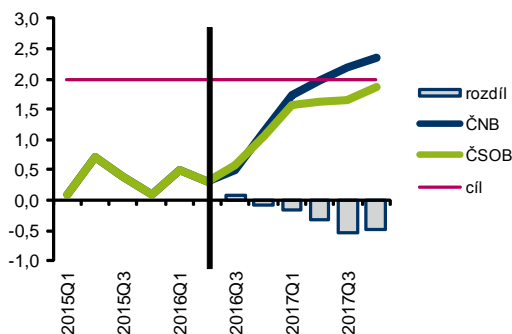
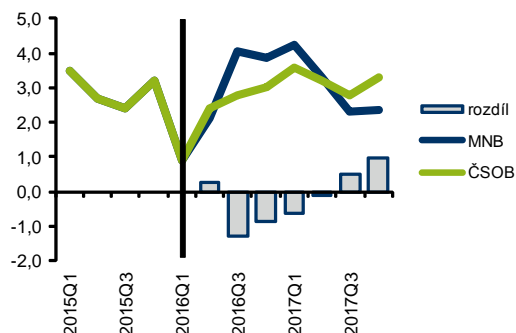
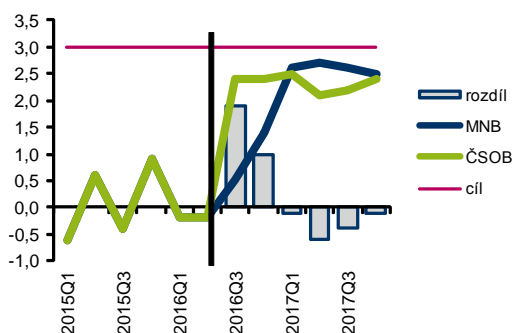
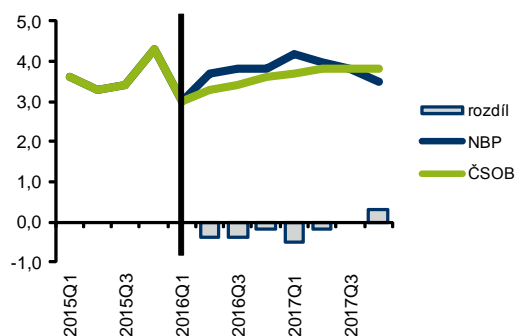
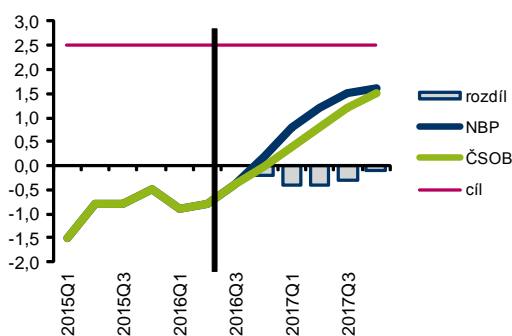
	2015	2016
Česko	0,9	1,1
Maďarsko	6,0	4,1
Polsko	-1,2	-1,5

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

	2015	2016
Česko	-0,4	-0,8
Maďarsko	-2,3	-2,0
Polsko	-3,0	-2,9

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.