



www.csob.cz

www.csob.cz/Analzy

25. ledna 2013

- **Česká republika**
Dočkáme se intervencí proti koruně? 2
- **Polsko**
Polská makročísla opět nahrávala holubicím 4
- **Výhled na týden**
HDP rostl vloni o 2 % 7

Zklamání z polských dat kompenzuje německý optimismus

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25.63	↗	→
EUR/HUF	298.1	→	→
EUR/PLN	4.18	→	→
3M PRIBOR	0.50	→	→
3M BUBOR	5.70	→	↘
3M WIBOR	4.00	→	↘
10Y CZK	1.98	↗	↗
10Y PLN	3.92	↗	↗
10Y HUF	6.39	→	↗
3M EURIBOR	0.21	↗	↗
10Y EMU	1.63	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Pohled na poslední makroekonomická data z Polska opravdu nahání hrůzu. Ať již vezmeme průmysl či maloobchodní tržby - praktické jakékoliv tvrdé číslo z polské ekonomiky svědčí o tom, že poslední kvartál byl opravdu slabý. Podle našich odhadů by meziroční tempo růstu HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2012 zpomalilo na 0,6%, což nejhorší hodnota od počátku roku 2009, kdy ve světě eskalovala globální finanční krize.

Ponurá makroekonomická data z největší ekonomiky ve střední Evropě naštěstí kompenzuje podstatně růžovější obrázek z německé ekonomiky. Lokomotivě Evropy se sice stejně jako polské ekonomice v posledním čtvrtletí roku 2012 nedařilo, ale soudě podle vývoje klíčových indexů podnikatelských nálad (Ifo a PMI) nástup do nového roku 2013 by mohl být veselejší. Nálada v německém průmyslu, se kterým je ten střeoevropský velmi úzce svázán, se vylepšila již třetí měsíc v řadě, což by mohlo indikovat brzký pozitivní obrát v cyklu nejenom v Německu, ale i ve střeoevropských ekonomikách. Konec konců je dobré si připomenout, že i naše předstihové indikátory pro český a polský průmysl (Blesk) zaznamenaly v posledních dvou měsících opatrné zlepšení. Otázkou ale zůstává, zdali eventuální zlepšení průmyslové orientovaného exportu bude schopno kompenzovat v ČR a Maďarsku slabou spotřebu, v případě Polska pak útlum ve veřejných zakázkách, resp. investiční aktivitě.

Dočkáme se intervencí proti koruně?

Jan Bureš

Guvernér České národní banky Miroslav Singer opakovaně přesvědčuje veřejnost o možnosti intervencí proti koruně. Je tedy na místě zhodnotit, jak jsou takové intervence pravděpodobné? Docházíme k závěru, že ČNB může ve chvíli, kdy je základní úroková sazba na technické nule, obohatit mechanismus cílování inflace o „závažnější názor na měnový kurz“. Neměla by však po vzoru jiných centrálních bank (například švýcarské) stanovit pro kurz pevný cíl (například dno nebo strop). Současně věříme, že na současných úrovních je koruna již dostatečně slabá. Intervence by se tedy mohly dostat na stůl pouze tehdy, pokud by centrální banka ztlačila svojí prognózu (s tím zatím nepočítáme) nebo koruna z jakéhokoliv důvodu výrazně posílila.

Proč intervence proti koruně?

Proč chce ČNB slabší kurz? Inflační prognóza ukazuje centrálním bankéřům, že tržní úrokové sazby by měly být vzhledem k mizerným výkonům ekonomiky a pozitivnímu výhledu na inflaci níže, než jsou. Základní úroková sazba ČNB (2-týdenní repo) je ale technicky na nule. Proto se Česká národní banka zamýšlí nad tím, jak alternativně uvolnit ekonomice měnové podmínky a slabší měnový kurz je jednou z logických voleb. Jak ale může ekonomice pomoci?

V první řadě může slabší koruna zpříjemnit život vývozním firmám. Slabší kurz znamená více peněz za stejný objem čistého vývozu. Na druhé straně však pro řadu exportérů není v posledních letech problémem silný kurz, ale spíše nestabilní odbyt. Nejistota spojená s vysokou rozkolísaností zahraničních zakázek odrazuje od výraznějších investic a nabírání nových lidí. Pohyb koruny o dvacet nebo třicet haléřů na tom nakonec nemusí příliš změnit.

Centrální bankéři také mohou věřit tomu, že slabší koruna může pomoci rozhoupat k nákupům české domácnosti. Jak? Paradoxně skrze to, že zvýší jejich sázky na budoucí růst cen. Bez pohonných hmot, potravin a regulovaných cen (zhruba polovička spotřebního koše) totiž v Česku ceny klesají tři roky v řadě. Lidé si zvykli na to, že dražší zboží dlouhodobé spotřeby jako jsou auta, ledničky, pračky, vysavače nebo televize zkrátka zlevňují. Vedle stagnujících reálných příjmů je to o důvod navíc nákupy odkládat. Míra úspor domácností má ještě určitý prostor k poklesu, a pokud by slabší kurz vrátil do hry růst cen statků dlouhodobé spotřeby, mohlo by to konzervativní domácnosti rozhýbat k nákupům. Efekt ale není rozhodně zaručený. Jde o to, aby začaly růst ceny praček a aut a ne ceny energií, benzínu a potravin, které jenom ukrajují domácnostem z reálných příjmů. ČNB ale bohužel není kouzelník, aby dokázala skrze korunu zvýšit ceny ledniček a současně zajistit stabilní ceny pohonných hmot. Právě dražší pohonné hmoty nebo potraviny by naopak mohly celé úsilí ČNB zmařit. Podobně jako v minulých letech by se zakously do stagnujících příjmů českých domácností a mohly by jakoukoliv chuť nakupovat statky dlouhodobé spotřeby pohřbit.

Slabší korunu tak nelze vnímat, jako zaručený lék, který může české ekonomice jenom pomoci. ČNB se i proto zřejmě nebude chtít pouštět do bolestného kloubení inflačního a kurzového cíle a bude pravděpodobně používat kurz pouze jako pomocnou berličku při trefování inflačního cíle.

Jak mohou vypadat intervence proti kurzu a na jakých úrovních jsou pravděpodobné?

Nejpravděpodobnější variantou je, že ČNB bude kurzem kompenzovat přesně to, co se jí nepodařilo docílit úrokovými sazbami. Ačkoliv základní úroková sazba je na technické nule, tržní sazba (tří-měsíční PRIBOR) je na úrovni 0,5 % a dál dolů se jí moc nechce. Aby ČNB v roce 2014 nepodstřelovala svůj inflační cíl, ráda by viděla

tržní PRIBOR níže - okolo 0,2%. Takovému (dodatečnému) poklesu tržních úroků by podle citlivostního scénáře ČNB odpovídalo oslabení kurzu české koruny z 25,20 EUR/CZK (kurz předpokládaný prognózou) zhruba do okolí 25,60 EUR/CZK. Konkrétní dynamiku kurzu a sazby PRIBOR v alternativním scénáři pak znázorňuje jeden z grafů.

Opustíme-li pak model ČNB a uvažujeme, že ČNB se dívá na ekonomiku optikou měnových podmínek, nedocházíme k diametrálně odlišnému závěru. Pokud uvažujeme, že pohyb sazeb PRIBOR se dá nahradit zhruba procentuálně dvojnásobným pohybem kurzu, vychází nám cíl pro kurz lehce nad 25,30 EUR/CZK. I když bychom váhu kurzu na měnových podmínkách výrazně snížily (viz graf níže) potom i při poměru 1:7 by se měnový kurz neměl dostat výrazně nad 25,70 EUR/CZK. Shodou okolností na těchto úrovních se koruna na začátku ledna obchodovala. To jinak řečeno znamená, že ČNB nemá moc důvodů na současných úrovních koruny intervence spouštět. Buď by tedy koruna musela výrazně posílit anebo by ČNB na počátku února musela výrazněji zhoršit prognózu vývoje ekonomiky na rok 2013 a 2014.

Je současná inflační prognóza příliš optimistická?

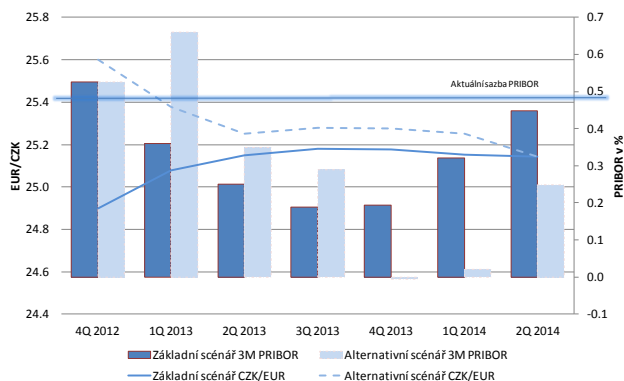
Vezmeme-li v úvahu náš základní scénář, pak při vědomí aktuálních dat nepovažujeme výrazné zhoršení makro prognózy ČNB za příliš pravděpodobné. Náš odhad růstu HDP na rok 2013 je jen marginálně horší a předstihové indikátory pro českou ekonomiku (například PMI nebo Blesk ČSOB) se již začínají stabilizovat. Je pravdou, že holubice v centrální bance může dráždit příznivější vývoj měnové politické inflace. Její odhad by se však podle našeho názoru na horizontu prognózy neměl dramaticky měnit (viz následující tabulku).

Co je tedy od ČNB v únoru (a dále) vlastně čekat?

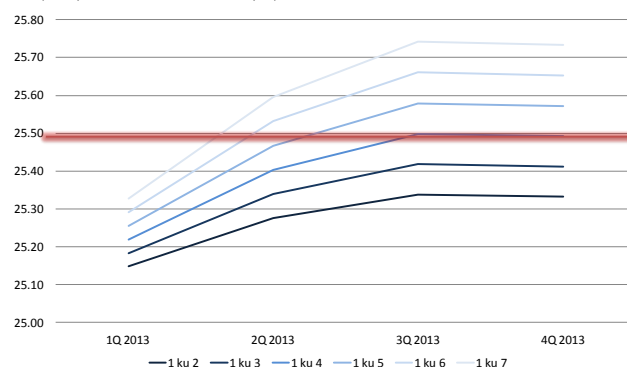
Celkově tedy z pohledu makroekonomické prognózy vidíme prostor pro intervence proti koruně jako velice omezený.

- Bankovní rada se pravděpodobně spokojí s tím, že na únorovém zasedání obohatí cílení inflace o „závažnější názor“ na měnový kurz. Nepůjde ovšem o pevný cíl pro devizový kurz, ale o klouzavý názor na kurz, který se bude měnit s každou prognózou. ČNB také pravděpodobně a priori nestanoví žádný mantinel pro pohyb okolo těchto prognózovaných kurzů.
- Aby se jinak konzervativní bankovní rada odhodlala ke skutečným intervencím, musela by se koruna podle našeho názoru v tuto chvíli posunout alespoň pod 25,00 EUR/CZK....
- ...nebo by muselo dojít k výraznému zhoršení prosincové prognózy. To zatím nepovažujeme za pravděpodobné.
- Proti přechodu od verbálních intervencí ke skutečným intervencím proti koruně hovoří i dnešní složení bankovní rady. Je v něm řada konzervativních členů a zastánců tradičních nástrojů měnové politiky. Věříme také, že i holubičí a aktivistické křídlo v bankovní radě nebude chtít prohlašovat jakákoliv mimořádná opatření (jako devizové intervence) jen těsnou většinou. Tím spíše, že akumulace devizových rezerv nebyla v minulosti považována za žádoucí.

Koruna a PRIBOR v základním a alternativním scénáři ČNB



Kurz EUR/CZK tak, aby měnové podmínky odpovídaly prognóze ČNB
různé poměry EUR/CZK a 3M PRIBOR v měnových podmínkách



Polská makročísla opět nahrávala holubicím

Petr Báča

Do polské centrální banky se opírá už i premiér Tusk...

... neboť ekonomika vloni rostla nejpomaleji od „krizového“ roku 2009.

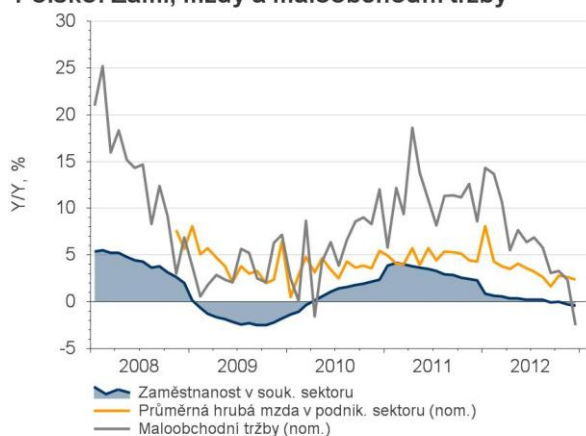
Vyhledky se však lepší, což by mělo ponechat centrální bankéře relativně v klidu.

Atmosféra v Polsku nadále houstne. Po ministři financí se do centrální banky opřel nově i předseda vlády Tusk, který některé členy Výboru pro měnovou politiku (RPP) kritizoval za liknavý přístup ke snižování úrokových sazeb. Centrální banka podle něj svým přístupem příliš nepomáhá polské ekonomice, jejíž meziroční tempo růstu zřejmě v závěru loňského roku pokleslo hluboko pod 1 %.

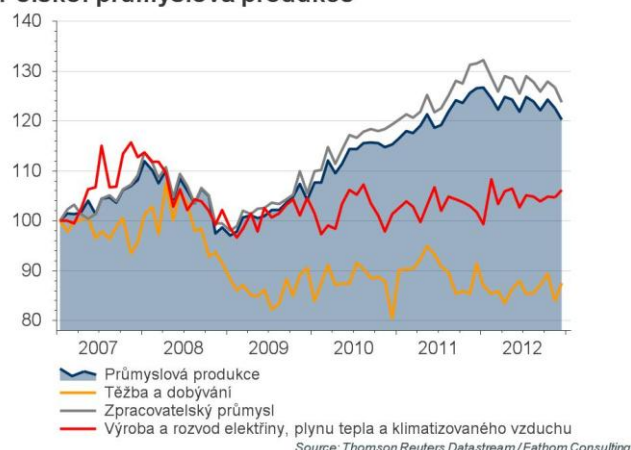
Tento týden byla zveřejněna poslední důležitá čísla, jež doplnila bohužel nepříliš pozitivní skládačku za minulý kvartál. Konkrétně, ve čtvrtek statistický úřad oznámil, že maloobchodní tržby v prosinci poklesly meziročně o 2,5 %, což byl nejhorší výsledek od dubna 2005. Čísla z maloobchodu tak potvrdila na polské poměry mizerný výkon ekonomiky v závěru loňského roku – po zohlednění inflace ve čtvrtém čtvrtletí tržby obchodníků reálně meziročně klesaly. Na vině byl nepříznivý vývoj na trhu práce – míra nezaměstnanosti v prosinci vzrostla na 11 měsíční maxima, k mírnému poklesu došlo u reálných mezd. Pokud vezmeme v úvahu i meziroční propady průmyslové produkce, tak lze očekávat, že polský HDP na konci loňského roku rostl tempem jen kolem 0,6 % meziročně.

Nicméně, jak jsme již několikrát psali, nejsme v případě Polska příznivci černých scénářů, jež by následně vyvolaly dramatickou odezvu v politice centrální banky. Je zřejmé, že v rámci RPP panují neshody ohledně dalšího postupu a někteří členové by rádi „vyhověli přání“ premiéra Tuska. Podle čerstvě zveřejněného zápisu ze zasedání se v lednu dokonce hlasovalo o snížení sazeb o 125 a 50 bps. Na druhou stranu, ve výboru je řada členů, která je nakloněna spíše přísnější měnové politice. Jim hrají do karet lepší se vyhlídky polské ekonomiky, s nimiž počítáme i v našem scénáři. Naše sázky na obrát cyklu v horizontu tří až čtyř měsíců potvrzovaly i poslední průzkumy podnikatelských nálad. Středoevropské ekonomiky může těšit zejména to, že pozitivní očekávání mají němečtí podnikatelé. V pátek zveřejněný index podnikatelské nálady Ifo dopadl o poznání lépe, než se čekalo, a to zejména díky dílčímu indexu očekávání. Proto se v případě Polska domníváme, že tržní očekávání poklesu sazeb o 75 bazických bodů v šestiměsíčním horizontu jsou přehnaná.

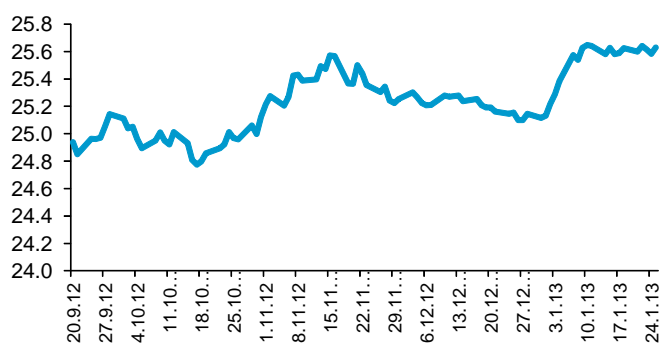
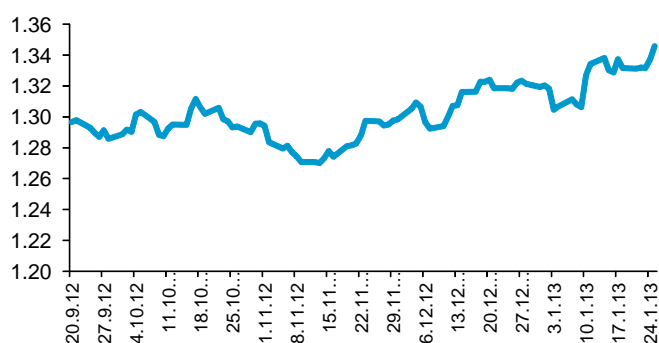
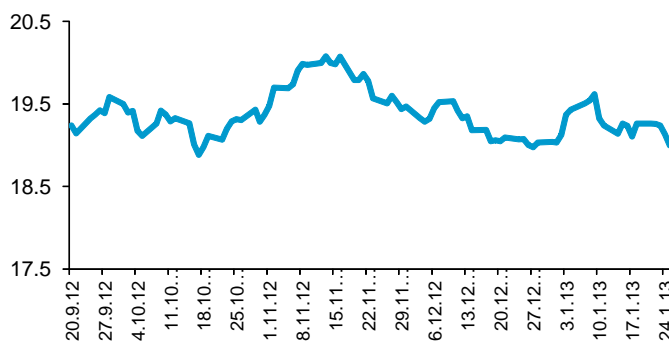
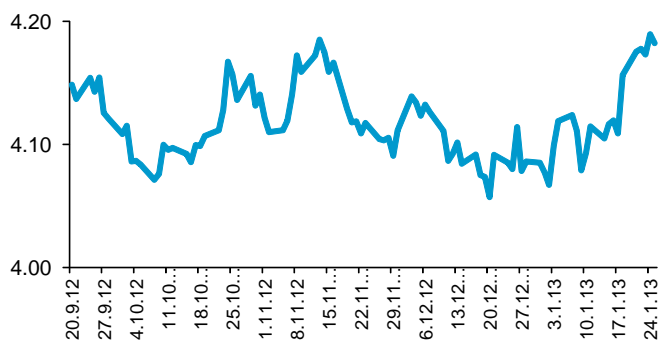
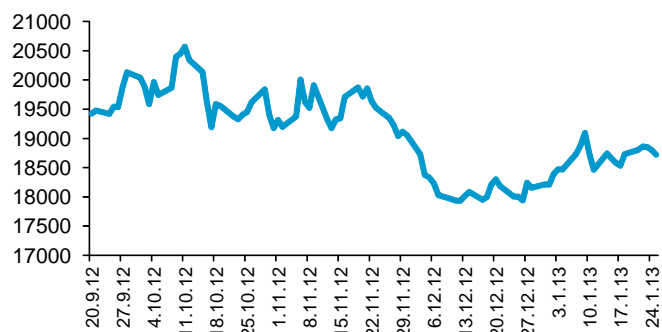
Polsko: Zam., mzdy a maloobchodní tržby



Polsko: průmyslová produkce

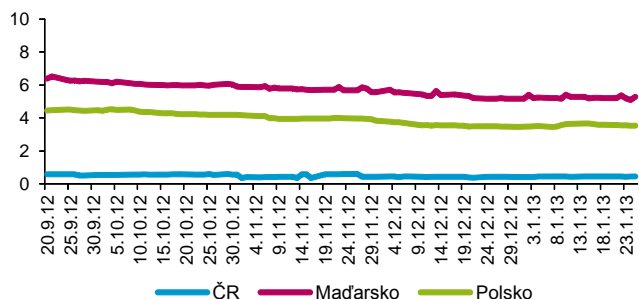


Přehled trhů

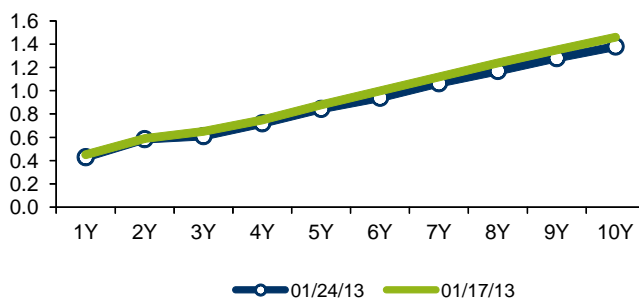
EURCZK

EURUSD

USDCZK

EURPLN

DIESEL (CZK/t)

EURHUF


Zdroj: Thomson Reuters

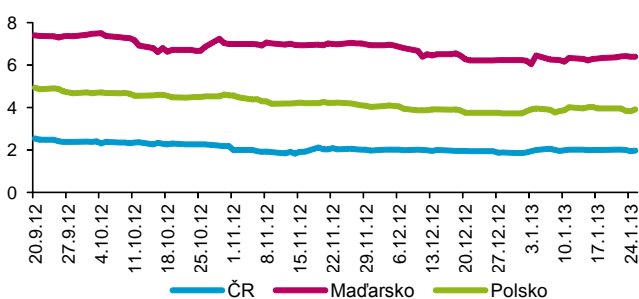
FRA 3x6 (%)



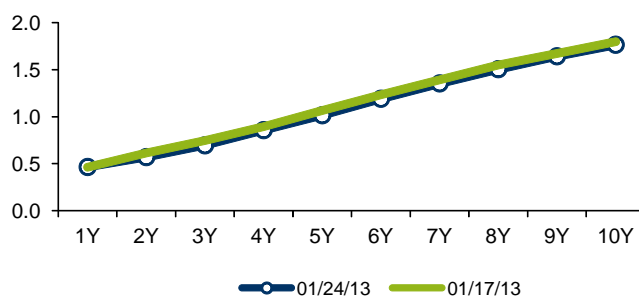
IRS CZK (%)



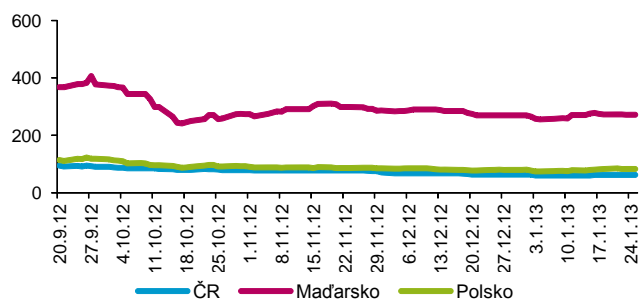
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



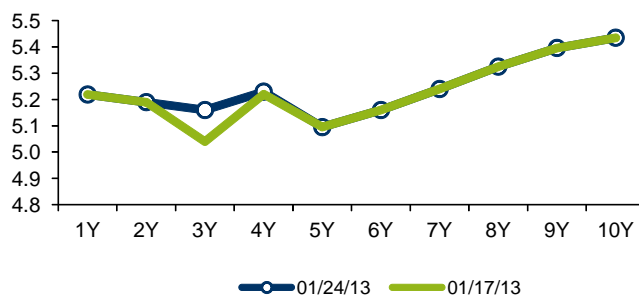
IRS EUR (%)



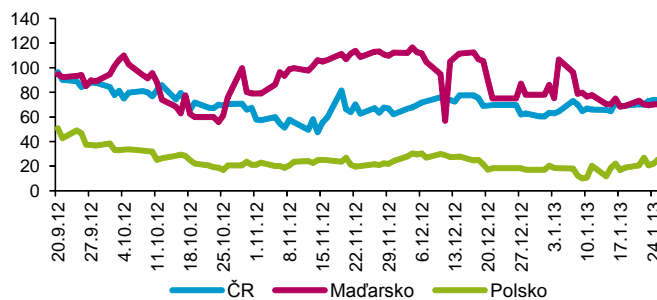
CDS 5Y (bps)



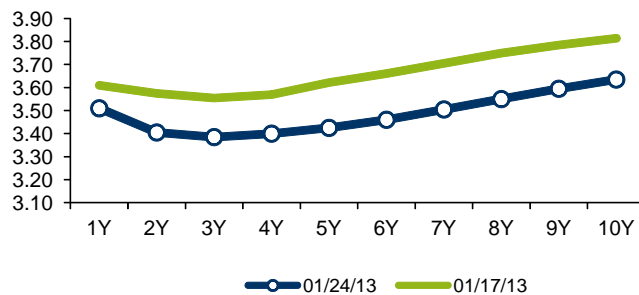
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ČT 10:00, PL HDP (% , y/y)

	2012	2011
HDP	2.0	4.3

PL: HDP rostl vlani o 2 %

Růst polské ekonomiky podle našich odhadů v loňském roce dosáhl 2 %, což je nejhorší výsledek od krizového roku 2009. Lví podíl na zpomalení má zhoršení podmínek ve čtvrtém čtvrtletí, kdy HDP rostlo „pouze“ o 0,6 % meziročně. Na dalším zpomalení růstu se v závěru roku podílely zřejmě jak vnější, tak vnitřní podmínky – maloobchodní tržby v posledním čtvrtletí reálně klesaly stejně jako průmyslová produkce. V letošním roce růst polské ekonomiky pravděpodobně sice dále zpomalí, avšak ode dna by se ekonomika mohla odrazit již v prvním čtvrtletí.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	28.01.2013	8:00	Spotřebitelská důvěra GfK		02/2013					5.6	
SR	28.01.2013	9:00	Výrobní ceny	%	12/2012						
EMU	28.01.2013	10:00	Peněžní zásoba M3	%	12/2012						3.8
USA	28.01.2013	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	%	12/2012			2		0.8	
USA	28.01.2013	14:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostř.	%	12/2012			1		1.6	
USA	28.01.2013	16:00	Kontrakty na prodej domů	%	12/2012			0.3		1.7	
Francie	29.01.2013	8:50	Index spotřebitelské důvěry		01/2013						
Maďarsko	29.01.2013	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	12/2012						
Polsko	29.01.2013	10:00	Maloobchodní tržby	%	12/2012			19.2	1.3	-6.4	2.4
Polsko	29.01.2013	10:00	Míra nezaměstnanosti	%	12/2012			13.3		12.9	
SR	29.01.2013	10:00	Běžný účet	mld. EUR	11/2012					308	
Maďarsko	29.01.2013	14:00	Zasedání MNB	%	01/2013					5.75	
USA	29.01.2013	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí	%	11/2012			0.7		0.66	
USA	29.01.2013	16:00	Spotřebitelská důvěra		01/2013			65.5		65.1	
EMU	30.01.2013	11:00	Index ekonomické důvěry		01/2013					-1.1	
USA	30.01.2013	14:30	ADP report z trhu práce	tis.,nsa	01/2013			153		215	
USA	30.01.2013	14:30	HDP	%	4Q/2012 *A			1.5		2.7	
USA	30.01.2013	14:30	Cenový index HDP	%	4Q/2012 *A						
USA	30.01.2013	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	4Q/2012 *A					1.1	
USA	30.01.2013	14:30	Soukromá spotřeba	%	4Q/2012 *A						
EMU	30.01.2013	16:00	Index spotřebitelské důvěry		1/2013 *F						
USA	30.01.2013	20:15	Zasedání FOMC	%	01/2013	0.25		0.25		0.25	
UK	31.01.2013	0:00	Index spotřebitelské důvěry		01/2013						
Německo	31.01.2013	8:00	Maloobchodní tržby	%	12/2012					1.2	-0.9
Německo	31.01.2013	8:00	Inflace	%	01/2013 *P					0.9	2.1
Německo	31.01.2013	8:00	Harmonizovaná inflace	%	01/2013*P					0.9	2
Francie	31.01.2013	8:50	Výrobní ceny	%	12/2012						
Maďarsko	31.01.2013	9:00	Výrobní ceny	%	12/2012						
Německo	31.01.2013	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	1.01.2013					6.9	
Itálie	31.01.2013	10:00	Výrobní ceny	%	1.12.2012						
Polsko	31.01.2013	10:00	HDP	%	12/2012 *A						4.3
EMU	31.01.2013	11:00	Inflace	%	1/2013 *P						2.2
ČR	31.01.2013	11:00	Peněžní zásoba M2	%	12/2012						
EMU	31.01.2013	12:30	Setkání ministrů zahraničí v Bruselu	ECB	01/2013						
USA	31.01.2013	14:30	Osobní příjmy	%	12/2012			0.8		0.6	
USA	31.01.2013	14:30	Osobní výdaje	%	12/2012			0.3		0.4	
USA	31.01.2013	14:30	Deflátor osobní spotřeby	%	12/2012			0.1		0	1.5
USA	31.01.2013	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	12/2012						
USA	31.01.2013	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	01/2013					335	
USA	31.01.2013	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	01/2013						
USA	31.01.2013	16:00	Index nákupních manažerů z Chicaga		01/2013			51		51.6	
Čína	01.02.2013	2:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		01/2013					50.6	
USA	01.02.2013	14:30	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis.,nsa	01/2013			160		155	
USA	01.02.2013	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis.,nsa	01/2013	125		165		168	
USA	01.02.2013	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		01/2013	49		50.5		50.7	

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	-25 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depo	5.75	7.00	6.50	5.75	5.25	4.75	-25 bps	12/18/2012
Polsko	2T inter. sazba	4.00	4.75	4.75	4.25	3.75	3.75	25 bps	1/9/2013

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	5.70	7.20	6.61	5.75	5.20	4.70
Polsko	WIBOR 3M	4	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	1.38	2.02	1.61	1.37	1.45	1.50
Maďarsko	HU10Y	5.80	6.71	6.56	5.49	7.25	7.00
Polsko	PL10Y	3.70	4.74	4.39	3.60	5.40	5.40

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
Česko	EUR/CZK	25.6	25.52	25.13	25.09	25.10	24.70
Maďarsko	EUR/HUF	298	286	285	291	280	280
Polsko	EUR/PLN	4.18	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	0.6	0.6	0.8

Inflace

	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
Česko	2.4	3.8	3.5	3.4	2.4	2.3	2.4
Maďarsko	4.1	5.5	5.6	6.6	5.0	3.6	3.0
Polsko	4.6	3.9	4.3	3.8	2.4	2.3	2.3

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

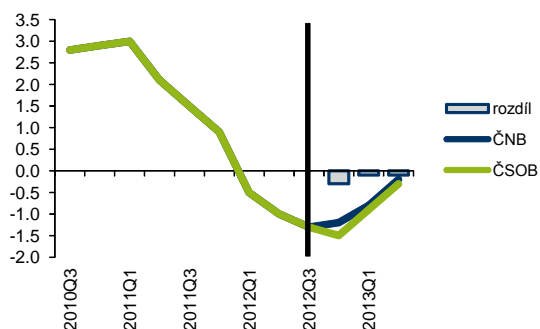
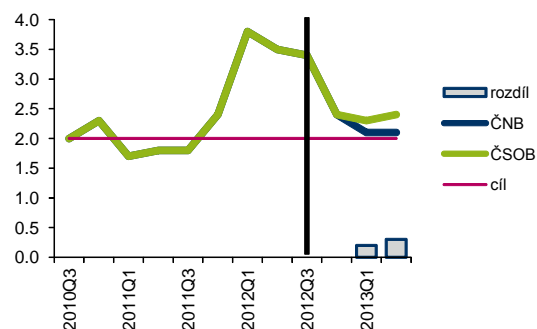
	2012	2013
Česko	-1.7	-1.9
Maďarsko	1.5	1.0
Polsko	-4.0	-3.8

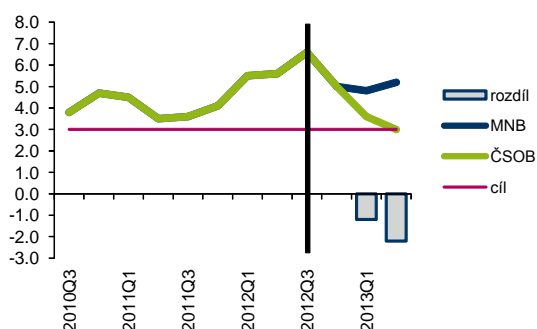
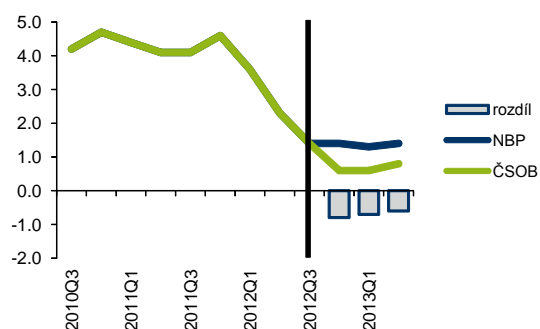
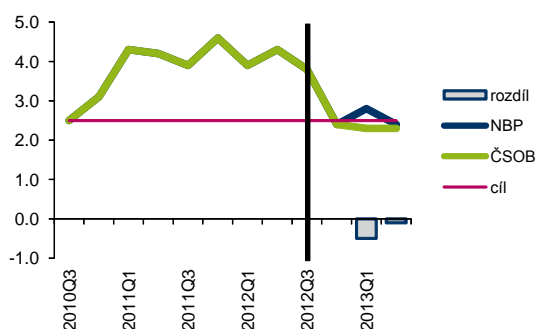
Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	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.