



## ● Česká republika

Intervence ČNB: nástroj uložený v šuplíku 2

## ● Výhled na týden

Polská centrální banka ponechá sazby beze změny 5

## Od centrálních bank zpátky k (makro)datům

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25,69	→	→
EUR/HUF	298,8	↗	↗
EUR/PLN	4,23	↗	↗
3M PRIBOR	0,45	→	→
3M BUBOR	3,57	→	→
3M WIBOR	2,67	→	→
10Y CZK	2,35	↗	↗
10Y PLN	4,45	↗	↗
10Y HUF	5,95	↗	↗
3M EURIBOR	0,22	→	→
10Y EMU	1,78	↘	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Hlavními událostmi ve střední Evropě uplynulého týdne byla nepochybně zasedání centrálních bank - konkrétně maďarské MNB a ČNB. Zajímavé přitom je, že jak maďarské, tak české devizové a dluhopisové trhy zaznamenaly poměrně výrazné pohyby, přičemž MNB konala zcela v souladu s tržním očekáváním a naopak ČNB minimálně polovinu trhu překvapila. Připomeňme tedy, že poté co MNB snížila svoji základní úrokovou sazbu na nová historická minima, výnosy maďarských vládních dluhopisů vzrostly a forint oslabil. Naopak ČNB tím, že nakonec nepřistoupila k aktivování devizových intervencí, pomohla koruně k silnějším hodnotám, přičemž české korunové sazby zůstávají po zasedání významně níže, než kde jsme je viděli před týdnem či deseti dny.

Odhlédneme-li od globálních faktorů (jako je např. otázka dluhového stropu v USA) pak od centrálních bank se budou muset středoevropské trhy zaměřit pozornost na makro data, která budou v nadcházejícím týdnu obsahovat i klíčové konjunkturální ukazatele v podobě indexů PMI.

V uplynulých dvou či třech měsících přitom i regionální indexy PMI ukazovaly na to, že oživení ve střední Evropě sílí, což byly pro regionální měny určité dobré zprávy. Předběžné výsledky indexů PMI v eurozóně (z průmyslu) nicméně již tak výrazné vylepšování situace nepotvrdily a tak existuje riziko, že podobného výsledku se dočká i střední Evropa.

## Intervence ČNB: nástroj uložený v šuplíku

Jan Bureš

**ČNB dál váhá se spuštěním devizových intervencí.**

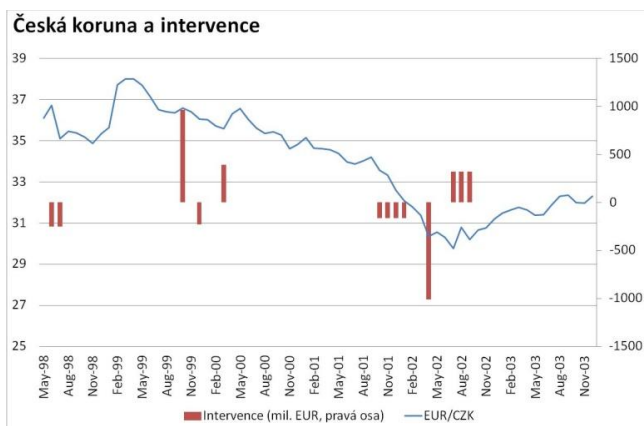
Česká národní banka se na svém zářijovém zasedání i přes zřetelná varování k devizovým intervencím neodhodlala. Koruna v reakci na rozhodnutí okamžitě posílila, a to až do blízkosti 25,60 EUR/CZK. ČNB se rozhodla intervence nespustit, i když jsou rizika srpnové prognózy mírně proti-inflační a kurz byl před zářijovým zasedáním o něco silnější. Je třeba připomenout, že samotná srpnová prognóza teoreticky intervence ospravedlňovala - jí implikovaný kurz odhadujeme na 26,20 EUR/CZK.

**Řada z nich si není jistá, zda přínos intervencí vykompenzuje náklady spojené s jejich spuštěním.**

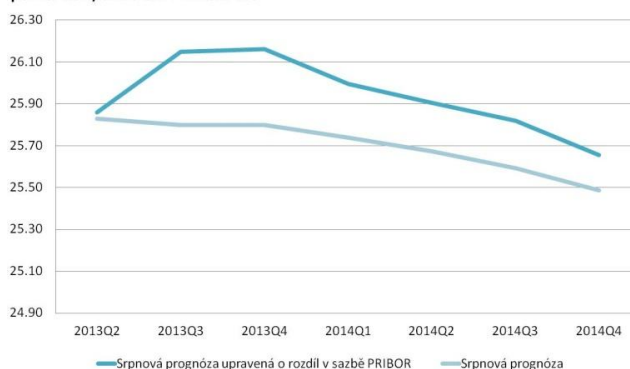
Proč tedy centrální bankéři se spuštěním intervencí váhají? Jednoduše proto, že si řada z nich není jista, že přínos devizových intervencí vykompenzuje náklady spojené s jejich spuštěním. Skutečný dopad devizových intervencí do výkonu české ekonomiky a na inflační cíl je hodně nejistý. Noční múrou je scénář, ve kterém vyšší dovezená inflace (způsobená slabší korunou) srazí reálné mzdy domácností a opět oddálí oživení domácí spotřeby. Poslední intervence proti koruně dělala centrální banka v roce 2002 a interní výzkumné práce ČNB jejich efektivnost spíše zpochybňují. Navíc spuštění devizových intervencí by částečně narušilo transparentnost současného mechanismu cílování inflace. Proto řada centrálních bankéřů se spuštěním intervencí váhá, i když je již srpnová prognóza v zásadě ospravedlňovala.

**Intervence nejsou vyloučené, pokud kurz koruny výrazněji posílí.**

To neznamená, že by intervence byly v budoucnu nemožné. Řada centrálních bankéřů by podle nás spustila intervence okamžitě (Singer, Tomšík, Lízal). Rozhodující budou postoje některých dalších "váhavých" mediánových bankéřů (podle nás Mojmír Hampl). Ti pravděpodobně potřebují vidět, že argumenty pro intervence vyplývající z aktuální prognózy a spotového kurzu jsou silnější než dnes. Vzhledem k tomu, že nepočítáme s výrazným zhoršením současné (srpnové prognózy), může intervence ČNB nastartovat v zásadě pouze výraznější zisk koruny. Ten není minimálně v nejbližších týdnech vyloučený - pro část trhu již ztrácí nekonečné strašení intervencemi na váze. Otázkou ale je, na jakých úrovních by se váhající členové ČNB rozhodli intervenovat. Sázíme na úrovně v okolí 25,40 EUR/CZK. Sledujme tedy především změnu v rétorice Mojmíra Hampla nebo Kamila Janáčka.

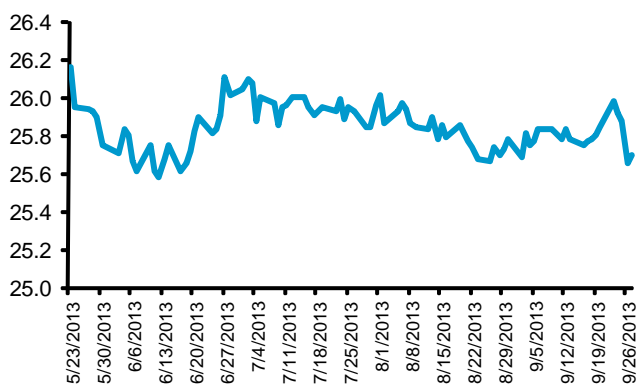


**Kurz EUR/CZK tak, aby měnové podmínky odpovídaly prognóze ČNB poměr EUR/CZK a 3M PRIBOR 1:3**

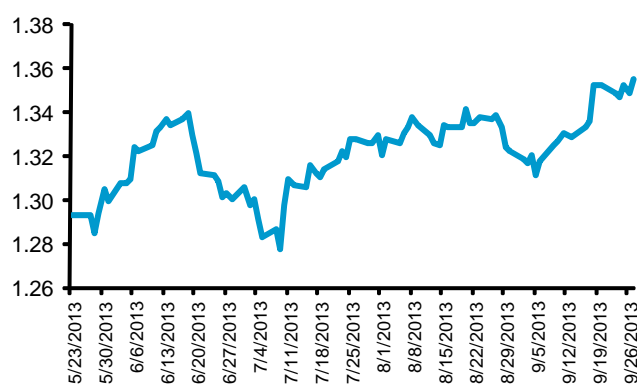


## Přehled trhů

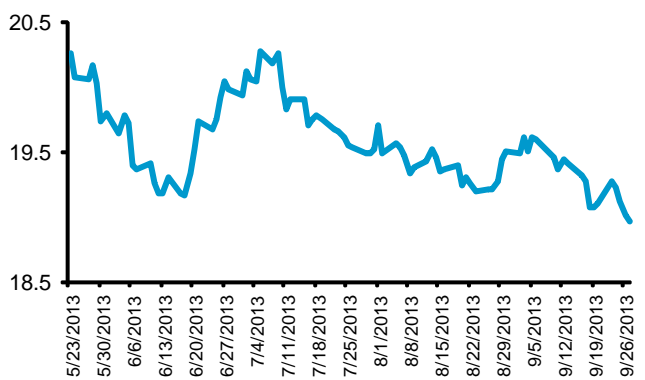
**EURCZK**



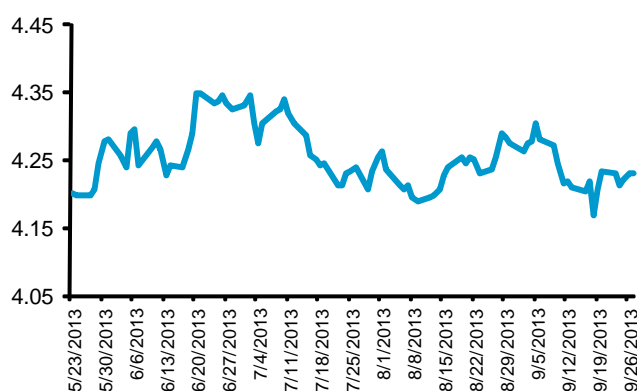
**EURUSD**



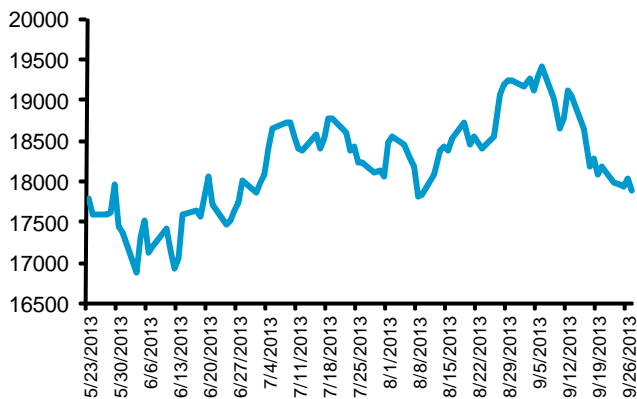
**USDCZK**



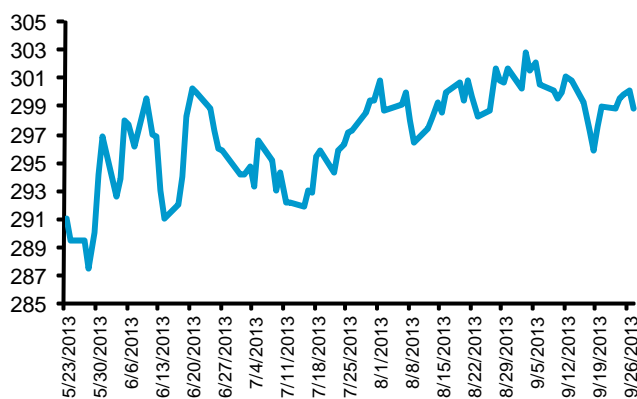
**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

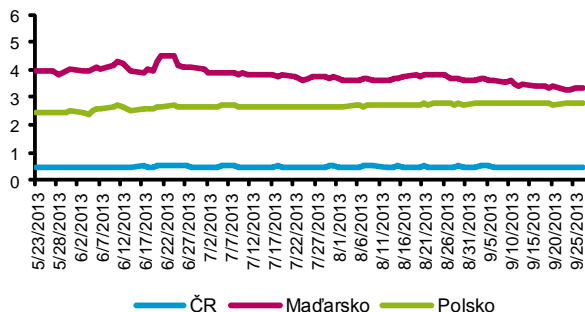


**EURHUF**

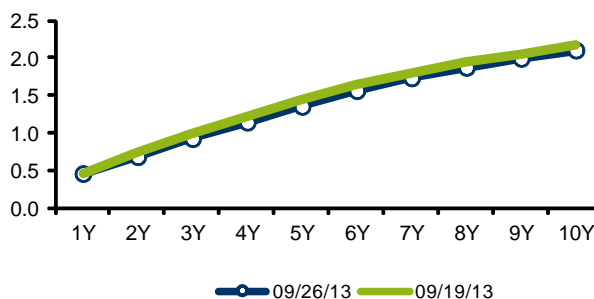


Zdroj: Thomson Reuters

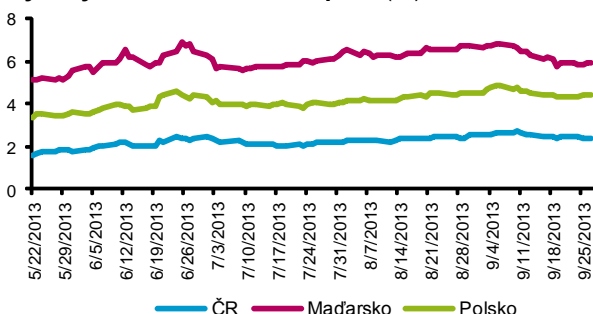
FRA 3x6 (%)



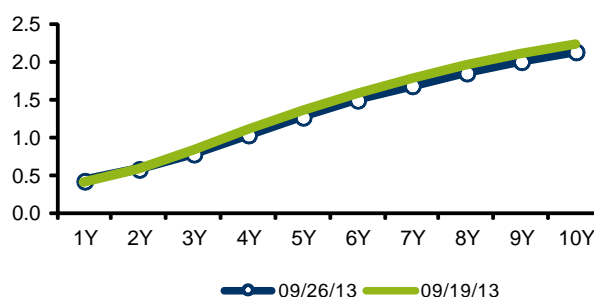
IRS CZK (%)



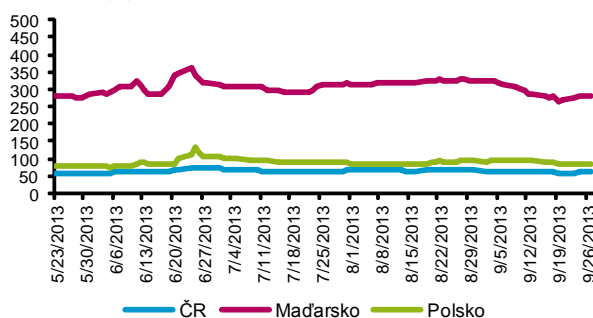
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



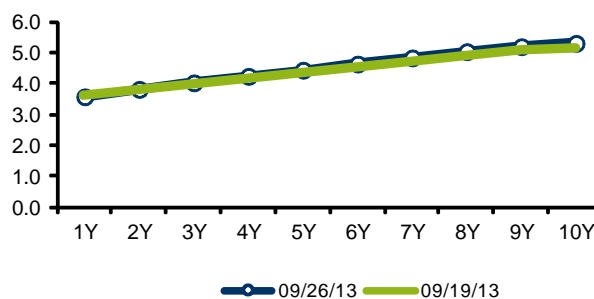
IRS EUR (%)



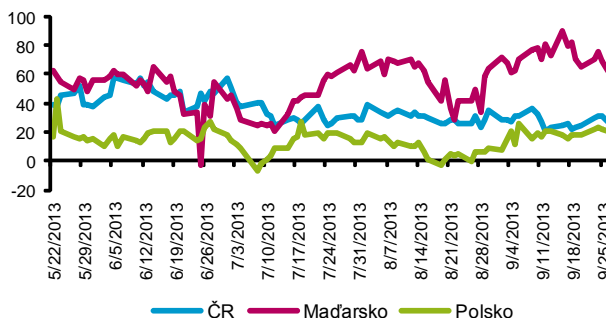
CDS 5Y (bps)



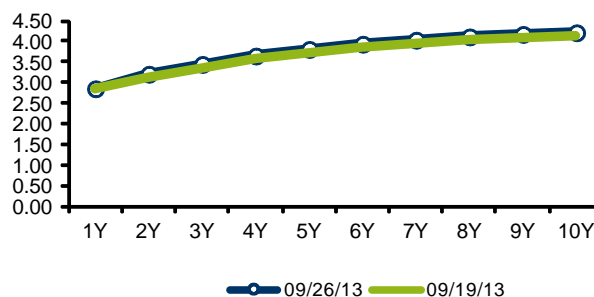
IRS HUF (%)



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 %	2,50	7/2013
změna v b. bodech	0	-25

### PL: NBP ponechá sazby beze změny

Polská centrální banka (NBP) by na svém zasedání příští týden měla ponechat úrokové sazby beze změny. Podle odhadů rostla ekonomika ve druhém čtvrtletí o 0,8 % a předstihové indikátory naznačují, že by již měla mít to nejhorší za sebou. Pozitivní start do třetího čtvrtletí navíc potvrzují i čísla z průmyslu a k jistému (i když pouze mírnému) zlepšení dochází i v případě maloobchodních tržeb. Hlavním problémem tak i nadále zůstává zejména stavebnictví. Očekáváme, že NBP ponechá sazby na historických minimech i ve zbytku roku a první změna (směrem vzhůru) by mohla přijít na sklonku prvního pololetí příštího roku.

PÁ 9:00, CZ Maloobchodní tržby (% y/y)

	VIII.13	VII.13	VIII.12
Tržby	-1,5	4,0	0,0
kumul. od ledna	-0,6	-0,5	-0,5

### CZ: Nižší prodeje aut srazily maloobchod

Za slabším výsledkem maloobchodu v srpnu stál podle našeho názoru o jeden den nižší počet pracovních dnů a rovněž i menší prodeje nových osobních automobilů. Tržby v obchodech se tak od začátku roku drží v lehkém mínusu v důsledku stále slabé poptávky spotřebitelů. V dalších měsících by se již mohla situace v obchodu začít pozvolna zlepšovat. Napomoci by k tomu měla i klesající inflace, která míří na dolní hranici tolerančního pásma ČNB.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	30.09.2013	8:00	Maloobchodní tržby	%	08/2013			0,8	0,4	-1,4	2,3
Francie	30.09.2013	8:50	Výrobní ceny	%	08/2013					0,7	0,3
Maďarsko	30.09.2013	9:00	Výrobní ceny	%	08/2013				2,1	0,2	1,3
ČR	30.09.2013	11:00	Peněžní zásoba M2	%	08/2013						5,1
EMU	30.09.2013	11:00	Inflace	%	09/2013				1,2		1,3
Polsko	30.09.2013	14:00	Běžný účet	mil. EUR	2Q/2013			1453		-2055	
USA	30.09.2013	16:00	Index nákupních manažerů z Chicaga		09/2013			54,3		53	
Maďarsko	01.10.2013	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		09/2013					51,7	
Polsko	01.10.2013	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		09/2013					52,6	
ČR	01.10.2013	9:00	Projev guvernéra ČNB Singera na OMFIF		10/2013						
ČR	01.10.2013	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		09/2013					53,9	
Francie	01.10.2013	9:50	Index nákupních manažerů v průmyslu		09/2013 *F			49,5		49,5	
Německo	01.10.2013	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	09/2013			6,8		6,8	
Německo	01.10.2013	9:55	Index nákupních manažerů v průmyslu		09/2013 *F			51,3		51,3	
EMU	01.10.2013	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		09/2013 *F			51,1		51,1	
EMU	01.10.2013	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	08/2013			12,1		12,1	
ČR	01.10.2013	14:00	Rozpočtové saldo	mln. CZK	09/2013					-36,2	
USA	01.10.2013	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		09/2013	55,7		55,2		55,7	
USA	01.10.2013	16:00	Cenový subindex ISM		09/2013			55		54	
USA	01.10.2013	23:00	Celkový prodej automobilů	mil. USD	09/2013			16		16,02	
USA	01.10.2013	23:00	Prodej domácích automobilů	mil. USD	09/2013			12,5		12,44	
Maďarsko	02.10.2013	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	07/2013 *F					421,6	
EMU	02.10.2013	13:45	Zasedání ECB	%	10/2013	0,5		0,5		0,5	
Polsko	02.10.2013	14:00	Zasedání RPP	%	10/2013	2,5		2,5		2,5	
USA	02.10.2013	14:30	ADP report z trhu práce	tis.,nsa	09/2013			175		176	
EMU	02.10.2013	14:30	Projev Draghiho na měsíční tiskové konferenci	ECB	10/2013						
EMU	03.10.2013	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		09/2013 *F			52,1		52,1	
EMU	03.10.2013	11:00	Maloobchodní tržby	%	08/2013			0,2	-1,5	0,1	-1,3
USA	03.10.2013	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	09/2013			315		305	
USA	03.10.2013	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	09/2013					2823	
USA	03.10.2013	16:00	Tovární zakázky	%	08/2013			0,2		-2,4	
USA	03.10.2013	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM		09/2013			57		58,6	
USA	03.10.2013	18:30	Projev Fishera o ekonomice v Dallasu	Fed	10/2013						
USA	03.10.2013	19:30	Projev Powella o bankovnímnictví v St. Louis	Fed	10/2013						
USA	03.10.2013	23:30	Projev Fishera o ekonomice v Little Rock	Fed	10/2013						
Německo	04.10.2013	8:00	Výrobní ceny	%	08/2013			0	0	-0,1	0,5
ČR	04.10.2013	9:00	Maloobchodní tržby	%	08/2013			-1,5		-1	4
Maďarsko	04.10.2013	9:00	Maloobchodní tržby	%	08/2013						1,2
EMU	04.10.2013	11:00	Výrobní ceny	%	08/2013			0,1	-0,5	0,3	0,2
USA	04.10.2013	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis.,nsa	09/2013	200		178		169	
USA	04.10.2013	14:30	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis.,nsa	09/2013	200		180		152	
USA	04.10.2013	14:30	Míra nezaměstnanosti	%	09/2013			7,3		7,3	
USA	04.10.2013	14:30	Průměrná hodinová mzda	%	09/2013			0,2	2,1	0,2	2,2
USA	04.10.2013	15:15	Projev Dudleye o ekonomice v New Yorku	Fed	10/2013						
USA	04.10.2013	19:45	Projev Kocherlakota o měnové politice v Minnesotě	Fed	10/2013						

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

## Náš výhled

### Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná						poslední změna	
		hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4		
Česko	2T repo	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	-20 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depo	3,60	5,75	5,00	4,25	3,75	3,75	-20 bps	9/24/2013
Polsko	2T inter. sazba	2,50	4,25	3,25	2,75	2,50	2,50	-25 bps	7/3/2013

### Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	PRIBOR 3M	0,45	0,50	0,47	0,44	0,43	0,43
Maďarsko	BUBOR 3M	3,57	5,75	4,90	4,20	3,80	3,90
Polsko	WIBOR 3M	2,67	4,11	3,39	2,73	2,70	2,75

### Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	CZ10Y	2,08	1,37	1,31	1,97	2,05	2,30
Maďarsko	HU10Y	5,32	5,49	5,41	5,84	5,50	5,90
Polsko	PL10Y	4,24	3,60	3,61	4,14	3,90	3,95

### Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	EUR/CZK	25,7	25,09	25,74	25,99	26,00	25,50
Maďarsko	EUR/HUF	299	291	304	295	300	300
Polsko	EUR/PLN	4,23	4,08	4,18	4,33	4,25	4,20

### HDP

	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	-1,1	-1,4	-1,6	-2,4	-1,3	-0,9	-0,3
Maďarsko	-1,5	-1,7	-2,7	-0,9	0,5	0,5	1,0
Polsko	2,3	1,3	0,7	0,5	0,8	1,2	1,9

### Inflace

	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	3,5	3,4	2,4	1,7	1,6	1,5	1,6
Maďarsko	5,6	6,6	5,0	2,2	1,9	1,9	2,2
Polsko	4,3	3,8	2,4	1,0	0,2	1,3	1,5

### Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

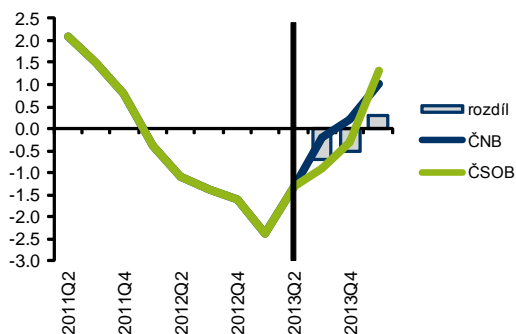
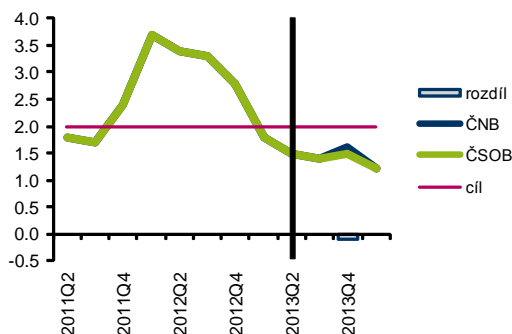
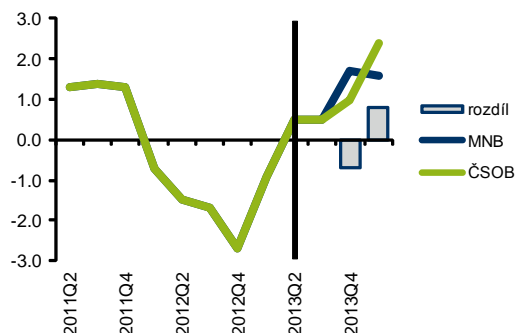
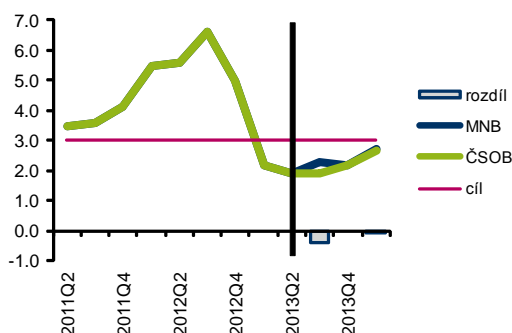
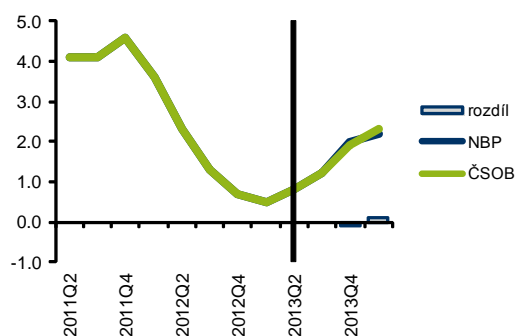
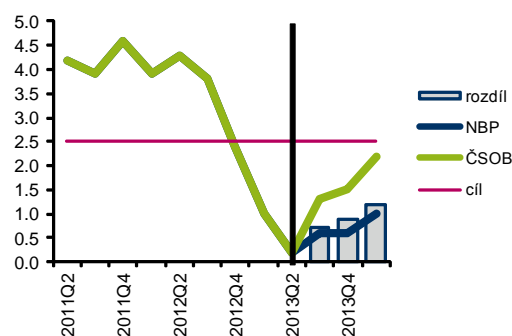
	2012	2013
Česko	-1,9	-2,5
Maďarsko	1,5	2,0
Polsko	-4,0	-3,8

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

	2012	2013
Česko	-4,4	-3,0
Maďarsko	-2,5	-2,7
Polsko	-3,9	-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.