Analytický týdeník

www.csob.cz www.csob.cz/Analyzy 8. listopadu 2013

- **Česká republika**
  ČNB s novým kurzovým režimem 2
- **Polsko**
  NBP vidí delší období nízkých sazeb 3
- **Výhled na týden**
  Inflace míří mimo toleranční pásmo ČNB 6

Měnové války: epizoda z Čech, aneb impérium vrací úder

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	26.99	→	→
EUR/HUF	297.2	↗	↗
EUR/PLN	4.19	↗	↗
3M PRIBOR	0.43	↘	↘
3M BUBOR	3.36	→	↘
3M WIBOR	2.66	→	→
10Y CZK	2.38	↗	↗
10Y PLN	4.36	↗	↗
10Y HUF	5.79	↗	↗
3M EURIBOR	0.22	→	↘
10Y EMU	1.76	↗	↗

Poslední hodnotyz pátečního odpoledne

Po roce diskusí se bankovní rada ČNB rozhodla naplno vstoupit do měnových válek tím, že začala cíleně oslabovat kurz koruny. ČNB k tomuto kroku přiměla nová prognóza předpokládající pokles inflace v příštím roce a dokonce zápornou měnově-politickou inflaci. ČNB tak chce skrze slabou korunu, resp. vyšší dovozní ceny, vybudit inflaci v ČR a současně i cílí na „spekulativně odloženou spotřebu“.

Bankovní rada se rozhodovala nad novou prognózou, jejíž základní scénář považuje za natolik nerealistický (předpokládá záporné sazby), že musela přejít k alternativnímu scénáři předpokládající kurzové intervence. Protože ČNB není schopna zajistit záporné úrokové sazby, prognóza požaduje využití alternativních nástrojů – intervencí proti koruně. Centrální banka se proto rozhodla intervenovat tak, aby kurz udržovala v blízkosti 27 CZK/EUR. Intervence chce provádět v takovém objemu a tak dlouho, dokud bude k naplnění inflačního cíle v budoucnosti potřeba udržovat korunu slabou. Cíl kurzu v blízkosti 27,00 je nastaven tak, aby s ním centrální banka nemusela brzy hýbat.

Samotný intervenční režim chce ČNB ukončit teprve tehdy, až si bude velmi jistá, že nebude muset intervence zahajovat znova, respektive až bude vidět „dramatické inflační tlaky“. Ze slov guvernéra na tiskové konferenci vyplynulo, že exit není pravděpodobný v roce 2014. Jen pro úplnost dodáváme, že o zachování či změně tohoto režimu se bude hlasovat na každém měnovém zasedání bankovní rady.

Centrální bance se dnes rozhodně podařilo překvapit finanční trhy. Koruna oslabila o téměř pět procent až k cílové úrovni, přičemž teprve následující dny a týdny ukáží, jak velké bude centrální banka tolerovat odchylky kurzu od cílové hodnoty EUR/CZK. ČNB nehodlá rozšiřovat informace o jejích operacích na devizovém trhu nad rámec dosavadní praxe, což znamená, že se teprve se zpožděním ze statistik o devizových rezervách dozvíme, jak masivně objem eur nakoupených centrální bankou vzrostl. Bude-li současný režim trvat rok, tak je třeba se připravit na to, že objem devizových rezerv ČNB naroste opravdu výrazně.

ČNB s novým kurzovým režimem

Petr Dufek

Bankovní rada odmítla záporné sazby a zaútočila proti koruně.

Na svém posledním zasedání, kdy ČNB v podstatě zavedla cílování devizového kurzu, měla bankovní rada k dispozici dvě varianty inflační prognózy. První – základní – scénář vyhodnotila jako nepravděpodobný, neboť nerealisticky předpokládal záporné tržní úrokové sazby. Protože ČNB už svůj arsenál úrokových nástrojů vyčerpala, když svoji hlavní sazbu snížila téměř na nulu a její pohyb do záporu nepřipadá v úvahu, její obavy z neplnění inflačního cíle či dokonce deflace nepominuly.

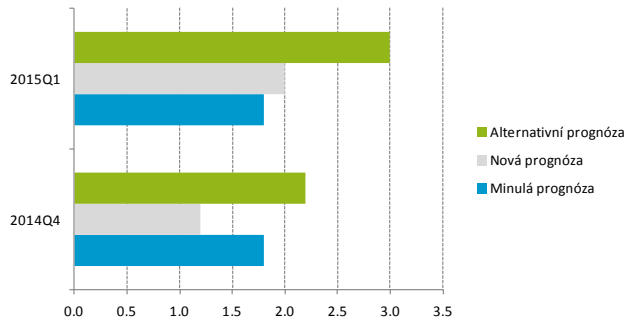
Cílem je vybudit inflaci a navnadit spotřebitele k utrácení.

Základní scénář prognózy proto ČNB považuje za nerealistický a proto se bankovní rada musela přejít k alternativnímu scénáři předpokládající kurzové intervence. Podle slov guvernéra je právě alternativní scénář „nejpravděpodobnějším popisem očekávaného budoucího vývoje“. Tento scénář předpokládá oslabení koruny na hranici 27 CZK/EUR, které přispěje k dřívějšímu návratu celkové i měnově politické inflace k cílové hodnotě centrální banky. Vedlejším efektem je pak rychlejší oživení HDP a zachování zhruba stávající úrovně tržních úrokových sazeb. Inflace by se díky devizovým intervencím měla dostat na dvouprocentní úroveň už zhruba za rok. ČNB tak chce skrze slabou korunu, resp. vyšší dovozní ceny, vybudit inflaci v ČR a současně cílí i na „spekulativně odloženou spotřebu“.
Oslabení koruny o zhruba pět procent během jednoho dne a následné udržení takto slabé měny bude mít nepochybně dopad na spotřebitelské ceny už v předvánočním období. Asi nejrychleji budou reagovat ceny pohonných hmot. Následně se slabá koruna odrazí i v cenách dováženého spotřebního zboží jako jsou obuv, oblečení, elektronika, některé potraviny atp. Tento cenový nárůst by tak měl fakticky vykompenzovat pozitivní dopady letošního zlevnění telekomunikačních služeb či energií, za nímž stojí konkurenční tlak a technologický pokrok. Ani domácí zboží, které se vyrábí ze zahraničních komponent či materiálů však nemusí být slabší koruny ušetřeno. Asi netřeba rozvádět, že slabou korunu pocítí spotřebitelé i u nákupů zboží a služeb při cestách do zahraničí, v zahraničních e-shopech.

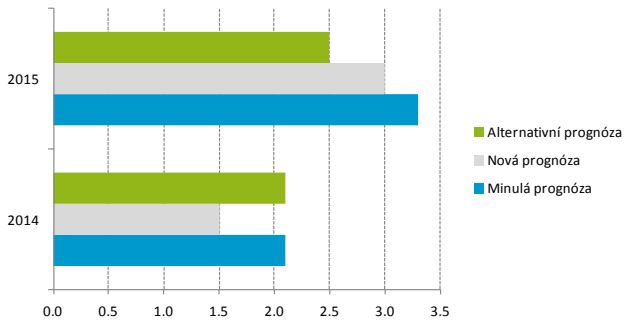
První útok se zdařil a trh si začíná zvykat na slabou korunu.

Samotný intervenční režim chce ČNB ukončit teprve tehdy, až si bude velmi jistá, že nebude muset intervence zahajovat znova, respektive až bude vidět „dramatické inflační tlaky“. Ze slov guvernéra na tiskové konferenci vyplynulo, že exit není pravděpodobný v roce 2014. Jen pro úplnost dodáváme, že o zachování či změně tohoto režimu se bude hlasovat na každém měnovém zasedání bankovní rady. Centrální bance se ve čtvrtek rozhodně podařilo překvapit finanční trhy.

Prognóza spotřebitelských cen
(zdroj: ČNB)



Prognóza HDP
(zdroj: ČNB)



NBP vidí delší období nízkých sazeb

Petr Báča

NBP signalizuje delší období beze změny sazeb…

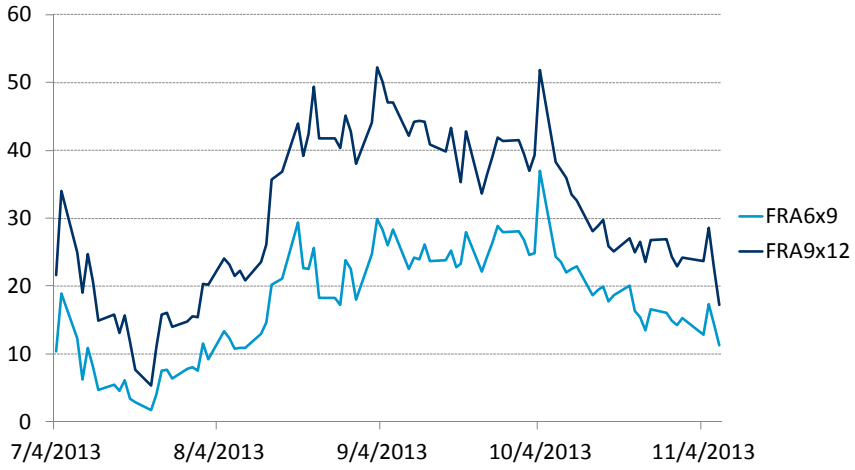
Na rozdíl od ČNB se zasedání Polské národní banky (NBP) obešlo bez výraznějších překvapení. Ponechání sazeb na historických minimech 2,5 % se jevilo jako vysoce pravděpodobné již před zasedáním a pozornost se tak rychle přesunula na tiskovou konferenci. Na ní prezident NBP Belka kladl zvláštní důraz na zřejmě nejzajímavější novinku, která se objevila v oficiálním tiskovém prohlášení, a sice na prohlášení, že sazby by měly na současné úrovni zůstat nejméně do poloviny následujícího roku (minule banka naznačovala stabilitu pouze do konce tohoto roku). Vzhledem k tomu, že velká část trhu včetně nás s takovým scénářem počítala a centrální banka v podstatě pouze "dohánělа" tržní očekávání, tak reakce zlotého ani úrokových sazeb na zasedání nebyla nijak zásadní.

… a mírně vylepšuje prognózu hospodářského růstu.

V komentáři posledního vývoje ekonomiky NBP uznala, že dochází k postupnému oživování hospodářského růstu, a v tomto smyslu dokonce i vylepšila svoji prognózu na rok 2014. Tempo růstu sice zůstává na polské poměry stále pomalé, avšak detailnější čísla za třetí kvartál, která budou k dispozici na konci měsíce, by podle nás měla poukázat na jeho vyváženější strukturu. Růst by již neměl záviset pouze na vnější poptávce, ale výraznějšího pozitivního příspěvku bychom se mohli dočkat i ze strany spotřeby domácností (maloobchodní tržby se ve třetím čtvrtletí zřetelně zvyšovaly). Záporný zřejmě i nadále zůstane příspěvek investic, ale i zde dochází v poslední době k mírnému zlepšení situace v podobě stabilizace situace ve stavebnictví.

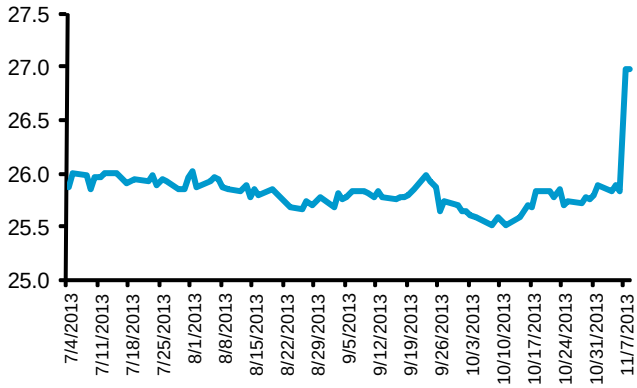
Rozpětí mezi sazbami FRA a WIBOR 3M

od poslední změny sazeb NBP, bps

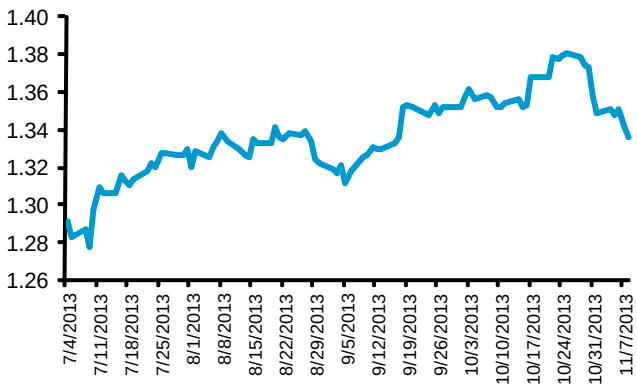


Přehled trhů

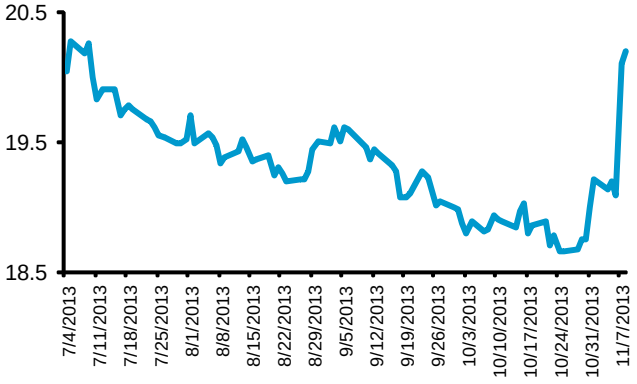
EURCZK



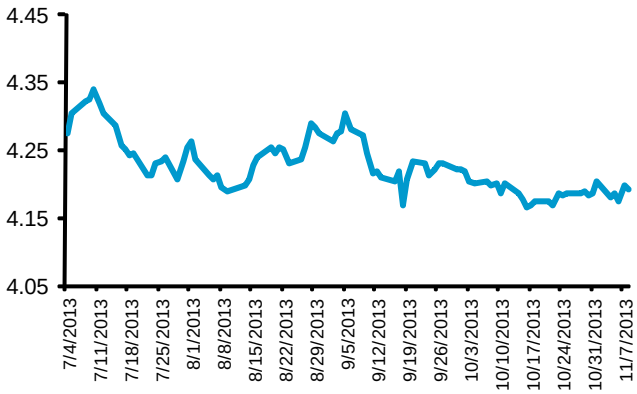
EURUSD



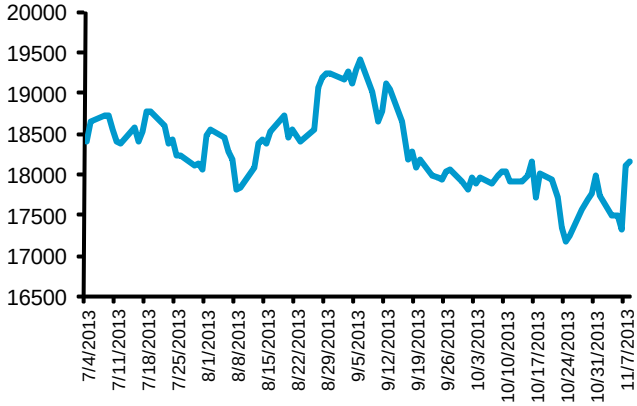
USDCZK



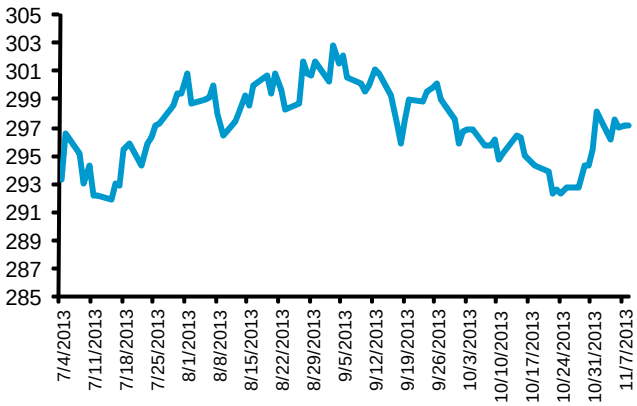
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

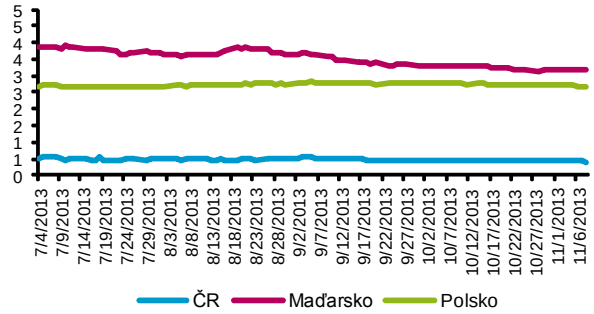


EURHUF

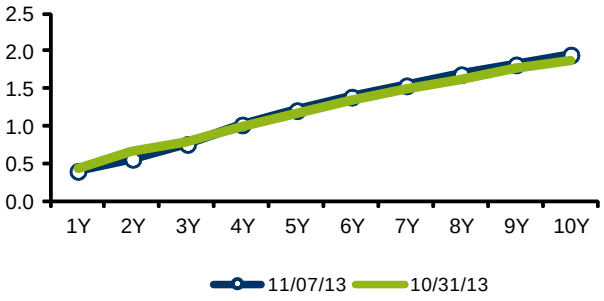


Zdroj: Thomson Reuters

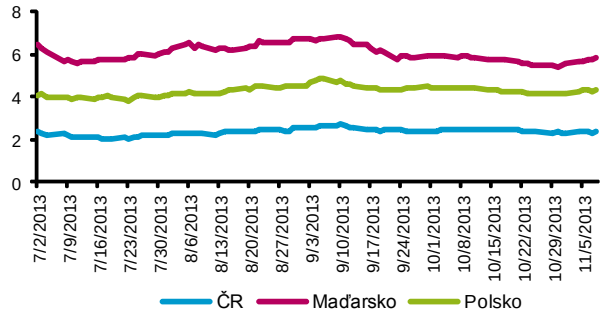
FRA 3x6 (%)



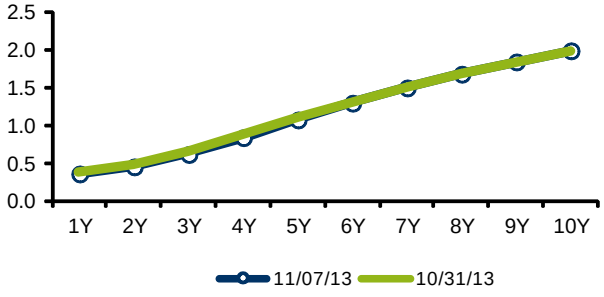
IRS CZK (%)



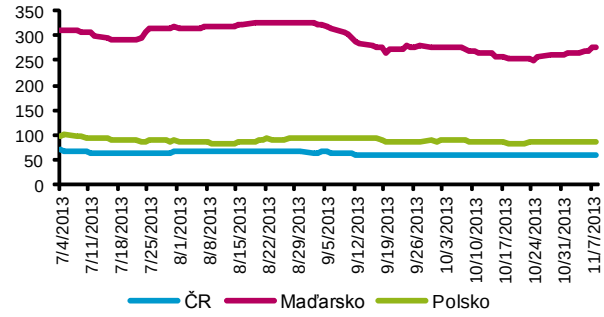
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



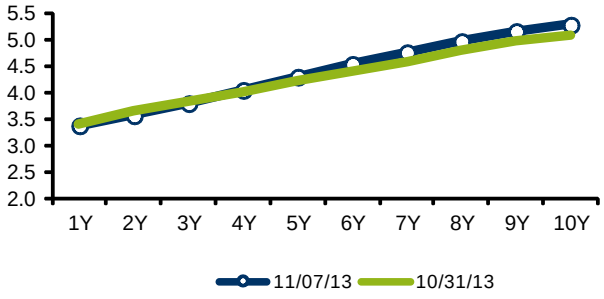
IRS EUR (%)



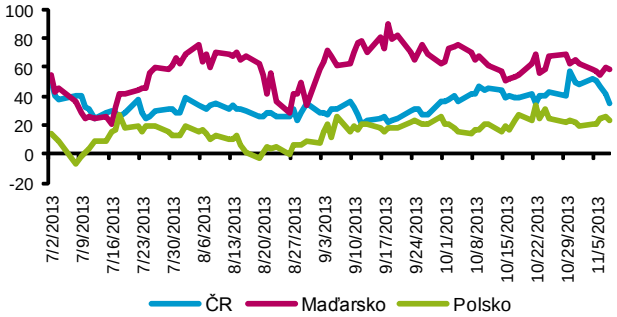
CDS 5Y (bps)



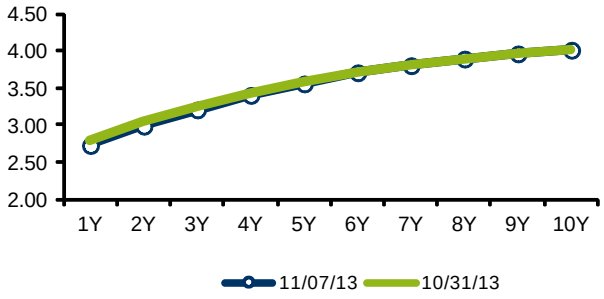
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

PO 9:00, CZ Inflace (%)

	X.13	IX.13	X.12
Inflace m/m	**0,1**	-0,4	0,2
Inflace y/y	**0,9**	1,0	3,4
Měnově politická inflace y/y	**0,1**	0,2	2,1

ÚT 10:00, CZ Běžný účet (mld. CZK)

	IX.13	VIII.13	IX.12
Běžný účet	**3,0**	-14,2	-8,8
kumul. od ledna	**1,4**	-1,6	-57,7
Obchodní bilance	**24,3**	6,1	17,5
kumul. od ledna	**154,6**	130,3	120,1

ČT 9:00, CZ HDP - odhad (%)

	Q3-13	Q2-13	Q3-12
HDP (q/q)	**0,3**	0,6	-1,3
HDP (y/y)	**-0,7**	-1,3	-2,3

ČT 10:00, PL HDP (%, y/y)

	2013Q3	2013Q2	2012Q3
HDP	**1,6**	0,8	1,3

ČT 14:00, PL Inflace (%, y/y)

	X.13	IX.13	X.12
Inflace	**1,1**	1,0	3,8
Potraviny (bez alk.)	**2,5**	2,6	4,7
Doprava (vč. pohonných hmot)	**-1,2**	-1,4	6,0

CZ: Inflace mimo interval ČNB

Hladinu spotřebitelských cen v září ovlivnily především potraviny a sezónní zvýšení cen oblečení a obuvi na jedné straně a zlevňování pohonných hmot na straně druhé. Meziroční inflace se nejspíše ještě více vzdálila cíli ČNB a odpoutala se nejspíše i od dolní hranice tolerančního pásma centrální banky. Poklidné vody inflace v dalších měsících rozčeří čtvrteční pětiprocentní znehodnocení koruny vyvolané centrální bankou s cílem povzbuzení inflace. Přesto bude návrat na cílovou dvouprocentní úroveň dlouhodobou záležitostí.

CZ: Mírný přebytek běžného účtu

Jak už napověděl příznivý výsledek zahraničního obchodu, neměla by ani čísla za běžný účet platební bilance přinést nepříjemné překvapení. Na jedné straně čekáme přebytkovou bilanci obchodu se zbožím a službami, na straně druhé doznívající dividendovou sezónu vedoucí k růstu schodku výnosové bilance. Celkově ovšem zůstane běžný účet v plusu, což bude znamenat jeho další výrazné meziroční zlepšení. Za prvních devět měsíců se tak schodek běžného účtu bude pohybovat jen těsně nad jednou miliardou korun, zatímco loni jeho deficit dosáhl téměř 50 mld. korun.

CZ: Oživení ekonomiky pokračuje

První předběžný odhad HDP za třetí čtvrtletí by měl potvrdit zlepšující se kondici české ekonomiky. Nepředpokládáme sice opakování předchozího silného výsledku (+0,6 % q/q za druhý kvartál), protože jej významně ovlivnily mimořádné vlivy, růst okolo 0,3 % budeme považovat za velmi solidní výsledek. Předpokládáme, že půjde především na vrub zpracovatelského průmyslu na jedné straně a exportu na straně druhé. Dopad spotřebitelské i investiční poptávky zřejmě nebude až tak významný.

PL: Růst polské ekonomiky zrychlil

Ačkoliv tempo hospodářského růstu zůstalo ve třetím čtvrtletí na polské poměry stále pomalé a podle našich odhadů dosáhlo 1,6 % meziročně, tak detailnější čísla za třetí kvartál, která budou k dispozici až na konci měsíce, by mohla poukázat na jeho vyváženější strukturu. Růst by již neměl záviset pouze na externí poptávce, ale výraznějšího pozitivního příspěvku bychom se mohli dočkat i ze strany spotřeby domácností (maloobchodní tržby se ve třetím čtvrtletí zřetelně zvyšovaly). Záporný zřejmě i nadále zůstane příspěvek investic, ale i zde dochází v poslední době k mírnému zlepšení situace v podobě stabilizace situace ve stavebnictví.

PL: Inflace se vrací na 1,1 %

Polská inflace se v říjnu podle našich odhadů po měsíční pauze vrátila na 1,1 % meziročně. Na meziměsíčním růstu cen o 0,5 % se podílel zejména růst cen potravin, ačkoliv byl možná marginálně menší, než je v říjnu běžné. Výrazný meziměsíční nárůst pravděpodobně zaznamenaly i ceny oblečení a obuvi (+ 3,5 %) a naopak pokles cen ropy se podle nás projevil pomalejším než běžným růstem cen dopravy.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	11.11.2013	9:00	Inflace	%	10/2013	0.1	0.9	0.1	0.9	-0.4	1
USA	12.11.2013	0:00	3letá aukce	mld. USD	11/2013			30			
Německo	12.11.2013	8:00	Inflace	%	10/2013 *F			-0.2	1.2	-0.2	1.2
Německo	12.11.2013	8:00	Harmonizovaná inflace	%	10/2013 *F			-0.2	1.3	-0.2	1.3
Maďarsko	12.11.2013	9:00	Inflace	%	10/2013			0.1	1.4	0.5	1.4
ČR	12.11.2013	10:00	Běžný účet	mld. CZK	09/2013	3		-1		-14.2	
EMU	12.11.2013	11:00	Projev Weidmanna ve Frankfurtu	ECB	11/2013						
Polsko	12.11.2013	14:00	Běžný účet	mil. EUR	09/2013			-905		-719	
Polsko	12.11.2013	14:00	Obchodní bilance	mil. EUR	09/2013			550		264	
EMU	12.11.2013	17:00	Projev Asmussena v Londýně	ECB	11/2013						
USA	12.11.2013	19:00	Projev Kocherlakota o měnové politice v Minnesotě	Fed	11/2013						
USA	12.11.2013	19:50	Projev Lockharta v Alabamě	Fed	11/2013						
USA	13.11.2013	0:00	10letá aukce	mld. USD	11/2013			24			
EMU	13.11.2013	11:00	Průmyslová výroba	%	09/2013			-0.3	0.1	1	-2.1
EMU	13.11.2013	13:10	Projev Weidmanna ve Frankfurtu	ECB	11/2013						
USA	13.11.2013	20:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	10/2013			104			
USA	14.11.2013	0:00	30letá aukce	mld. USD	11/2013			16			
Německo	14.11.2013	8:00	HDP	%	3Q/2013 *P			0.3	0.6	0.7	0.5
Francie	14.11.2013	8:45	HDP	%	3Q/2013 *P			0.1	0.2	0.5	0.4
Francie	14.11.2013	8:45	Inflace	%	10/2013			-0.1	0.7	-0.2	0.9
Francie	14.11.2013	8:45	Harmonizovaná inflace	%	10/2013			-0.1	0.8	-0.2	1
Maďarsko	14.11.2013	9:00	HDP	%	3Q/2013 *P			0.4	0.7	0.1	0.5
ČR	14.11.2013	9:00	HDP	%	3Q/2013 *A	0.3	-0.7	0.6	-0.4	0.6	-1.3
EMU	14.11.2013	10:00	Měsíční zpráva ECB	ECB	11/2013						
Polsko	14.11.2013	10:00	HDP	%	3Q/2013 *P		1.6	0.9	1.8	0.4	0.8
EMU	14.11.2013	11:00	HDP	%	3Q/2013 *A			0.1	-0.3	0.3	-0.5
Polsko	14.11.2013	14:00	Peněžní zásoba M3	%	10/2013			0.8		-0.3	
Polsko	14.11.2013	14:00	Inflace	%	10/2013	0.5	1.1	0.3	1	0.1	1
USA	14.11.2013	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	11/2013			330		336	
USA	14.11.2013	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	11/2013					2868	
USA	14.11.2013	14:30	Obchodní bilance	mld. USD	09/2013			-39		-38.8	
USA	14.11.2013	15:00	Projev Plossera ve Washingtonu	Fed	11/2013						
USA	14.11.2013	16:00	Schvalování Yellenové v bankovním výboru Senátu		11/2013						
Maďarsko	15.11.2013	9:00	Průmyslová výroba	%	09/2013 *F					1.8	3.1
ČR	15.11.2013	9:00	Výrobní ceny	%	10/2013	0.1	0.5	0	0.4	0.1	0.6
EMU	15.11.2013	11:00	Inflace	%	10/2013 *F			-0.1	0.7	0.5	0.7
EMU	15.11.2013	11:00	Jádrová inflace	%	10/2013 *F				0.8		0.8
EMU	15.11.2013	13:15	Projev Mersche v Londýně	ECB	11/2013						
Polsko	15.11.2013	14:00	Jádrová inflace	%	10/2013			0.3	1.3	-0.1	1.3
USA	15.11.2013	14:30	Index dovozních cen	%	10/2013						-1
USA	15.11.2013	14:30	Podnikatelská nálada ve státě N.Y.		11/2013			5		1.52	
Polsko	15.11.2013	15:00	Rozpočtové saldo	mil. PLN	10/2013					-29602	
USA	15.11.2013	15:15	Průmyslová výroba	%	10/2013			0.1		0.6	
USA	15.11.2013	15:15	Využití kapacit	%	10/2013			78.2		78.3	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	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	*3.40*	5.75	5.00	4.25	3.60	3.75	-20 bps	10/29/2013
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	*0.43*	0.50	0.47	0.44	0.42	0.43
Maďarsko	BUBOR 3M	*3.36*	5.75	4.90	4.20	3.56	3.50
Polsko	WIBOR 3M	*2.66*	4.11	3.39	2.73	2.67	2.75

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	CZ10Y	*2.04*	1.37	1.31	1.97	2.06	2.15
Maďarsko	HU10Y	*5.44*	5.49	5.41	5.84	5.17	5.90
Polsko	PL10Y	*4.14*	3.60	3.61	4.14	4.24	3.95

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	EUR/CZK	*27.0*	25.09	25.74	25.99	25.68	27.00
Maďarsko	EUR/HUF	*297*	291	304	295	297	300
Polsko	EUR/PLN	*4.19*	4.08	4.18	4.33	4.22	4.20

HDP

	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	-0.9	-1.2	-1.4	-2.3	-1.3	-0.9	-0.4
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	1.6	2.1

Inflace

	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	3.5	3.4	2.4	1.7	1.6	1.1	1.4
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	1.2

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

	2012	2013
Česko	-1.9	-1.7
Maďarsko	1.5	2.0
Polsko	-4.0	-3.8

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

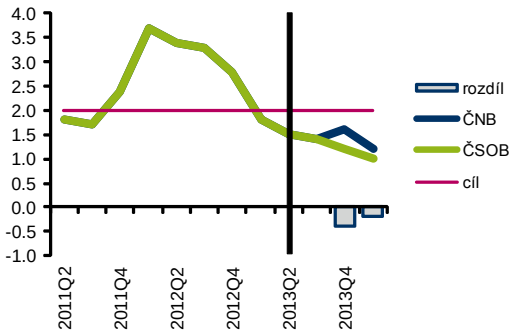
	2012	2013
Česko	-4.4	-2.7
Maďarsko	-2.5	-2.7
Polsko	-3.9	-4.0

Zdroj dat: ČSOB, Bloomberg

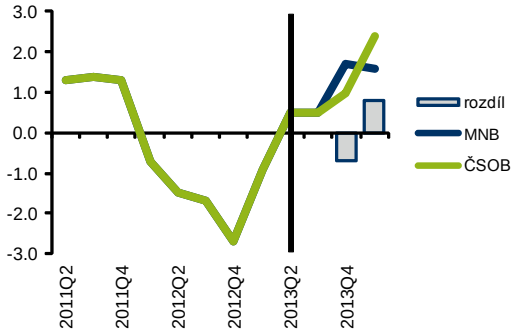
Výhledy centrálních bank

CZ: Výhled na růst HDP (y/y, %)

CZ: Výhled na inflaci (y/y, %)

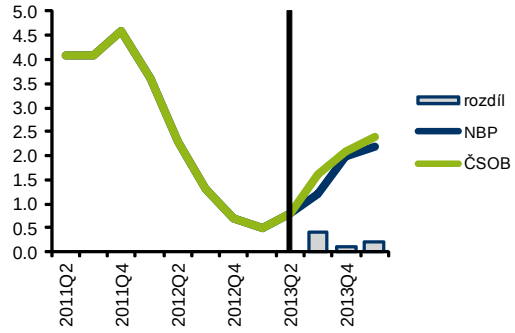


HU: Výhled na růst HDP (y/y, %)

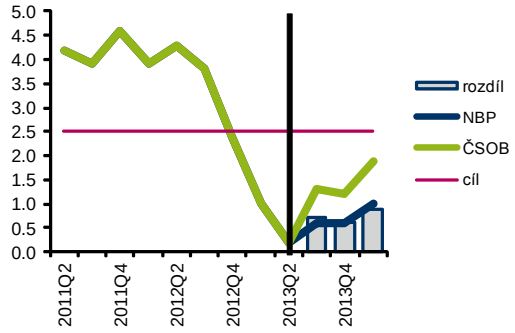


HU: Výhled na inflaci (y/y, %)

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.