



www.csob.cz

www.csob.cz/Analzy

22. listopadu 2013

## ● Česká republika

Bazuka ČNB vystavila koruně stopku

2

## ● Výhled na týden

Další redukce základní sazby na dohled

6

## MMF schvaluje zapojení ČNB do měnových válek

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	27.27	→	→
EUR/HUF	298.1	→	↘
EUR/PLN	4.20	→	↘
3M PRIBOR	0.38	→	→
3M BUBOR	3.35	↘	↘
3M WIBOR	2.65	→	→
10Y CZK	2.36	↗	↗
10Y PLN	4.46	↗	↗
10Y HUF	6.01	↗	↗
3M EURIBOR	0.22	→	↘
10Y EMU	1.76	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Rádi bychom už opustili téma ČNB-intervence-koruna. Bohužel tak nemůžeme učinit, neboť na tomto poli je stále až nečekaně živo. Včera to byl totiž nejprve člen bankovní rady, který pro někoho překvapivě připustil, že kurz EUR/CZK 28 není pro ČNB sci-fi. Prakticky v zápětí přispěchal Mezinárodní měnový fond s prohlášením, které fakticky posvěcuje jednání české centrální banky v tom smyslu, že jej považuje s ohledem na hrozící deflační tlaky za správné. Souhlas MMF s politikou ČNB je přitom důležitý, neboť fond je hlavní arbit v otázce posuzování toho, zda země rozdmýchává měnové války, resp. pokud se již do nich pustí, tak zdali je takové chování ospravedlnitelné.

Co k tomu dodat? Jestliže, ČNB nás velmi překvapila tím, že zrovna na listopadovém zasedání zahájila režim intervencí proti koruně, tak aktuální jednání je již zcela konzistentní s tím, co v současnosti dělají centrální banky ve vyspělých zemích. Jsme toho názoru, že jednorázové pětiprocentní znehodnocení koruny nic neřeší - a to ani z pohledu inflace, ani z pohledu růstu. To však neznamená, že ČNB od dnešní politiky upustí. Ve skutečnosti tomu může být přesně naopak. Tak jako Fed postupně nejprve zavedl politiku kvantitativního uvolňování - QE I., a když hrozilo, že jeho politika nezabere, tak přešel na QE II., až nakonec skončil u QE III., které nikdy neskončí, tak ČNB může dále a dále cíleně oslabovat korunu. Nezafunguje-li tedy oslabení kurzu koruny na EUR/CZK na 27, tak jej lze s klidem posunout na 28 či raději třeba na 30 korun za euro. Pak již opravdu nikdo nebude s centrální bankou polemizovat o tom, že její politika bude mít viditelné dopady.

Výše uvedený závěr má tedy praktické důsledky v tom, že nikde není psáno, že kurz koruny musí od zahájení intervencí sedět přilepený k úrovni EUR/CZK 27,0. Pokud česká data budou znovu negativně překvapovat (tak jako např. poslední číslo o HDP), tak vždy to bude možné vyhodnotit tak, že ČNB bude chtít dále otevřít měnový kohout a korunu v české verzi kvantitativního uvolňování oslabit. Konec konců přesně tak vyhodnocuje amerických trh s vládními dluhopisy přicházející informace od okamžiku, kdy Fed spustil politiku nákupu dluhopisů do své bilance financovanou tiskem nových dolarů.

## **Bazuka ČNB vystavila koruně stopku**

Jan Bureš, Jan Čermák

### ***Jak dlouho tu budou intervence ČNB?***

Z prognózy ČNB vyplývá, že režim intervencí proti koruně ČNB zavádí na dlouhou dobu – optikou prognózy do konce roku 2014. V tu chvíli prognóza předpokládá nárůst sazeb PRIBOR nad stávající tržní úroveň.

Guvernér Miroslav Singer ale již v tuto chvíli otevřeně hovoří o tom, že s opuštěním intervenčního režimu nepočítá dříve než v polovině roku 2015. Tedy ve chvíli, kdy bude mít ČNB vyšší jistotu, že inflace nezačne znovu padat a nebude tak muset intervenční režim znovu obnovovat.

Pro pozdější ukončení intervencí hovoří i náš ekonomický výhled. Nevěříme, že intervence budou mít takový dopad do růstu, zaměstnanosti a inflace. I proto se bojíme spíše toho, že se slabou korunou může česká ekonomika žít delší dobu než do konce roku 2014.

### ***Jaké budou efekty intervencí, nehrozí nakonec další oslabení cíle pro korunu?***

Efekty intervencí na českou ekonomiku budou podle našeho názoru nižší, než počítá ČNB (viz box). Je otázkou, zda v takovém případě zareaguje bankovní rada dalším oslabením intervenčního kurzu z úrovně 27,00 EUR/CZK.

Teoreticky vzato se na každém měsíčním zasedání bankovní rady bude znovu hlasovat o ponechání intervenčního režimu ve stávající podobě. Bankovní rada by tedy mohla s kurzem hýbat podle toho, jak se bude měnit její pohled na ekonomiku podobně, jako hýbala s úrokovými sazbami. Podle komentářů guvernéra Singera je ale záměr bankovní rady jiný. Úroveň 27,00 EUR/CZK byla zvolena tak, aby s ní nemuselo být hýbáno. Překvapení oproti listopadové prognóze by tedy muselo být výrazné, aby bankovní radu rozhoupalo k dalšímu oslabení intervenčního kurzu.

HDP za třetí kvartál překvapil ČNB negativně (-1,6 % y/y namísto -0,8 % y/y) a pokud, jak očekáváme, na začátku roku propadne inflace rychleji, než ČNB očekává, mohou na trhu vzrůst sázky na oslabení intervenčního kurzu. Pak se spotový kurz může po nějakou dobu pohybovat výrazněji nad intervenčním kurzem – podle našich odhadů až v okolí 27,40 EUR/CZK.

### ***Spekulace na exit zvýší volatilitu forwardového kurzu.***

I když s takovým scénářem nepočítáme, tak ho nelze vyloučit. ČNB se navíc zavázala intervenovat proti koruně, ale nebude na trhu přítomná na opačné straně. To znamená, že na spotovém trhu bude existovat asymetrické riziko ztrát koruny ve chvíli, kdyby se hospodářství vedlo hůře a hrozilo oslabení intervenčního kurzu.

HDP za třetí kvartál překvapil ČNB negativně (-1,6 % y/y namísto -0,8 % y/y) a pokud, jak očekáváme, na začátku roku propadne inflace rychleji, než ČNB očekává, mohou na trhu vzrůst sázky na oslabení intervenčního kurzu. Pak se spotový kurz může po nějakou dobu pohybovat výrazněji nad intervenčním kurzem – podle našich odhadů až v okolí 27,40 EUR/CZK.

I když nevylučujeme další ztráty koruny na začátku nového roku, spotový kurz by měl být obecně vzato velice málo volatilní. Poněkud jiný příběh ale můžeme vidět na kurzu forwardovém, který pravděpodobně po dobu intervencí bude možná volatilnější.

Při spuštění intervencí bylo vidět, že zahlcení trhu korunovou likviditou srazilo do záporu implicitní korunové úrokové sazby, neboť zahraniční držitelé korun je byli ochotni přijímat za uložení korun na krátkou dobu. V okamžiku masivních intervencí a tedy nákupů eur ze strany ČNB byl forwardový kurz koruny silnější než spotový, ačkoliv diferencíál mezi sazbami PRIBORu a EURIBORu by měl indikovat přesný opak. Tato anomálie (faktická odchylka od teorie nekryté úrokové parity) pravděpodobně brzy zcela vymizí. Situace se zcela vrátí k normálu v momentě, kdy český finanční sektor najde cesty jak absorbovat přebytečnou korunovou likviditu přicházející ze zahraničních bank, jež uzavírají s ČNB intervenční obchody.

***Exit z intervenčního režimu však nebude snadný.***

Nicméně k podobnému scénáři jaký nastal po zahájení intervencí, může dojít znovu. Stane se tak ve chvíli, kdy trh začne koketovat s opuštěním intervenčního režimu a bude sázet na skokové posílení koruny. V okamžiku, kdy ČNB bude znovu nucena bránit kurz 27,00 EUR/CZK silnými nákupy devizových rezerv, přičemž trh nemusí být zcela připraven na přísun dalších desítek či možná stovek miliard korun. V tu chvíli se opět může roztáhnout rozpětí mezi spotovým a forwardovým kurzem (viz graf). Příklad takové situace však neočekáváme dříve než v druhé polovině roku 2014, spíše na přelomu roku 2014/2015.

Při opuštění intervenčního režimu pak těžko centrální banka zabrání skokovému posílení koruny. Česká ekonomika velmi obtížně zcela absorbuje intervencemi oslabený nominální kurz koruny inflačním kanálem – skrze rychlejší růst domácích cen (posílení reálného kurzu). Navíc inflační diferenciály hrají úlohu v dlouhodobých modelech kurzu a v době exitu z intervenčního režimu nemusí vůbec nikoho na trzích zajímat.

Daleko větší pozornost může být věnována vylepšující se vnější rovnováze se zbytkem světa (zde slabý kurz určitou roli sehrát může). Současně ve chvíli exitu budou trhy žít sázkami na první zvýšení úrokových sazeb. Oba dva faktory budou jednoduše podporovat sázky na silnější českou měnu. A ČNB se těžko vyhne tlaku na posílení měny.

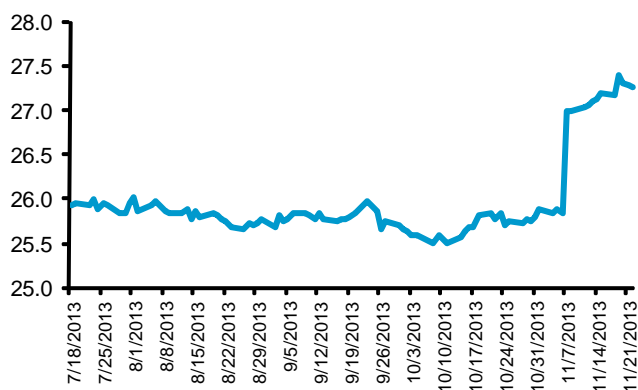
ČNB bude chtít tento tlak s nejvyšší pravděpodobností oslabit, a proto bude exit z režimu zřejmě oznamovat s určitým předstihem. Dá tím možnost řadě exportujících podniků před-zajistit své otevřené devizové pozice na delší dobu dopředu. Tím trochu tlak na skokové posílení oslabí, ale nebude mu schopna zcela zabránit, zejména pokud na posílení začnou spekulovat velké zahraniční investiční banky.

Situace může být pro ČNB o to více komplikovaná, pokud ECB bude hrát v příštích dvou letech na dostatečně holubičí notu a krátkodobé eurové sazby se budou držet díky její politice v těsné blízkosti nuly. V takovém případě bude pro ČNB opravdu velmi obtížné provést exit ze současné intervenční politiky, která fakticky bude avizovat, že by se české úrokové sazby měly konečně od nuly odlepit. To by samozřejmě korunu činilo ještě více atraktivní a jakýkoliv exit by se neobešel bez obrovských intervencí, které by skokovému posílení (např. na před-intervenční hodnoty) zabránily.

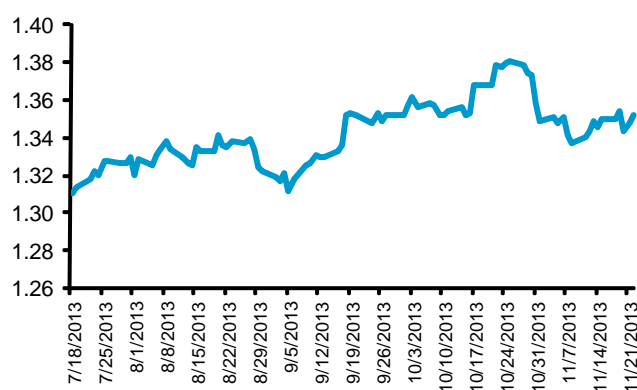
A nakonec o tom, že exit ze současné politiky intervencí nebude vůbec snadné vyhledat, dost hezky vypovídá zkušenost Izraele, který v letech 2008-2009 na pozadí režimu cílení inflace prováděl politiku pravidelných intervencí, jež měly za cíl zvýšit úroveň devizových rezerv (aby pokryly krátkodobý zahraniční dluh). Během šestnácti měsíců pravidelných intervencí akumulovala centrální banka Izraele devizové rezervy v průměrné výši 1,5 mld. USD za měsíc. V momentě, kdy se začalo spekulovat, že Bank of Israel svého cíle (pokud jde o intervence) dosáhla a tuto politiku může opustit, spekulace na posílení šekelu masivně vzrostly. Centrální banka pak za jediný měsíc (kdy chtěl provést exit) musela nakoupit devizové rezervy ve výši 5,7 mld. USD. - neboli téměř čtyřnásobek průměrného měsíčního objemu.

## Přehled trhů

**EURCZK**



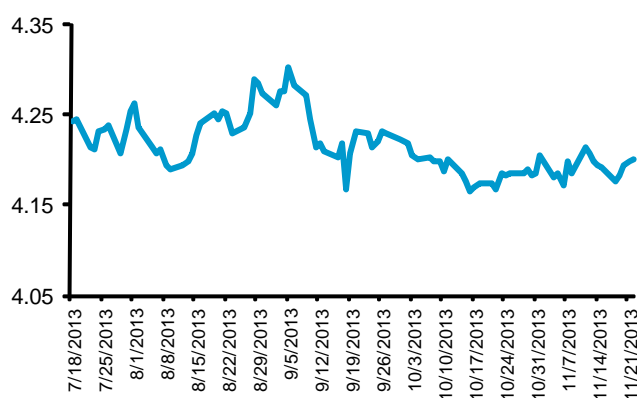
**EURUSD**



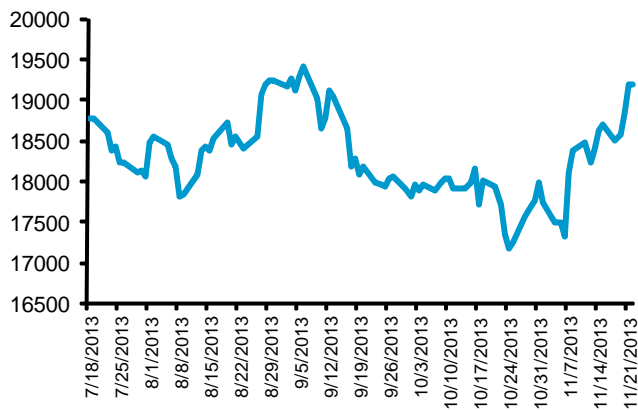
**USDCZK**



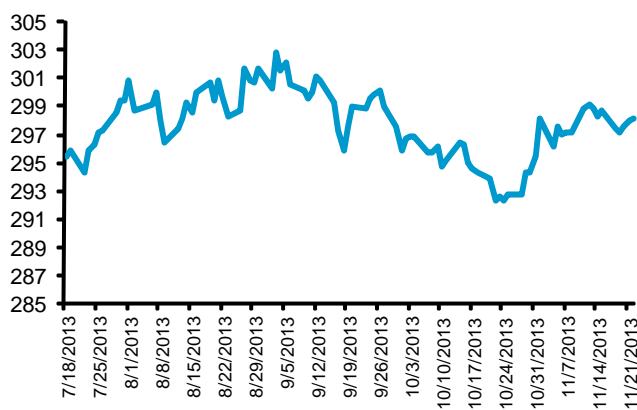
**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

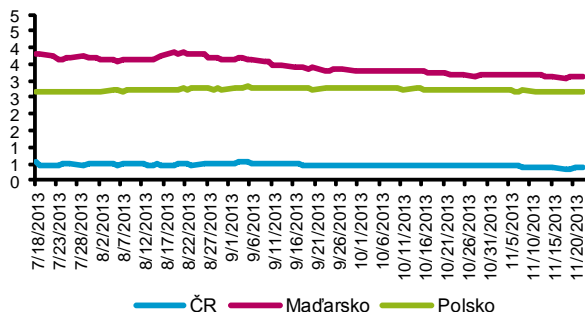


**EURHUF**

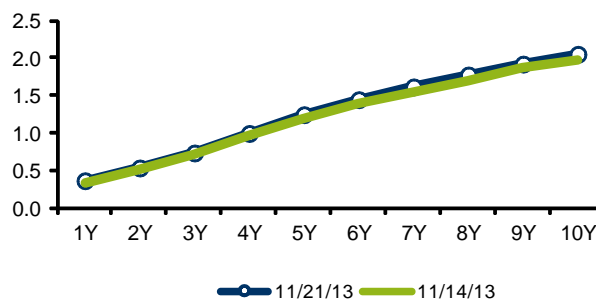


Zdroj: Thomson Reuters

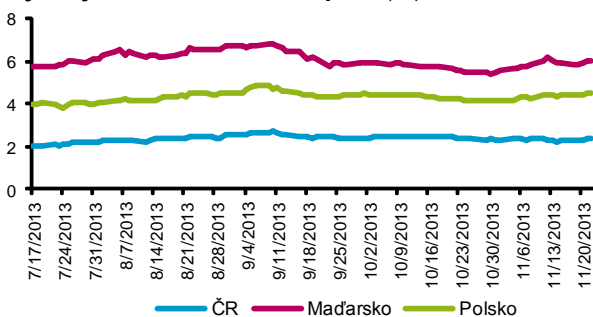
FRA 3x6 (%)



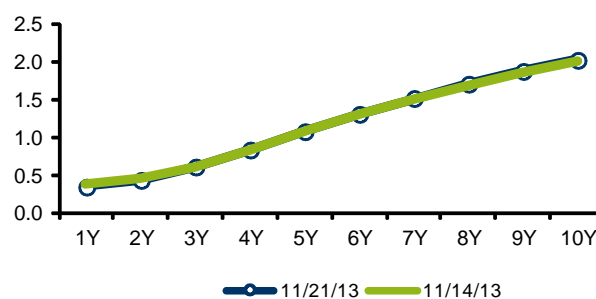
IRS CZK (%)



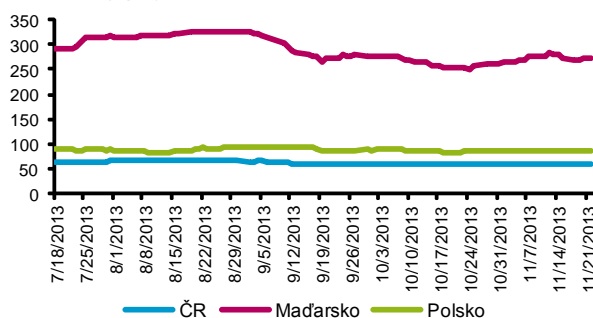
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



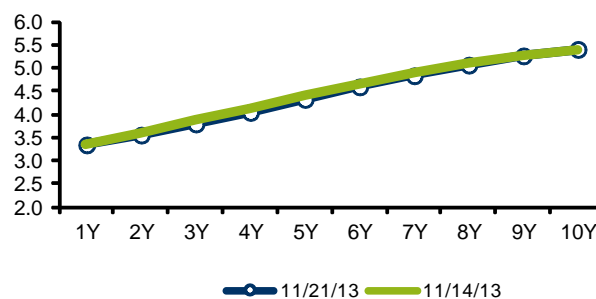
IRS EUR (%)



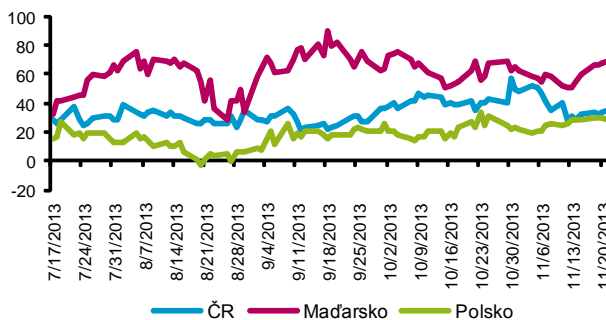
CDS 5Y (bps)



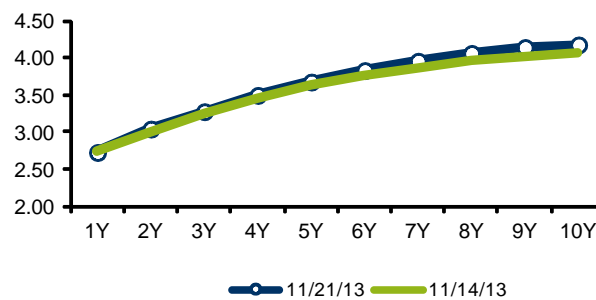
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

---

ÚT cca 14:00, HU Zasedání MNB

	<b>Náš odhad</b>	Poslední změna
základní sazba v %	<b>3,20</b>	10/2013
změna v b. bodech	<b>-20</b>	-20

### HU: Další redukce sazeb na dohled

Na úterním zasedání maďarské centrální banky dojde opět ke snížení úrokových sazeb o 20 bps na úroveň 3,20 %. Očekáváme relativně holubičí komentář v tom duchu, že opatrné snižování úrokových sazeb by mělo pokračovat díky velmi uvolněné měnové politice hlavních centrálních (Fedu a ECB).

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
USA	25.11.2013	0:00	2letá aukce	mld. USD	11/2013			32			
EMU	25.11.2013	1:15	Projev Coeurea na konferenci v Tokiu	ECB	11/2013						
Francie	25.11.2013	8:45	Index podnik. nálady INSEE		11/2013			97		98	
USA	25.11.2013	16:00	Kontrakty na prodej domů	%	10/2013			2		-5.6	1.1
USA	26.11.2013	0:00	5letá aukce	mld. USD	11/2013			35			
Polsko	26.11.2013	10:00	Míra nezaměstnanosti	%	10/2013			13		13	
Polsko	26.11.2013	10:00	Maloobchodní tržby	%	10/2013			4.8	4.3	-0.9	3.9
Maďarsko	26.11.2013	14:00	Zasedání MNB	%	11/2013	3.2		3.2		3.4	
USA	26.11.2013	14:30	Udělená stavební povolení		10/2013			935			
USA	26.11.2013	14:30	Zahájení staveb nových domů		10/2013			923			
USA	26.11.2013	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí	%	09/2013			12.97		12.82	
USA	26.11.2013	16:00	Spotřebitelská důvěra		11/2013			72.1		71.2	
USA	27.11.2013	0:00	7letá aukce	mld. USD	11/2013			29			
Německo	27.11.2013	8:00	Spotřebitelská důvěra GfK		12/2013			7		7	
Francie	27.11.2013	8:50	Index spotřebitelské důvěry		11/2013			85		85	
Maďarsko	27.11.2013	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	10/2013			9.8		9.8	
USA	27.11.2013	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	%	10/2013			-1.7		3.7	
USA	27.11.2013	14:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostřed.	%	10/2013			0.4		-0.1	
USA	27.11.2013	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	11/2013			330		323	
USA	27.11.2013	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	11/2013					2876	
USA	27.11.2013	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		11/2013 *F			73		72	
USA	27.11.2013	16:00	Index nákupních manažerů z Chicaga		11/2013			60.5		65.9	
USA	27.11.2013	16:00	Předstihové ukazatele		10/2013			0		0.7	
Německo	28.11.2013	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	11/2013			6.9		6.9	
EMU	28.11.2013	10:00	Peněžní zásoba M3	%	10/2013				1.7		2.1
EMU	28.11.2013	11:00	Index ekonomické důvěry		11/2013			98		97.8	
EMU	28.11.2013	11:00	Index spotřebitelské důvěry		11/2013 *F			-15.4		-15.4	
Německo	28.11.2013	14:00	Inflace	%	11/2013 *P			0.1	1.2	-0.2	1.2
Německo	28.11.2013	14:00	Harmonizovaná inflace	%	11/2013 *P			-0.1	1.3	-0.3	1.2
Německo	29.11.2013	8:00	Maloobchodní tržby	%	10/2013			0.4	1.3	-0.4	0.2
Francie	29.11.2013	8:50	Výrobní ceny	%	10/2013					0.3	-0.8
Maďarsko	29.11.2013	9:00	Výrobní ceny	%	10/2013				1.6	0	1.6
Polsko	29.11.2013	10:00	HDP	%	3Q/2013 *F					0.6	1.9
ČR	29.11.2013	11:00	Peněžní zásoba M2	%	10/2013						5.1
EMU	29.11.2013	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	10/2013			12.2		12.2	
EMU	29.11.2013	11:00	Inflace	%	11/2013 *P				0.8		0.7
EMU	29.11.2013	11:00	Jádrová inflace	%	11/2013 *A				0.9		

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	3.40	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	0.38	0.50	0.47	0.44	0.42	0.43
Maďarsko	BUBOR 3M	3.35	5.75	4.90	4.20	3.56	3.50
Polsko	WIBOR 3M	2.65	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	5.35	5.49	5.41	5.84	5.17	5.90
Polsko	PL10Y	4.18	3.60	3.61	4.14	4.24	3.95

### Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	EUR/CZK	27.3	25.09	25.74	25.99	25.68	27.10
Maďarsko	EUR/HUF	298	291	304	295	297	300
Polsko	EUR/PLN	4.20	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	-1.6	-0.8
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	1.0	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

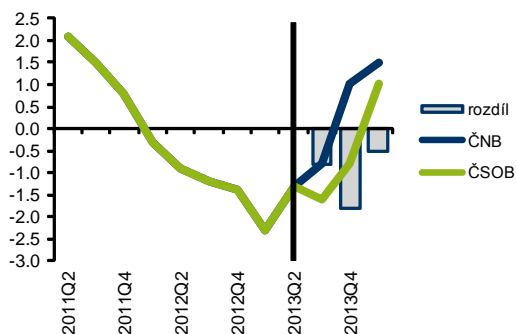
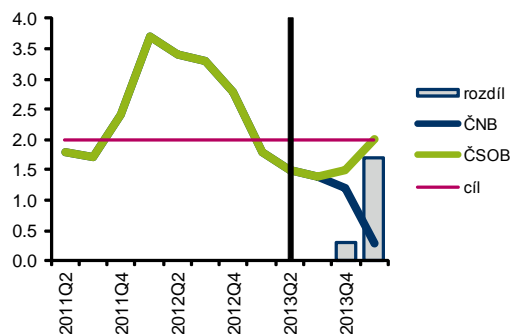
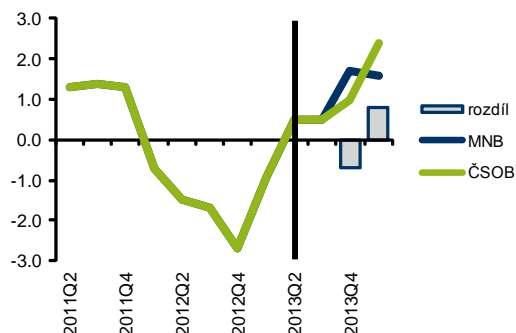
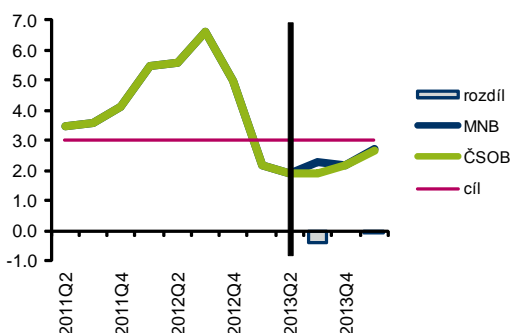
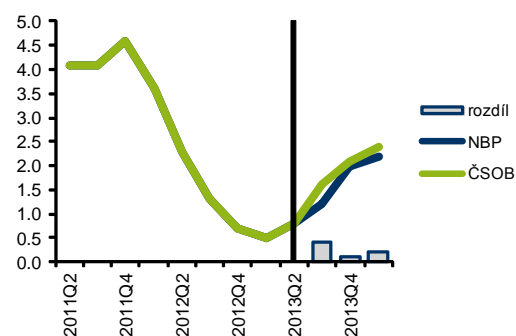
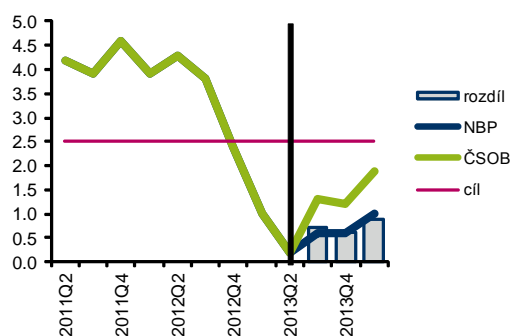
### Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	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 jejich 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.