



## ● Česká republika

ČNB spokojena s kurzem EUR/CZK. Bude to tak i po ECB?

2

## Střední Evropa čeká na verdikt ECB

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	27.45	↘	→
EUR/HUF	308.9	↘	→
EUR/PLN	4.18	↘	→
3M PRIBOR	0.37	↘	→
3M BUBOR	2.68	↘	→
3M WIBOR	2.71	↘	→
10Y CZK	2.21	→	↗
10Y PLN	4.19	→	↗
10Y HUF	5.68	→	↗
3M EURIBOR	0.31	↘	↘
10Y EMU	1.53	→	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Evropská centrální banka znovu trhy před svým zasedáním napíná. Po holubičích komentářích jinak jestřábích guvernérů německé Bundesbanky a finské centrální banky je opět ve hře další uvolnění měnových kohoutů. Nejpravděpodobnější z variant na stole jsou v tuto chvíli záporné depozitní sazby. Co by znamenaly pro střeoevropské trhy?

Regionální měny by pravděpodobně pokles eurových sazeb ocenily. Vyvolal by tradiční hon za vyšším výnosem, ze kterého by profitoval především výše-úročný zlotý a forint. Pravděpodobně by se ale na vlně optimismu svezla i česká koruna. Je třeba si ovšem uvědomit, že prostor pro takto laděné zisky je omezený. Zlotý a forint v posledním týdnu již poměrně slušně posilovaly - forint až o 2 %. Část těchto zisků byla nastartovaná právě holubičimi výroky ECB. Navíc pokud by forint dál posiloval, otevřel by se maďarské centrální bance prostor pro další uvolnění měnové politiky, které by ambice forintu zchladilo. V menší míře to samé platí o polském zlotém. Jeho zisky asi v této fázi hospodářského cyklu těžko povedou ke snížení polských sazeb. Mohou ale prodloužit slovní závazek NBP držet sazby na rekordně nízkých úrovních. Koruna má pak samozřejmě od ČNB vystavenou stopku na 27,00 EUR/CZK. Pokud by ČNB byla po delší době nucena tuto bariéru bránit, měly by nově natištěné peníze tlačit dolů i korunové sazby.

Sečteno, podtrženo, efekt nižších evropských sazeb by se nejprve projevil v tlaku na silnější měny, ale později i v tlaku na pokles domácích sazeb.

## ČNB spokojena s kurzem EUR/CZK. Bude to tak i po ECB?

Jan Čermák

**Měnová politika ČNB stále  
beze změn minimálně do  
počátku roku 2015.**

Bankovní rada ČNB se podle očekávání rozhodla ponechat měnovou politiku beze změny. Hlavní úroková sazba, za kterou banky ukládají svoji likviditu u centrální banky, tak i nadále zůstává na téměř nulové úrovni (0,05 %) a v platnosti zůstává i závazek udržovat korunu poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Tuto úroveň ČNB považuje za „vhodně zvolenou a předpokládá udržování kurzu poblíž této hladiny přinejmenším do začátku roku 2015“.

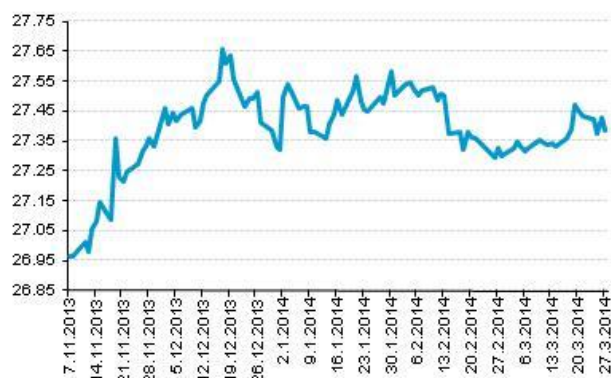
Tolik suchý komentář k včerejšímu zasedání bankovní rady a následné tiskové konferenci, která opravdu nic převratného nepřinesla, tudíž jak český trh s pevně úročenými instrumenty, tak koruna neměly důvod k výraznějším reakcím.

**Eventuální pokles sazeb ECB  
by korunu mohl vrátit do  
blízkosti 27,00 EUR/CZK.**

V případě koruny se tedy situace zdá být minimálně na rok dopředu nalajnovaná centrální bankou, která pacifikovala trh v tom smyslu, že z trhu zcela zmizely velké londýnské banky spekulující (dříve) na pohyb české měny. Likvidita na českém devizovém trhu poměrně výrazně poklesla a kurz v podstatě tvoří jen subjekty, jež obchodují/zajišťují své reálné toky (výnosy z exportu či dividendy). Rovnovážný kurz se vzhledem k silné pozici ČNB ustálil několik desítek haléřů nad úrovní EURCZK 27. Jde však s ohledem na velmi nízkou likviditu o rovnováhu křehkou, jež může snadno narušit i relativně nízký objem korun či eur poslaných na trh. Ten by se přitom mohl dostavit v okamžiku, kdy například několik úspěšných vývozců najednou usoudí, že je třeba zbavit se většího objemu eur, anebo kdy se některá z londýnských bank rozhodne, že přišel čas si zaspekulovat s korunou.

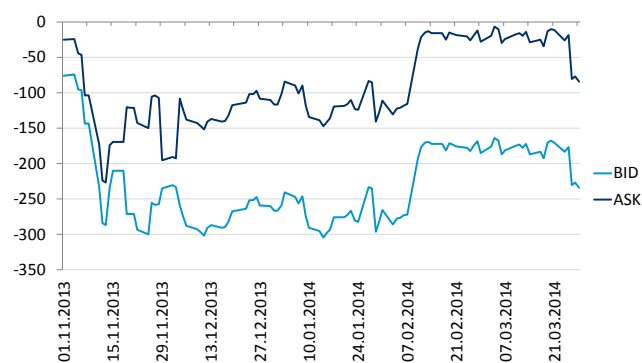
Takovým podnětem by pak mohlo být například zavedení negativní oficiální depozitní sazby ECB (během čtvrtěčního zasedání). To by mohlo vybudit některé banky k tomu přesouvat část eurové likvidity raději do korun, přičemž okamžitým efektem by mohlo být zpevnění koruny a její přiblížení k ČNB sledované hranici EUR/CZK 27,0.

EUR/CZK



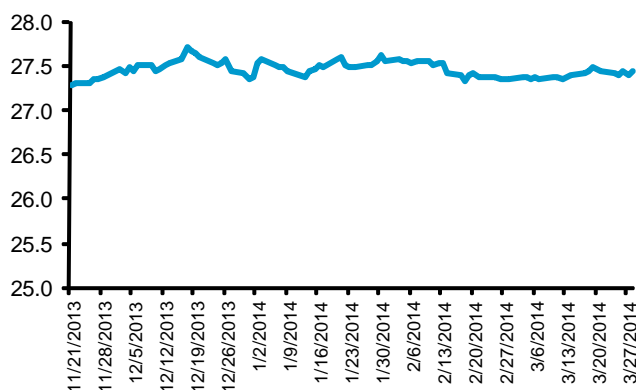
EUR/CZK

forwardové body, 2 roky

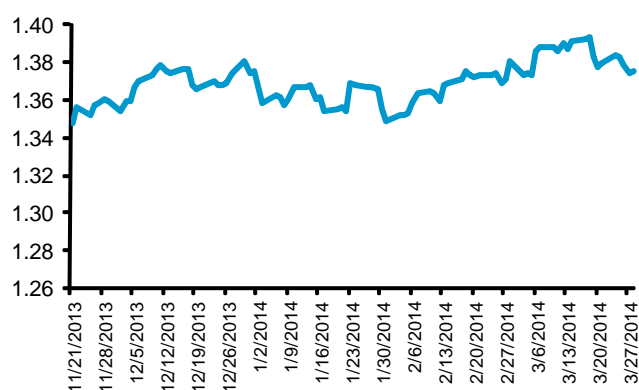


## Přehled trhů

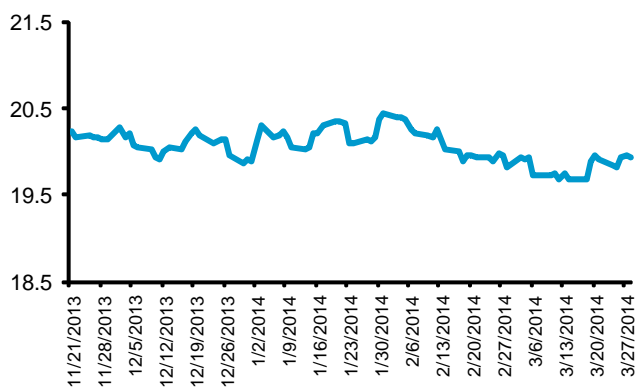
**EURCZK**



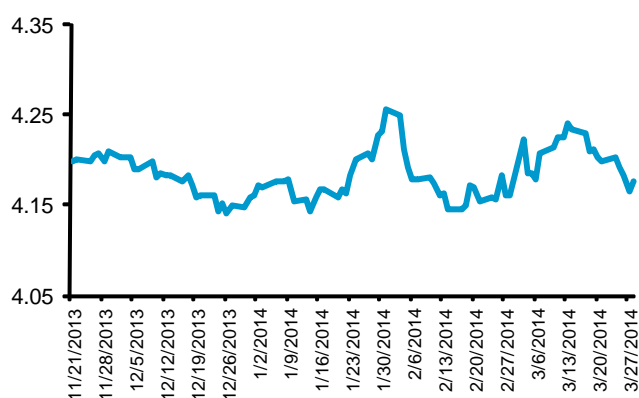
**EURUSD**



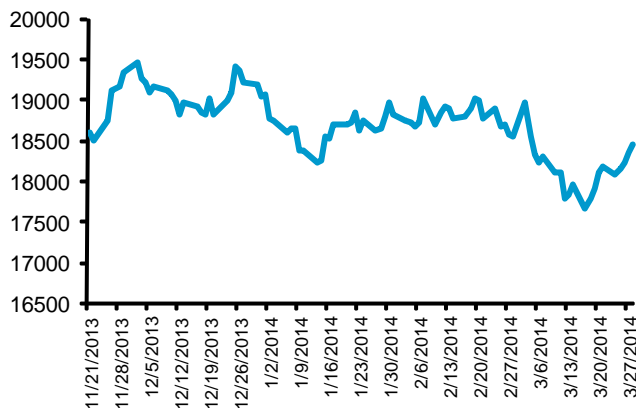
**USDCZK**



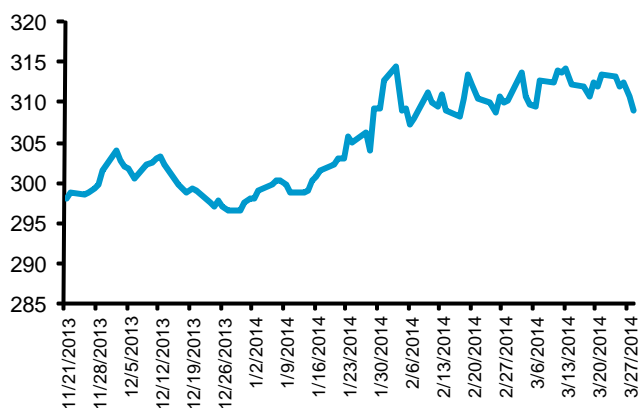
**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

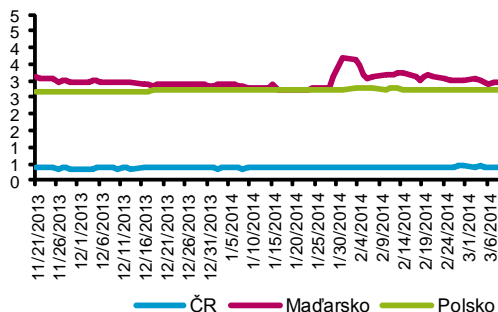


**EURHUF**

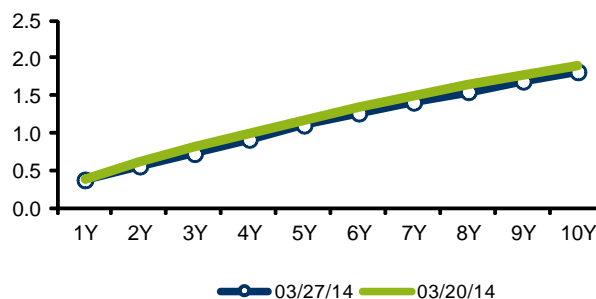


Zdroj: Thomson Reuters

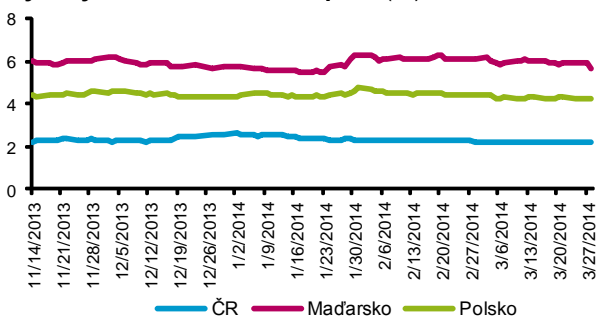
FRA 3x6 (%)



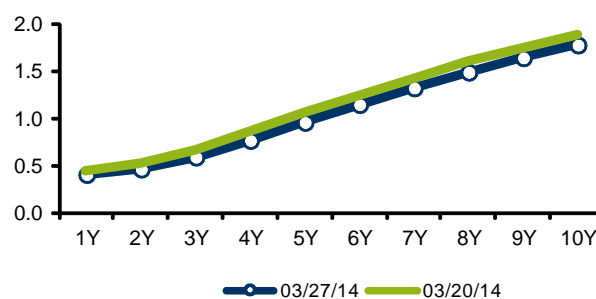
IRS CZK (%)



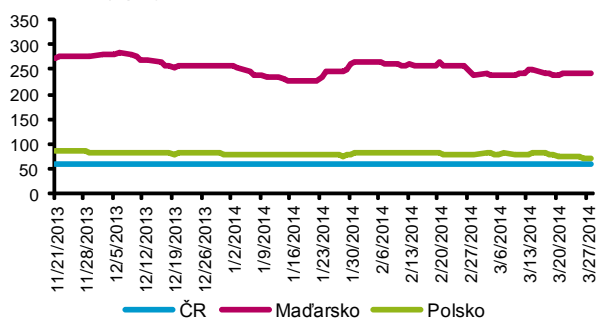
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



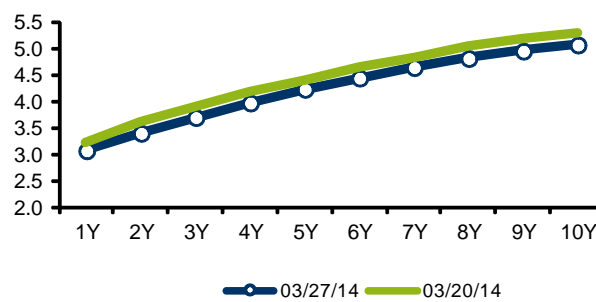
IRS EUR (%)



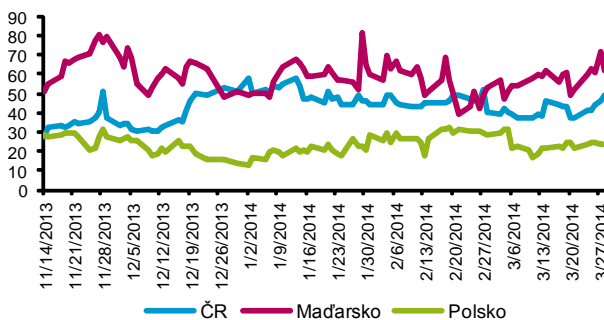
CDS 5Y (bps)



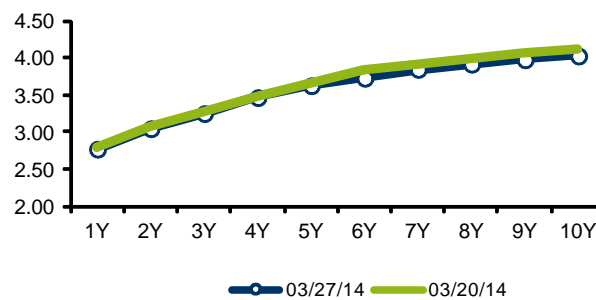
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	31.03.2014	8:00	Maloobchodní tržby	%	02/2014			-0.5	0.8	2.5	0.9
Maďarsko	31.03.2014	8:30	Běžný účet	mld. HUF	4Q/2013			452		1064	
Francie	31.03.2014	8:45	HDP	%	4Q/2013 *F			0.3	0.8	0.3	0.8
Maďarsko	31.03.2014	9:00	Výrobní ceny	%	02/2014				0.9	0.7	-0.1
ČR	31.03.2014	10:00	Peněžní zásoba M2	%	02/2014						4.5
EMU	31.03.2014	11:00	Inflace	%	03/2014 *P				0.6		
EMU	31.03.2014	11:00	Jádrová inflace	%	03/2014 *P				0.8		1
Polsko	31.03.2014	14:00	Běžný účet	mil. EUR	4Q/2013						-2072
USA	31.03.2014	15:45	Index nákupních manažerů z Chicaga		03/2014			58.5		59.8	
USA	31.03.2014	15:55	Projev Yellenové na konferenci v Chicagu	Fed	03/2014						
EMU	01.04.2014	0:00	Setkání ministrů financí EU a centrálních bankéřů v	ECB	04/2014						
Polsko	01.04.2014	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		03/2014						55.9
ČR	01.04.2014	9:00	HDP	%	4Q/2013 *F					1.9	1.3
Maďarsko	01.04.2014	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		03/2014						54.3
ČR	01.04.2014	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		03/2014						56.5
Francie	01.04.2014	9:50	Index nákupních manažerů v průmyslu		03/2014 *F			51.9		51.9	
Německo	01.04.2014	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	03/2014			6.8		6.8	
Německo	01.04.2014	9:55	Index nákupních manažerů v průmyslu		03/2014 *F			53.8		53.8	
EMU	01.04.2014	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		03/2014 *F			53		53	
EMU	01.04.2014	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	02/2014			12		12	
ČR	01.04.2014	14:00	Rozpočtové saldo	mld. CZK	03/2014						50.1
USA	01.04.2014	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		03/2014	53.1		54		53.2	
USA	01.04.2014	16:00	Cenový subindex ISM		03/2014			59		60	
USA	01.04.2014	23:00	Celkový prodej automobilů	mil. USD	03/2014			15.8		15.27	
USA	01.04.2014	23:00	Prodej domácích automobilů	mil. USD	03/2014			12.2		11.98	
EMU	02.04.2014	0:00	Setkání ministrů financí EU a centrálních bankéřů v	ECB	04/2014						
Maďarsko	02.04.2014	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	01/2014 *F						461.4
EMU	02.04.2014	11:00	Výrobní ceny	%	02/2014			-0.1	-1.7	-0.3	-1.4
USA	02.04.2014	14:15	ADP report z trhu práce	tis.,nsa	03/2014			190		139	
USA	02.04.2014	16:00	Tovární zakázky	%	02/2014			0.8		-0.7	
Maďarsko	03.04.2014	9:00	Maloobchodní tržby	%	02/2014						3.9
EMU	03.04.2014	10:00	Index nákupních manažerů v službách		03/2014 *F			52.4		52.4	
EMU	03.04.2014	11:00	Maloobchodní tržby	%	02/2014			-0.6		1.6	1.3
EMU	03.04.2014	13:45	Zasedání ECB	%	04/2014			0.25		0.25	
EMU	03.04.2014	14:30	Projev Draghiho na měsíční tiskové konferenci	ECB	04/2014						
USA	03.04.2014	14:30	Obchodní bilance	mld. USD	02/2014			-38.5		-39.1	
USA	03.04.2014	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	03/2014					311	
USA	03.04.2014	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	03/2014					2823	
USA	03.04.2014	15:45	Index nákupních manažerů v službách ISM		03/2014			53.5		51.6	
ČR	04.04.2014	9:00	Maloobchodní tržby	%	02/2014						6.4
Německo	04.04.2014	12:00	Tovární zakázky	%	02/2014			0.4	6.7	1.2	8.4
USA	04.04.2014	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis.,nsa	03/2014	174		190		175	
USA	04.04.2014	14:30	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis.,nsa	03/2014	175		191		162	
USA	04.04.2014	14:30	Míra nezaměstnanosti	%	03/2014			6.6		6.7	
USA	04.04.2014	14:30	Průměrná hodinová mzda	%	03/2014			0.2		0.4	2.2

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

## Náš výhled

### Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná						poslední změna	
		hodnota	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3		
Česko	2T repo	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	-20 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depo	2.60	3.60	3.00	2.60	2.50	2.50	-15 bps	3/25/2014
Polsko	2T inter. sazba	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	-25 bps	7/3/2013

### Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
Česko	PRIBOR 3M	0.37	0.42	0.38	0.37	0.36	0.36
Maďarsko	BUBOR 3M	2.68	3.56	2.99	2.70	2.50	2.50
Polsko	WIBOR 3M	2.71	2.67	2.71	2.75	2.75	2.75

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

		současná					
		hodnota	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
Česko	CZ10Y	1.80	2.06	2.09	1.90	2.10	2.30
Maďarsko	HU10Y	4.98	5.17	5.25	5.40	5.00	5.30
Polsko	PL10Y	3.99	4.24	4.25	4.10	4.10	4.45

### Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
Česko	EUR/CZK	27.4	25.68	27.35	27.40	27.20	27.20
Maďarsko	EUR/HUF	309	297	297	300	300	300
Polsko	EUR/PLN	4.18	4.22	4.16	4.20	4.10	4.00

### HDP

	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
Česko	-2.2	-1.6	-1.0	1.3	1.3	1.8	2.1
Maďarsko	-0.9	0.5	1.8	2.7	2.2	2.3	2.3
Polsko	0.5	0.8	1.9	2.7	3.3	3.5	3.5

### Inflace

	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
Česko	1.7	1.6	1.0	1.4	0.3	0.6	1.2
Maďarsko	2.2	1.9	1.4	0.4	0.5	0.6	0.7
Polsko	1.0	0.2	1.0	0.7	0.9	1.4	1.0

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

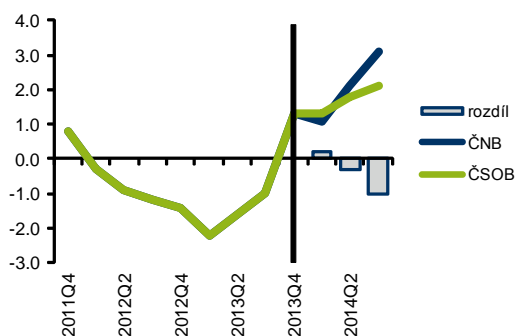
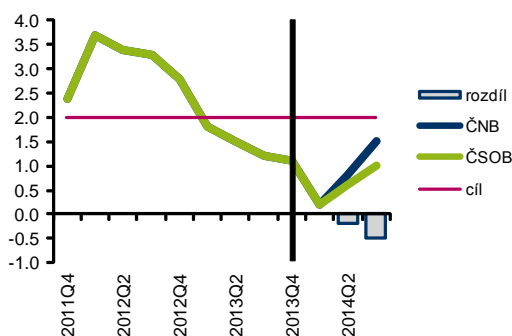
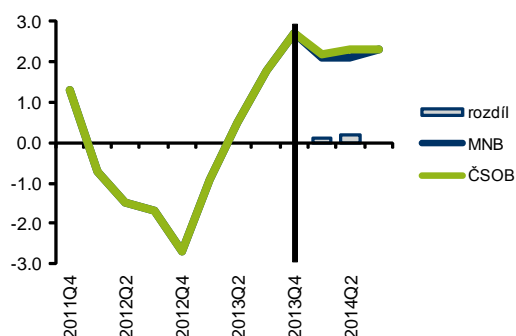
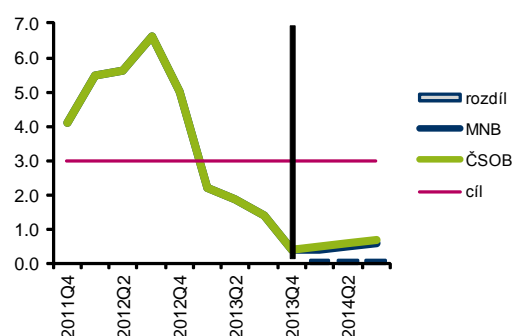
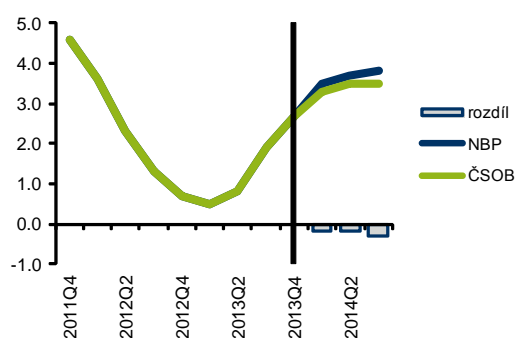
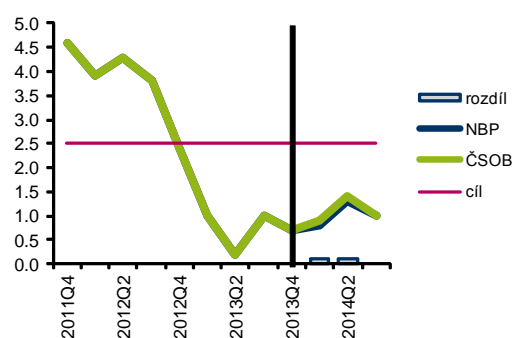
	2013	2014
Česko	-1.1	-1.2
Maďarsko	2.0	2.2
Polsko	-1.6	-1.6

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

	2013	2014
Česko	-2.5	-2.7
Maďarsko	-2.7	-3.0
Polsko	-4.4	4.5

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.