



www.csob.cz

www.csob.cz/Analzy

27. června 2014

● Česká republika

ČNB odkládá exit z kurzového režimu

2

● Výhled na týden

NBP sazby nesníží, ale může pohyb naznačit

5

Aféra s odposlechy je pryč, NBP zůstává středem pozornosti

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	27,47	→	→
EUR/HUF	308,7	↗	↘
EUR/PLN	4,15	↗	↘
3M PRIBOR	0,35	→	→
3M BUBOR	2,35	→	↘
3M WIBOR	2,68	→	↘
10Y CZK	1,46	↗	↗
10Y PLN	3,42	↗	↗
10Y HUF	4,31	↗	↗
3M EURIBOR	0,21	→	→
10Y EMU	1,25	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Zřejmě nejzajímavější bylo v uplynulém týdnu dění v Polsku, které i nadále žilo hlavně aférou nahrávek rozhovorů předních politiků a jiných vrcholných představitelů země. Poslední zveřejněné nahrávky se sice ekonomických témat přímo netýkaly (šlo vesměs o rozhovory ministra zahraničí Sikorského), ale i tak měly evidentní dopad na trhy. Rostoucí tlak médií dokonce donutil premiéra Tuska požádat poslance Sejmu o vyslovení důvěry vládě. Překvapení se však nekonalo a vláda důvěru poslanců dostala, což znamená, že bezprostřední ohrožení politické stability v zemi pravděpodobně pominulo. Trhy se tak v následujících týdnech až měsících opět soustředí zejména na to, zda se centrální banka rozhoupe ke snížení oficiálních úrokových sazeb.

Tlak na to, aby centrální banka aplikovala ještě uvolněnější měnovou politiku, však v regionu nevzrůstá jen v Polsku. V uplynulém týdnu to totiž byla ČNB, která vyslala námi očekávaný signál - exit ze současného kurzově-měnového režimu se z původně zamýšleného termínu (začátek roku 2015) odsouvá. Kurz koruny k euru (nad úroveň 27,0) a samozřejmě úrokové sazby zůstanou minimálně do začátku druhého čtvrtletí tam, kde jsou. Guvernér Singer přitom připustil, že především s ohledem na zahraniční protiinflační tlaky může být prodloužen kurzově-měnový status quo za horizont výše uvedeného termínu. Z hlediska upřesnění načasování "exitu" pak bude zcela jistě důležité příští zasedání bankovní rady (31. srpna). Na něm se bude řešit nová prognóza a bankovní rada se bude muset k posunutí termínu vystoupení z kurzového režimu nějak postavit. S ohledem na stále mizivé inflační tlaky v eurozóně, které zřejmě hned tak nezlomí ani poslední akce ECB, hrozí posunutí exitu z intervenčního režimu o několik kvartálů. Teď jde o to o kolik - my stále držíme načasování exitu na léto 2015, ale makroekonomická (inflační) realita zvyšuje pravděpodobnost, že to bude později.

ČNB odkládá exit z kurzového režimu

Petr Dufek

Bankovní rada se opět vymezila vůči prognóze.

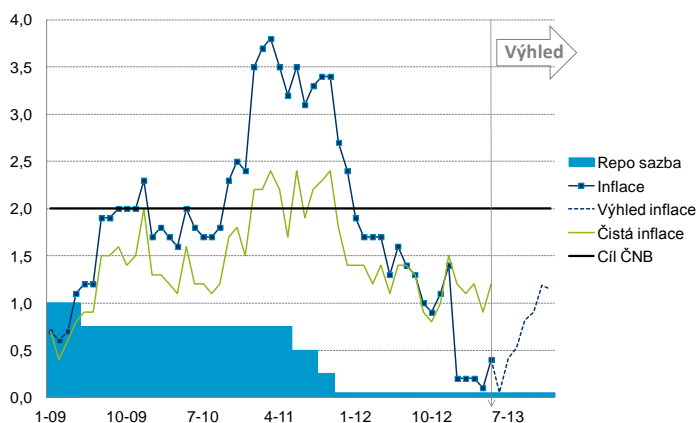
Podle očekávání dala bankovní rada na vědomí, že odchod ze současného kurzového režimu nastane později, než dosud naznačovala stále ještě aktuální prognóza. Podle prohlášení z červnového zasedání rady vyplývá, že ČNB „... neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém čtvrtletí 2015, a nevyloučila ani další posunutí ukončení tohoto režimu“ (viz Prohlášení bankovní rady na tiskové konferenci po skončení měnového zasedání). Nejde o žádnou šokující změnu, protože dříve platné první čtvrtletí se pro exit z kurzového režimu stejně zdálo jako velmi předčasné. Navíc měl být exit – alespoň podle prognózy – doprovázený výrazným růstem tržních úrokových sazeb. Obojí se zdálo jako nepravděpodobné.

Vedení ČNB i tentokrát zhodnotilo rizika platné inflační prognózy jako mírně protiinflační. Inlace totiž stále zaostává za projektovanou úrovní, a to především v důsledku pomalejšího zdražování potravin a nakonec i díky příznivějšímu vývoji spotřebitelských cen v zahraničí. Navíc to bude inflace mít obtížnější i s návratem k cílované úrovni. V důsledku plánovaných změn v regulovaných a administrativně stanovovaných cenách bude inflace tihnout k dvouprocentní úrovni mnohem pomaleji. Brzdit ji navíc bude podle našeho názoru i další pokles cen energií, který je pravděpodobný už na začátku příštího roku. Tento výhled navíc podporují i slabší inflační tlaky v zahraničí. Ani pomalejší růst inflace však zatím centrální banku nevede k tomu, že by zcela vážně uvažovala o dalším oslabení koruny. K tomu, aby se tak stalo, by bylo třeba shledat „podstatně závažnější posílení protiinflačních rizik“. Proto ani my zatím nepovažujeme možnost posunutí intervenční hranice ze současných 27 CZK/EUR za příliš reálné. Zatímco se inflace stále nemůže vyhoupnout směrem k prognóze a už vůbec ne k cíli, reálná ekonomika se vyvíjí spíše v souladu s očekáváním centrální banky. A nejen to, v některých oblastech má dokonce šanci očekávání ČNB překonat.

Exit později a ještě později.

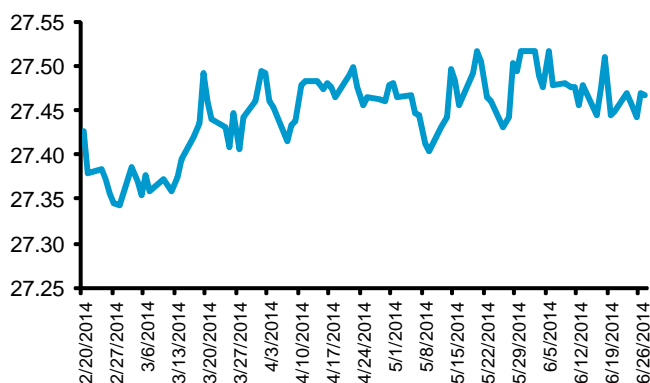
Prozatím sice ČNB odsunuje opuštění stávajícího kurzového režimu na druhé čtvrtletí příštího roku (nejdříve), avšak my stále považujeme za pravděpodobnější až druhou polovinu roku. Navíc centrální banka nepředpokládá, že by uvolnění koruny mělo znamenat její posílení zpět na před-intervenční úroveň, protože si už ekonomika na slabou korunu „zvykne“. Je to hodně silný názor, který ovšem nakonec budou muset stejně podpořit devizové intervence. Nicméně jestliže ČNB v jednu chvíli nechá korunu opět svému osudu, na sazby bude moci sáhnout ještě mnohem později. Tyto dva kroky spolu neladí, a tak první zvýšení sazeb přijde na řadu možná až v roce 2016.

CZ: Inlace vs. hlavní sazba ČNB

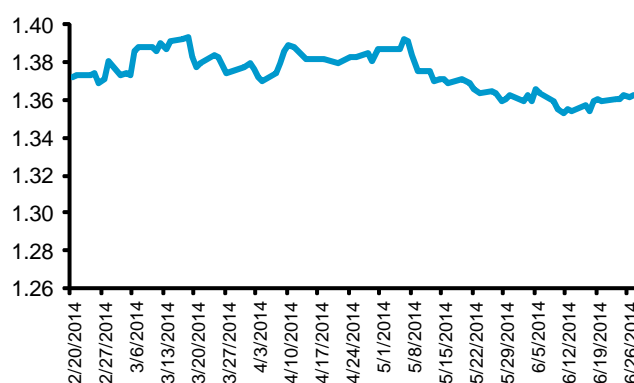


Přehled trhů

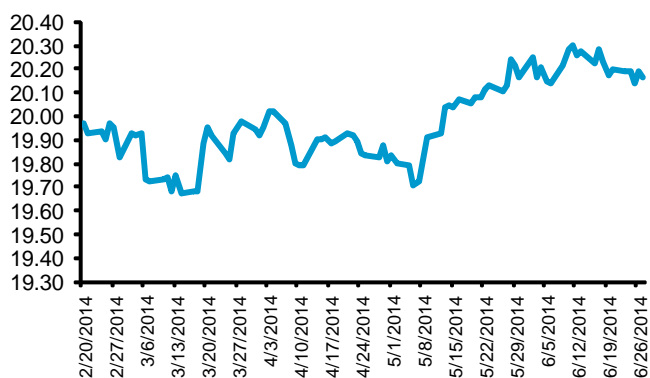
EURCZK



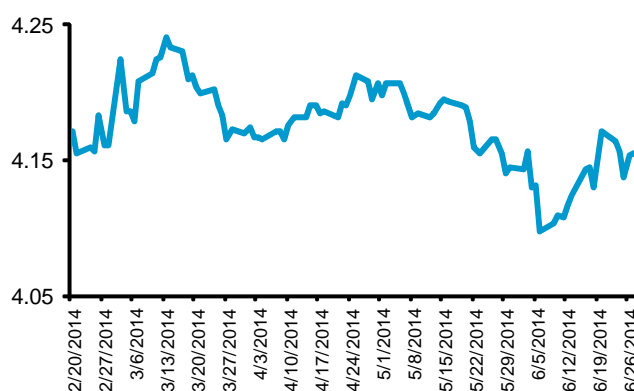
EURUSD



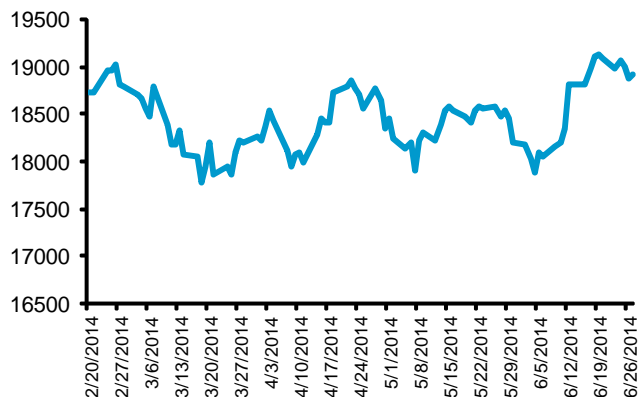
USDCZK



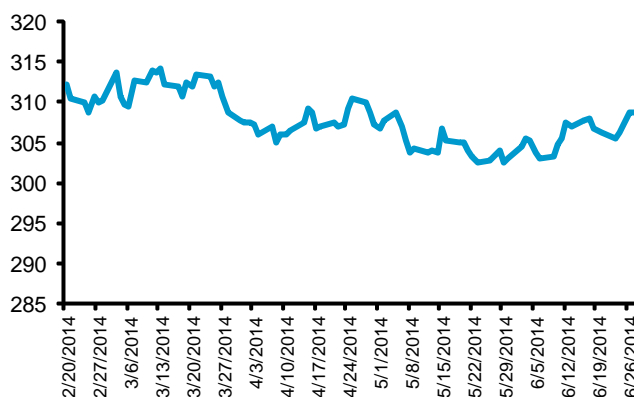
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

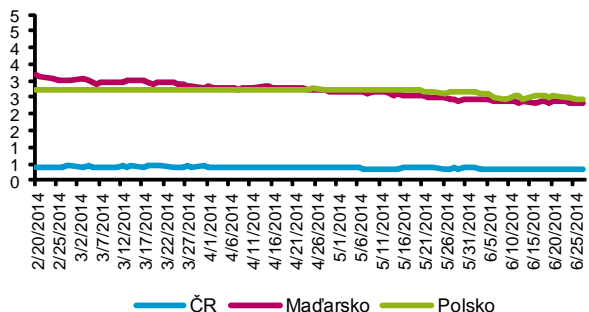


EURHUF

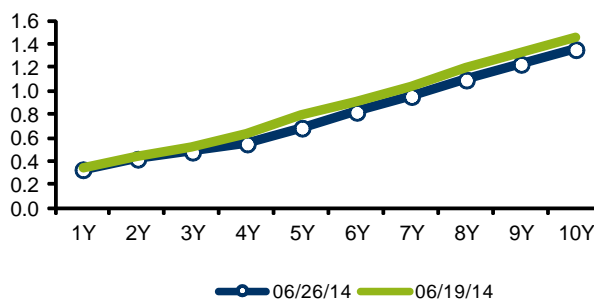


Zdroj: Thomson Reuters

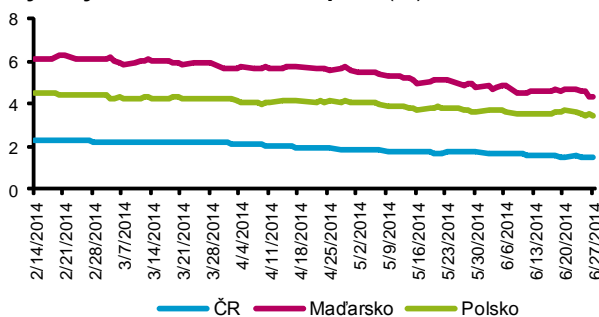
FRA 3x6 (%)



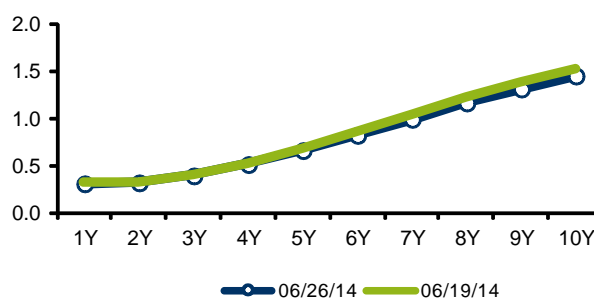
IRS CZK (%)



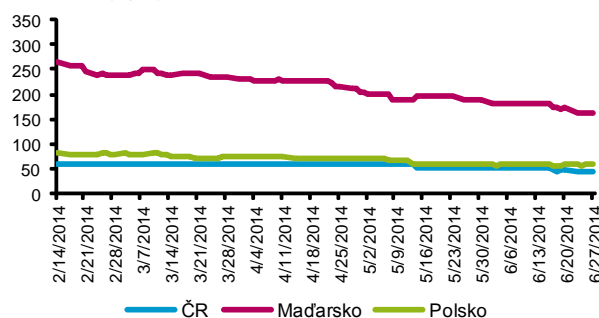
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



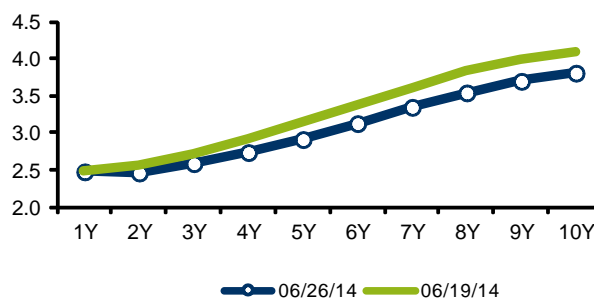
IRS EUR (%)



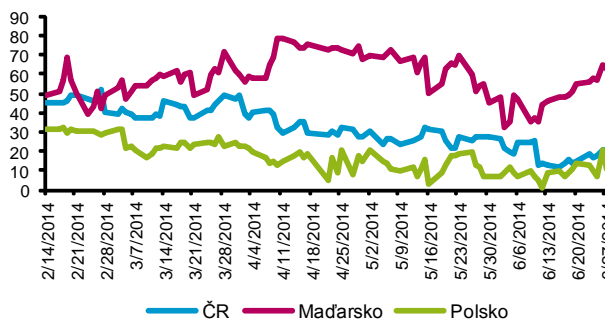
CDS 5Y (bps)



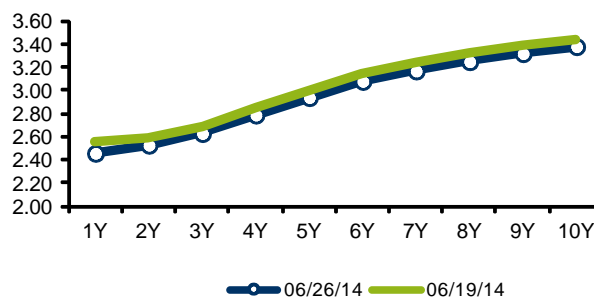
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ST 14:00, PL Zasedání NBP

	Náš odhad	Poslední změna
hlavní sazba v %	2,50	7/2013
změna v b. bodech	0	-25

PL: NBP sazby nesníží

I přesto, že květnové makroekonomické statistiky (maloobchod, průmysl) zveřejněné v minulých dvou týdnech zůstaly za očekáváním a míra inflace v Polsku přes léto asi poklesne pod nulu, tak by NBP na zasedání na začátku července měla ponechat úrokové sazby beze změny. Oproti minulým měsícům bude červencové zasedání zajímavější, neboť banka bude mít k dispozici novou prognózu, ve které bude muset výrazně přehodnotit svůj odhad inflace směrem dolů. Otázkou zůstává výhled banky na hospodářský růst ve druhém čtvrtletí, zejména ve světle posledních statistik. Nicméně stále se domníváme, že šance na snížení sazeb v červenci je malá a pravděpodobnější je případný zásah banky na zasedání v září, kdy budou k dispozici data o HDP za druhý kvartál. Více o možném snížení sazeb na podzim, které stále vnímáme jako spíše nepravděpodobné, naznačí nová prognóza, doprovodné komentáře z NBP a makroekonomická čísla, která budou zveřejněna přes léto.

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

	V.14	IV.14	V.13
Tržby	2,0	6,0	1,5
kumul. od ledna	5,5	6,5	-0,8

CZ: Zpomalení prodeje aut sráží tržby

Doposud české maloobchodní tržby táhly vzhůru především prodeje nových automobilů. Tento trend by se však měl pomalu měnit, jak už ostatně naznačují registrace nových vozů na tuzemském trhu. Dvouciferné nárůsty prodeje aut by se tak mohly stát pomalu minulostí, a tak hlavním hybatelem se opět stanou obchody mimo motoristický segment. Navíc květen měl i o jeden pracovní den méně, což se nepochybně projevilo i v celkovém výsledku v řádu zhruba jednoho procentního bodu. Po odeznění automobilové vlny (částečně ovlivněné i reexportem vozů prostřednictvím autosalonů) se signály maloobchodu tak mohou více přiblížit realitě českého spotřebitele.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí		
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y	
Německo	30.06.2014	8:00	Maloobchodní tržby	%	05/2014			0,8	1	-0,9	3,4	
Maďarsko	30.06.2014	9:00	Výrobní ceny	%	05/2014					-0,7	-0,8	-1,5
EMU	30.06.2014	10:00	Peněžní zásoba M3	%	05/2014					0,8		0,8
ČR	30.06.2014	10:00	Peněžní zásoba M2	%	05/2014							4,8
EMU	30.06.2014	11:00	Inflace	%	06/2014 *P					0,6		0,5
EMU	30.06.2014	11:00	Jádrová inflace	%	06/2014 *P					0,7		0,7
Polsko	30.06.2014	14:00	Běžný účet	mil. EUR	1Q/2014			-771				-1071
USA	30.06.2014	15:45	Index nákupních manažerů z Chicaga		06/2014			63				65,5
USA	30.06.2014	16:00	Kontrakty na prodej domů	%	05/2014			1,3		0,4		-9,4
ČR	01.07.2014	9:00	HDP	%	1Q/2014 *F					0,4		2,5
Maďarsko	01.07.2014	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2014							53,9
Polsko	01.07.2014	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2014			51,1				50,8
ČR	01.07.2014	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2014			56,2				57,3
Francie	01.07.2014	9:50	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2014 *F							47,8
Německo	01.07.2014	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	06/2014			6,7				6,7
Německo	01.07.2014	9:55	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2014 *F			52,4				52,4
EMU	01.07.2014	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2014 *F			51,9				51,9
EMU	01.07.2014	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	05/2014			11,7				11,7
ČR	01.07.2014	14:00	Rozpočtové saldo	mln. CZK	06/2014							-9,5
USA	01.07.2014	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		06/2014	55,9		55,5				55,4
USA	01.07.2014	16:00	Cenový subindex ISM		06/2014			60				60
USA	01.07.2014	23:00	Prodej domácích automobilů	mil. USD	06/2014			13				13,11
USA	01.07.2014	23:00	Celkový prodej automobilů	mil. USD	06/2014			16,4				16,7
EMU	02.07.2014	11:00	Výrobní ceny	%	05/2014			0	-1,1	-0,1		-1,2
Polsko	02.07.2014	14:00	Zasedání RPP	%	07/2014	2,5		2,5				2,5
USA	02.07.2014	14:15	ADP report z trhu práce	tis., nsa	06/2014			205				179
USA	02.07.2014	16:00	Tovární zakázky	%	05/2014			-0,2				0,7
USA	02.07.2014	17:00	Projev Yellenové ve Washingtonu	Fed	07/2014							
Maďarsko	03.07.2014	9:00	Maloobchodní tržby	%	05/2014					6,5		6,6
Maďarsko	03.07.2014	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	04/2014 *F							625,3
EMU	03.07.2014	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		06/2014 *F			52,8				52,8
EMU	03.07.2014	11:00	Maloobchodní tržby	%	05/2014			0,2		0,4		2,4
EMU	03.07.2014	13:45	Zasedání ECB	%	07/2014	0,15		0,15				0,15
EMU	03.07.2014	14:30	Projev Draghiho na měsíční tiskové konferenci	ECB	07/2014							
USA	03.07.2014	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis., nsa	06/2014	215		210				217
USA	03.07.2014	14:30	Obchodní bilance	mln. USD	05/2014			-45				-47,2
USA	03.07.2014	14:30	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis., nsa	06/2014	205		200				216
USA	03.07.2014	14:30	Míra nezaměstnanosti	%	06/2014			6,3				6,3
USA	03.07.2014	14:30	Průměrná hodinová mzda	%	06/2014			0,2		0,2		2,1
USA	03.07.2014	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	06/2014							312
USA	03.07.2014	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	06/2014							2571
USA	03.07.2014	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM		06/2014			56,1				56,3
Německo	04.07.2014	8:00	Tovární zakázky	%	05/2014			-1,2	5,9	3,1		6,3
ČR	04.07.2014	9:00	Maloobchodní tržby	%	05/2014			2		3,1		6
Maďarsko	04.07.2014	9:00	Průmyslová výroba	%	05/2014 *P					11,1	2,4	10,1

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná						poslední změna	
		hodnota	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4		
Česko	2T repo	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	-20 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depo	2,30	3,00	2,60	2,50	2,50	2,50	-15 bps	6/24/2014
Polsko	2T inter. sazba	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,75	-25 bps	7/3/2013

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
Česko	PRIBOR 3M	0,35	0,38	0,37	0,36	0,36	0,36
Maďarsko	BUBOR 3M	2,35	2,99	2,67	2,50	2,50	2,50
Polsko	WIBOR 3M	2,68	2,71	2,71	2,75	2,75	3,00

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
Česko	CZ10Y	1,36	2,09	1,84	1,55	1,70	1,85
Maďarsko	HU10Y	3,73	5,25	4,95	5,00	5,30	5,70
Polsko	PL10Y	3,38	4,25	4,03	4,10	4,45	4,70

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
Česko	EUR/CZK	27,5	27,35	27,45	27,20	27,20	27,20
Maďarsko	EUR/HUF	309	297	307	305	298	295
Polsko	EUR/PLN	4,15	4,16	4,17	4,16	4,15	4,09

HDP

	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
Česko	-1,6	-1,0	1,1	2,5	2,5	2,3	1,1
Maďarsko	0,5	1,8	2,7	3,5	2,3	2,3	2,3
Polsko	0,8	1,9	2,7	3,4	3,5	3,7	3,8

Inflace

	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
Česko	1,6	1,0	1,4	0,2	0,2	0,9	1,5
Maďarsko	1,9	1,4	0,4	0,1	0,6	0,7	0,8
Polsko	0,2	1,0	0,7	0,7	1,4	1,0	1,6

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

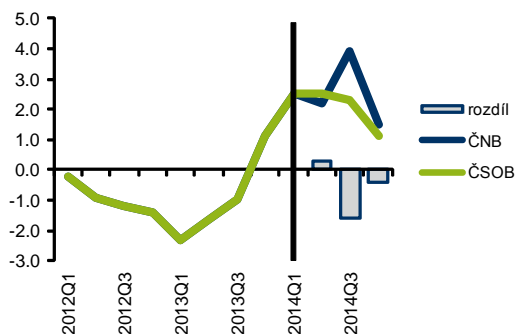
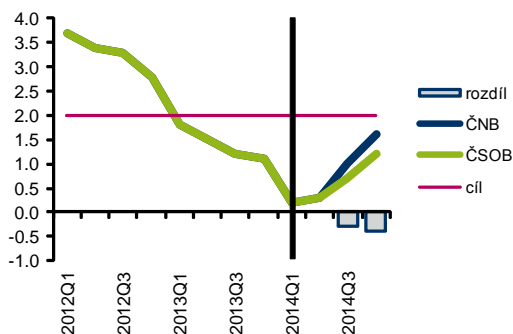
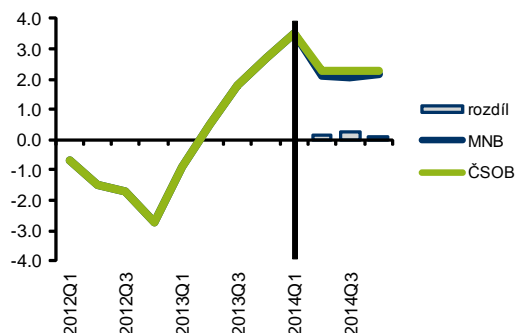
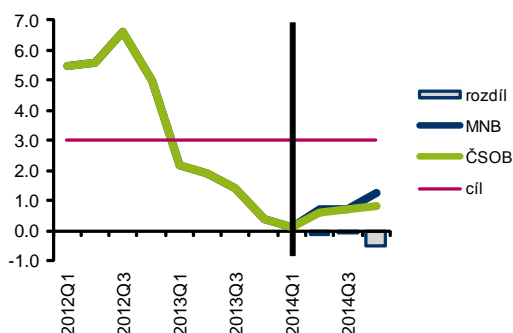
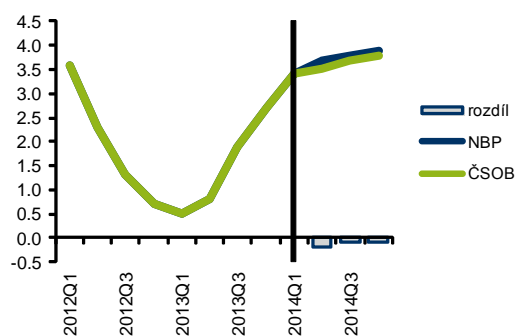
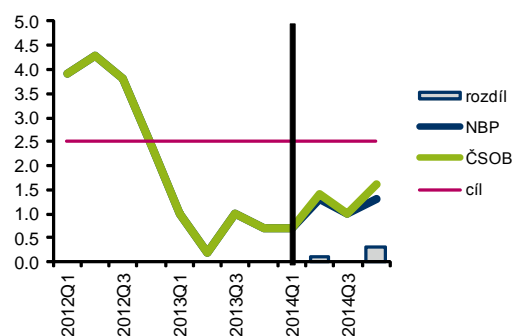
	2013	2014
Česko	-1,4	-1,4
Maďarsko	2,0	2,2
Polsko	-1,2	-2,5

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

	2013	2014
Česko	-1,5	-2,5
Maďarsko	-2,7	-3,0
Polsko	-4,4	-3,5

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. Tento dokument má pouze informační charakter a jeho text není právně závazný, nepředstavuje nabídku podle § 1732 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „občanský zákoník“), ani veřejnou nabídku podle § 1780 občanského zákoníku.