



● Česká republika a Polsko

Český a polský HDP roste rychleji 2

Nový pohled na korunu: Sleze EUR/CZK k 27 na švýcarsko-dánský způsob? 3

● Výhled na týden

NBP se odhodlá snížit sazby 6

MNB beze změn, v Polsku čekáme snížení

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	27.48	↗	→
EUR/HUF	303.1	↗	→
EUR/PLN	4.15	↗	→
3M PRIBOR	0.33	→	→
3M BUBOR	2.10	→	↘
3M WIBOR	1.82	→	↘
10Y CZK	0.64	↗	↗
10Y PLN	2.16	↗	↗
10Y HUF	3.01	↗	↗
3M EURIBOR	0.04	→	→
10Y EMU	0.32	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

MNB podle očekávání ponechala sazby na svém posledním zasedání beze změny na historickém minimu 2,1 %. Určitým překvapením byl nicméně doprovodný komentář, který podle našeho názoru nevyzněl v tak holubičím duchu, jak očekával trh. I tak je podle našeho názoru pravděpodobnost dalšího snižování sazeb na březnovém zasedání vysoká. Náš základní scénář počítá s velmi pozvolným snižováním sazeb, v březnu o 10 bazických bodů. Nicméně je třeba si uvědomit, že razance měnového uvolňování bude z velké míry záviset na vývoji výnosů maďarských vládních dluhopisů, závislých na tržním sentimentu, dopadu začátku kvantitativního uvolňování v eurozóně a v neposlední radě i na rozhodnutí polské centrální banky (NBP).

Ta zasedá již v následujícím týdnu a počítáme s tím, že se odhodlá k dalšímu snížení sazeb. V únoru sice zvedli ruku pro snížení sazeb jen dva centrální bankéři (osm bylo proti). Značná část z nich ale pravděpodobně pouze vyčkávala na novou makroekonomickou prognózu. I guvernér Belka po zasedání naznačil, že při nízké inflaci a měnové expanzi v eurozóně vidí prostor pro uvolnění měnové politiky. V posledním měsíci navíc přišla opět nižší inflační čísla a lehce zklamal i průmysl. Na druhé straně jestřábi v bankovní radě mohou vytáhnout argument o velice dobře rostoucích mzdách a domácího poptávce. Věříme, že polská centrální banka může snížit sazby až o 50 bps, ale rozhodování bude velice těsné.

Český a polský HDP roste rychleji

Petr Dufek, Magdalena Středová

Česká ekonomika roste rychleji, než naznačoval předběžný odhad.

O dvě desetiny lépe než první odhad statistického úřadu dopadl výsledek HDP za poslední kvartál loňského roku. Ekonomika si připsala oproti třetímu čtvrtletí solidní 0,4 % a meziročně dokonce 1,5 %. Za celý rok se pak celé hospodářství zvedlo o dvě procenta. Českou ekonomiku v závěru roku poháněla spotřebitelská poptávka spolu s investicemi. Růst hospodářství se tak odpoutal od své primární závislosti na exportu směrem k domácí poptávce, což znamená další posílení solidních základů pro další růst tuzemské ekonomiky.

Není jistě překvapením, že hospodářský růst stojí na straně nabídky na výkonech zpracovatelského průmyslu. Přispěly k němu zejména excelentní výsledky tuzemských automobilek přicházející v době oživení evropského automobilového trhu s novými a úspěšnými modely. Nejsou to, ovšem pouze automobily kdo táhne ekonomiku nahoru, ale i další průmyslové obory jako strojírenství a plastikářský průmysl. ČR si i nadále zachovává průmyslový charakter a posiluje svoji pozici ekonomiky v rámci EU nejvíce závislé právě na průmyslu. V tomto směru ČR nemá v Unii konkurenci, a jak se zdá ani v nejbližší době se na tomto image nic nezmění.

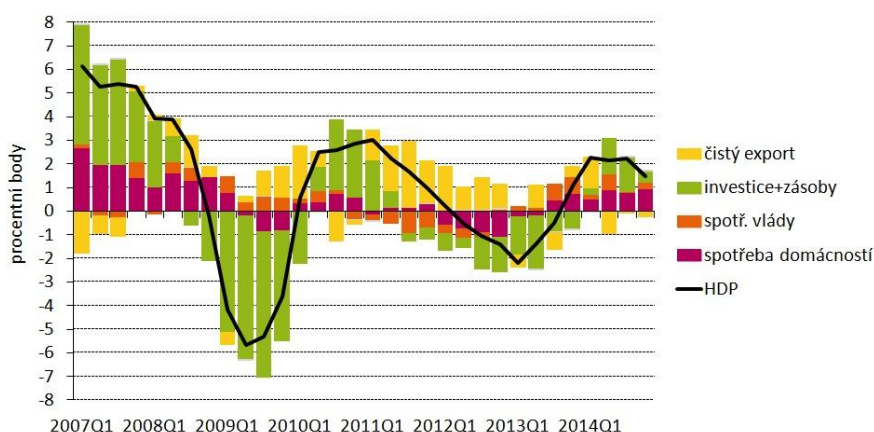
Výsledky polské ekonomiky jsou dobré a indikují stabilní ekonomický růst.

Zpřesněné odhady růstu polského statistického úřadu ukázaly, že HDP v Polsku rostlo ve 4. čtvrtletí loňského roku meziročně o 3,1 % (0,1 % rychleji oproti prvním odhadům) a o 0,7 % v porovnání s předchozím čtvrtletím. I nadále hlavním tahounem ekonomiky zůstává silná domácí poptávka, která meziročně vzrostla o 4,6 %. Pozitivní zprávou bezesporu je, že i nadále zůstává solidní růst investic (meziročně 9 %).

Podle centrální bankérky Chojny-Duch jsou výsledky polské ekonomiky dobré a indikují stabilní ekonomický růst.

CZ: Příspěvek poptávky k růstu HDP

(sezónně očištěná data)



Nový pohled na korunu: Sleze EUR/CZK k 27 na švýcarsko-dánský způsob?

Jan Bureš

Nová prognóza totiž zvýšila odhady růstu na tento a příští rok 2016.

Po čase opět lehce přepisujeme náš výhled na korunu, kterou vidíme nyní v o něco světlejších barvách než na začátku roku. Za prvé kvůli tomu, že domácí centrální bankéři jsou odhodláni tolerovat tento rok nižší inflaci a neuvažují zatím o dalším oslabení kurzu. Mohli by uvažovat jinak, pokud by nízká inflace zanechala dlouhodobější negativní otisk v ekonomice. Tomu zatím nic nenasvědčuje. Nová prognóza totiž zvýšila odhady růstu na tento a příští rok 2016.

Za druhé českou korunu také staví do trochu jiného (býčího) světla rozjezd masivního kvantitativního uvolňování v eurozóně. Ten výrazně zkomplikoval život těm centrálním bankám v Evropě, které se snaží držet uměle podhodnocené své vlastní měny.

Koruna ani v budoucnu nemusí být ušetřena spekulativního přílivu kapitálu.

Dánská a švýcarská zkušenost nám naznačuje, že v budoucnu ani koruna nemusí být ušetřena spekulativního přílivu kapitálu, který ji může vrátit do blízkosti 27,0 EUR/CZK a donutit ČNB po delší době skutečně intervenovat na trhu. Nečekáme nicméně, že by příliv peněz do Česka byl tak výrazný jako v Dánsku nebo ve Švýcarsku. Pozice české koruny a ČNB je totiž v řadě důležitých bodů rozdílná. Za prvé ČNB má řádově daleko méně devizových rezerv ve své bilanci (Švýcaři mají přes 80 % HDP) a ČNB nečelí výraznějšímu politickému tlaku, který by centrální banku kritizoval za vysokou držbu rezerv. Za druhé ČNB dala především na rozdíl od Švýcarska jasnější a transparentnější závazek držet korunu podhodnocenou delší dobu. A za třetí česká koruna je celkově na současných úrovních zjevně o poznání méně podhodnocená, než byl například švýcarský frank – jak Dánsko, tak Švýcarsko vykazují výrazné přebytky běžného účtu platební bilance, zatímco český běžný účet se dostává do přebytků až nyní. A konečně pro zahraniční portfolio-investory je poměrně obtížné hrát hru s korunovými aktivy, neboť trhy aktiv jsou ve Švýcarsku či Dánsku ve srovnání s ČR podstatně hlubší a tudíž je zde snazší investovat.

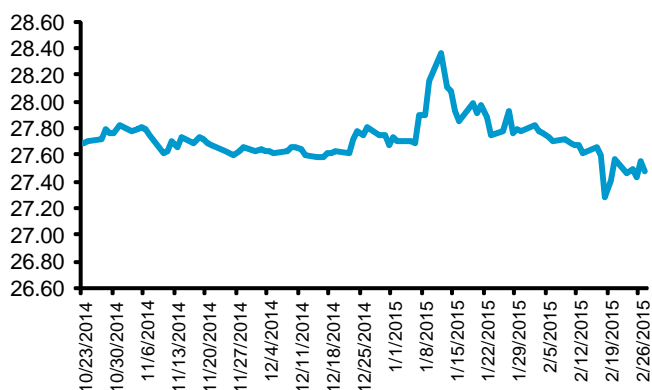
Ať tak či onak, pokud by se česká koruna dostala do těsné blízkosti 27,00 EUR/CZK, tak by ČNB zřejmě neměla problém ji intervencemi dostat na slabší úroveň. Tomu by však předcházela zesílená holubičí rétorika bankovní rady, jež by mohla oprášíť možnost výraznějšího oslabení intervenčního kurzu. Teprve poté, co by verbální intervence nezabraly, by zřejmě přišla na pořad intervence skutečná.

Perspektiva členů bankovní rady ČNB

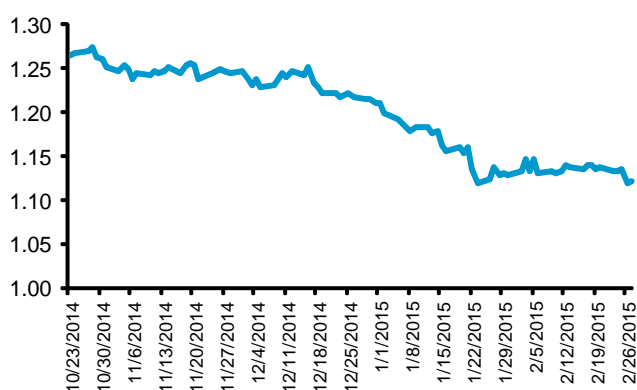
Rozhodne		Konec mandátu	Možnost pokračovat	Jmenoval
současný prezident	Miroslav Singer	7-16	ne	V. Klaus (2005)
	Kamil Janáček	7-16		V. Klaus (2010)
	Lubomír Lízal	2-17		V. Klaus (2011)
	Pavel Řežábek	2-17	ne	V. Klaus (2005)
budoucí prezident	Mojmír Hampl	12-18	ne	V. Klaus (2006)
	Vladimír Tomšík	12-18	ne	V. Klaus (2006)
	Jiří Rusnok	3-20		M. Zeman (2014)

Přehled trhů

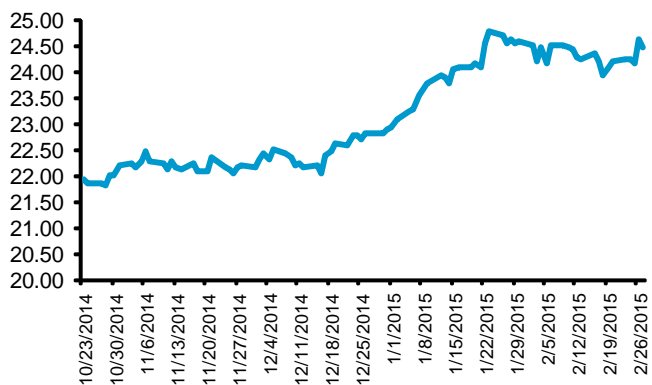
EURCZK



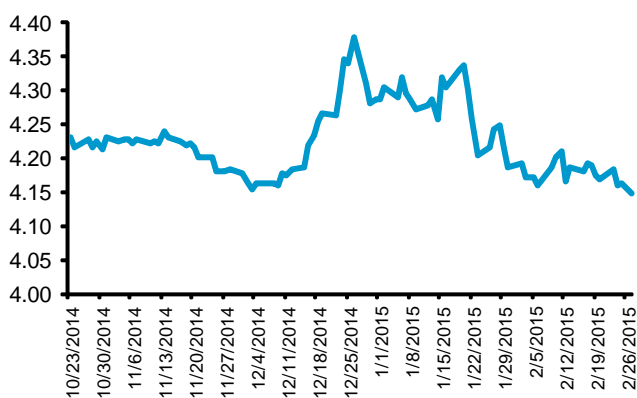
EURUSD



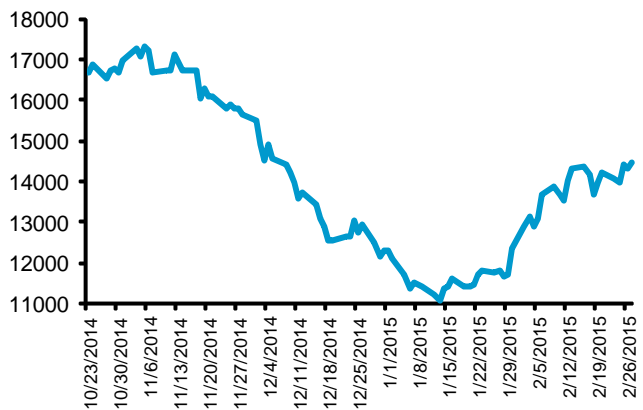
USDCZK



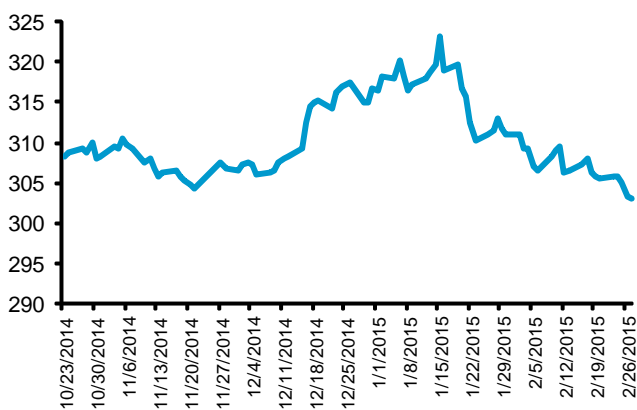
EURPLN



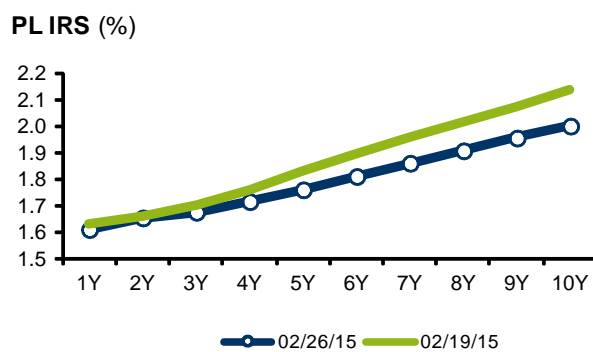
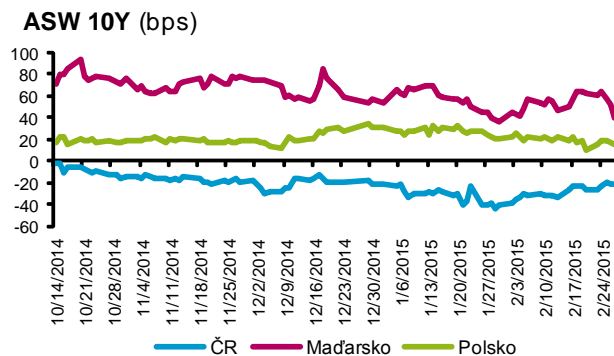
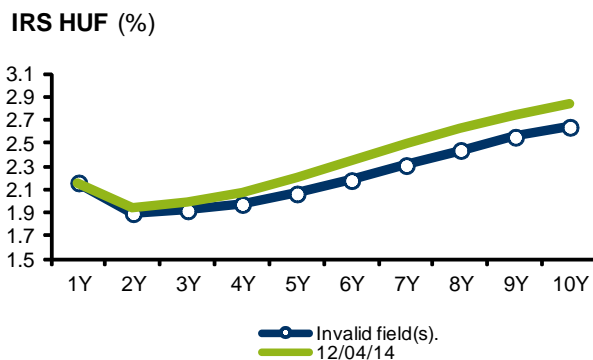
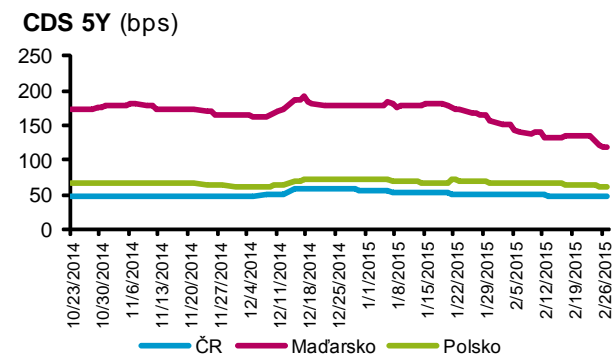
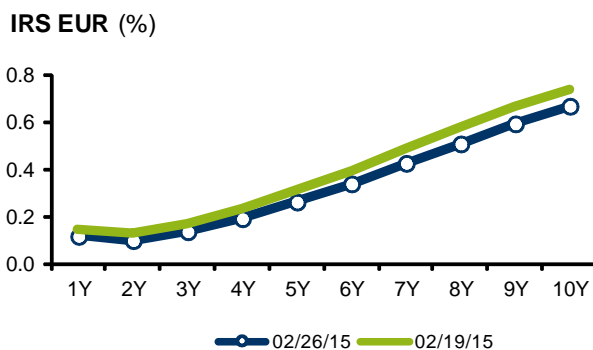
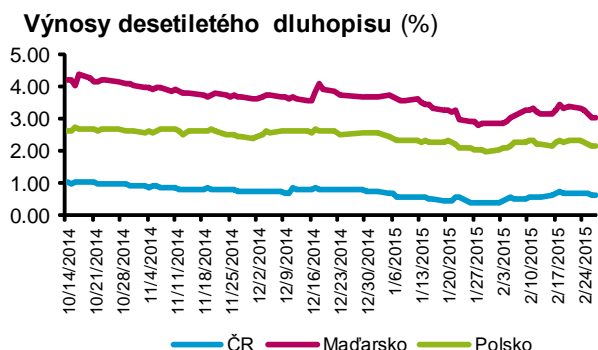
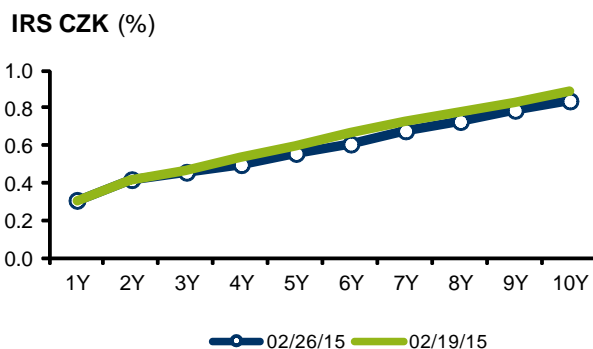
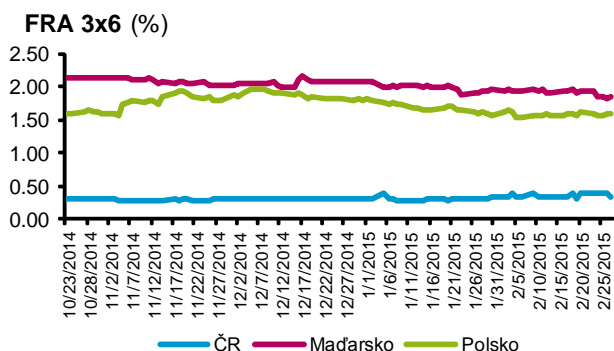
DIESEL (CZK/t)



EURHUF



Zdroj: Thomson Reuters



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ST 14:00, PL Zasedání NBP

	Náš odhad	Poslední změna
hlavní sazba v %	1,50	10/2014
změna v b. bodech	-50	-50

NBP se odhodlá snížit sazby

V nadcházejícím týdnu zasedá polská centrální banka (NBP). Počítáme s tím, že se odhodlá k dalšímu snížení sazeb. V únoru sice zvedli ruku pro snížení sazeb jen dva centrální bankéři (osm bylo proti). Značná část z nich ale pravděpodobně pouze vyčkávala na novou makroekonomickou prognózu. I guvernér Belka po zasedání naznačil, že při nízké inflaci a měnové expanzi v eurozóně vidí prostor pro uvolnění měnové politiky. V posledním měsíci navíc přišla opět nižší inflační čísla a lehce zklamal i průmysl. Na druhé straně jestřábi v bankovní radě mohou vytáhnout argument o velice dobře rostoucích mzdách a domácí poptávce. Věříme, že polská centrální banka může snížit sazby až o 50 bps, ale rozhodování bude velice těsné.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Polsko	02.03.2015	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		02/2015			54.4		55.2	
Maďarsko	02.03.2015	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		02/2015					54.2	
ČR	02.03.2015	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		02/2015			55.7		56.1	
Francie	02.03.2015	9:50	Index nákupních manažerů v průmyslu		02/2015 *F			48.5		47.7	
Německo	02.03.2015	9:55	Index nákupních manažerů v průmyslu		02/2015 *F					50.9	
EMU	02.03.2015	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		02/2015 *F					51.1	
EMU	02.03.2015	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	01/2015			11.4		11.4	
EMU	02.03.2015	11:00	Inflace	%	02/2015 *P				-0.4		
EMU	02.03.2015	11:00	Jádrová inflace	%	02/2015 *P				0.5		0.6
ČR	02.03.2015	14:00	Rozpočtové saldo	mln. CZK	02/2015					28.6	
USA	02.03.2015	14:30	Osobní příjmy	%	01/2015			0.4		0.3	
USA	02.03.2015	14:30	Osobní výdaje	%	01/2015			-0.1		-0.3	
USA	02.03.2015	14:30	Deflátor osobní spotřeby	%	01/2015			-0.5	0.1	-0.2	0.7
USA	02.03.2015	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	01/2015			0.1	1.3	0	1.3
USA	02.03.2015	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		02/2015	52.8		53.2		53.5	
USA	02.03.2015	16:00	Cenový subindex ISM		02/2015			36		35	
USA	02.03.2015	16:00	Projev Bernankeho a Plossera ve Washingtonu	Fed	03/2015						
Německo	03.03.2015	8:00	Maloobchodní tržby	%	01/2015			0.4	2.6	0.2	4
EMU	03.03.2015	11:00	Výrobní ceny	%	01/2015			-0.7	-3.1	-1	-2.7
USA	03.03.2015	23:00	Prodej domácích automobilů	mil. USD	02/2015			13.35		13.31	
USA	03.03.2015	23:00	Celkový prodej automobilů	mil. USD	02/2015			16.7		16.56	
USA	04.03.2015	2:15	Projev Yellenové v New Yorku	Fed	03/2015						
Maďarsko	04.03.2015	9:00	Maloobchodní tržby	%	01/2015				5		5.6
EMU	04.03.2015	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		02/2015 *F					53.9	
EMU	04.03.2015	11:00	Maloobchodní tržby	%	01/2015					0.3	2.8
Polsko	04.03.2015	14:00	Zasedání RPP		03/2015	1.5		1.75		2	
USA	04.03.2015	14:15	ADP report z trhu práce	tis.,nsa	02/2015			218		213	
USA	04.03.2015	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM		02/2015			56.5		56.7	
USA	04.03.2015	20:00	Běžová kniha	Fed	03/2015						
Německo	05.03.2015	8:00	Tovární zakázky	%	01/2015			-0.9		4.2	3.4
Maďarsko	05.03.2015	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	12/2014 *F					322.1	
EMU	05.03.2015	13:45	Zasedání ECB	%	03/2015	0.05		0.05		0.05	
USA	05.03.2015	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	02/2015					313	
USA	05.03.2015	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	02/2015					2401	
Maďarsko	05.03.2015	16:00	Rozpočtové saldo	mln. HUF	02/2015					-53.8	
USA	05.03.2015	16:00	Tovární zakázky	%	01/2015			0		-3.4	
Německo	06.03.2015	8:00	Průmyslová výroba	%	01/2015			0.5		0.1	-0.7
Maďarsko	06.03.2015	9:00	Průmyslová výroba	%	01/2015				3.4	-1.7	4.6
Maďarsko	06.03.2015	9:00	HDP	%	4Q/2014 *F					0.9	3.4
EMU	06.03.2015	11:00	HDP	%	4Q/2014 *P			0.3	0.9	0.3	0.9
USA	06.03.2015	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis.,nsa	02/2015	220		240		257	
USA	06.03.2015	14:30	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis.,nsa	02/2015	220		240		267	
USA	06.03.2015	14:30	Míra nezaměstnanosti	%	02/2015			5.6		5.7	
USA	06.03.2015	14:30	Průměrná hodinová mzda	%	02/2015			0.2	2.2	0.5	2.2
USA	06.03.2015	14:30	Obchodní bilance	mln. USD	01/2015			-41.5		-46.6	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná						poslední změna	
		hodnota	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3		
Česko	2T repo	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	-20 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depo	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10	-20 bps	7/22/2014
Polsko	2T inter. sazba	2.00	2.50	2.00	1.50	1.50	1.50	-25 bps	10/8/2014

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3
Česko	PRIBOR 3M	0.33	0.34	0.33	0.33	0.32	0.33
Maďarsko	BUBOR 3M	2.10	2.09	2.10	2.10	2.10	2.10
Polsko	WIBOR 3M	1.82	2.28	2.06	2.00	2.00	2.00

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3
Česko	CZ10Y	0.86	1.22	0.88	0.75	0.78	0.93
Maďarsko	HU10Y	2.70	3.92	3.25	3.50	3.50	3.65
Polsko	PL10Y	2.02	2.87	2.23	2.20	2.10	2.20

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3
Česko	EUR/CZK	27.5	27.51	27.73	27.20	27.50	27.80
Maďarsko	EUR/HUF	303	311	316	315	315	318
Polsko	EUR/PLN	4.15	4.18	4.28	4.25	4.22	4.20

HDP

	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3
Česko	2.6	2.5	2.4	1.3	1.6	1.9	2.2
Maďarsko	3.5	3.9	3.2	3.4	2.2	2.0	2.3
Polsko	3.4	3.3	3.3	3.0	2.8	2.9	3.1

Inflace

	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3
Česko	0.2	0.0	0.7	0.1	0.2	0.5	0.4
Maďarsko	0.1	-0.3	-0.5	-0.9	0.6	1.1	1.5
Polsko	0.9	0.3	-0.3	-1.0	-0.5	0.2	0.5

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

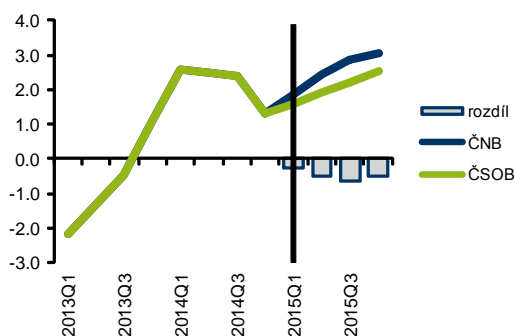
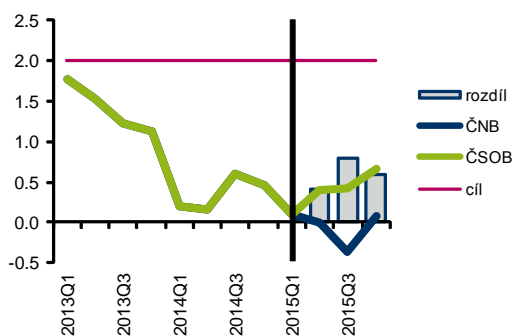
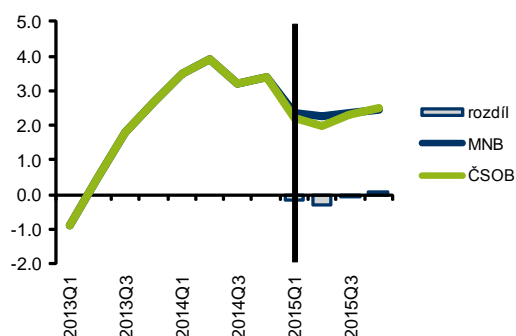
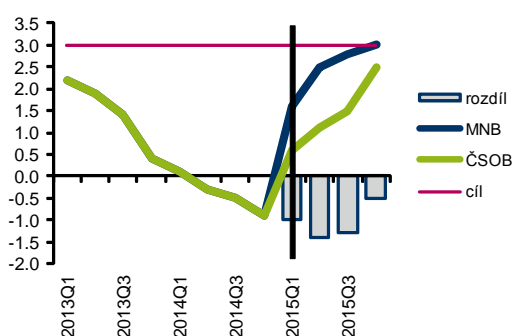
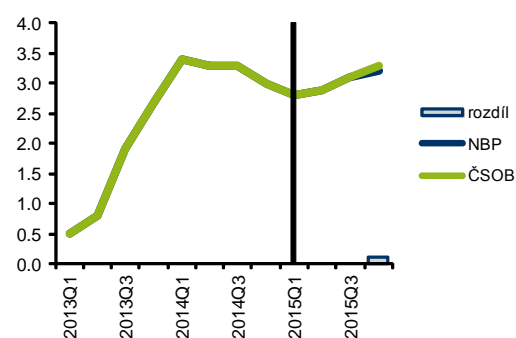
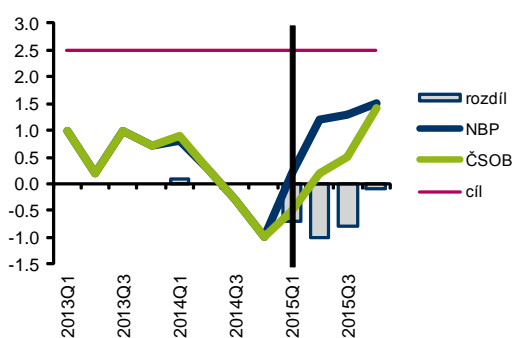
	2014	2015
Česko	0.0	1.8
Maďarsko	2.2	2.5
Polsko	-2.5	-2.5

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

	2014	2015
Česko	-2.0	-2.4
Maďarsko	-3.0	-3.0
Polsko	-3.5	-3.0

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. 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.