



- **Česká republika**  
Česká data tentokrát nenadchla 2
- **Polsko**  
Polská centrální banka překvapivě snižuje sazby o 50 bps 3
- **Výhled na týden**  
Období polské deflace pokračuje 6

## Překvapeními středoevropské ekonomiky nešetří

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	27,51	↗	↗
EUR/HUF	306,3	↗	↗
EUR/PLN	4,18	↗	↗
3M PRIBOR	0,35	→	→
3M BUBOR	2,10	→	→
3M WIBOR	2,06	↘	↘
10Y CZK	1,09	↘	↘
10Y PLN	2,78	↘	↘
10Y HUF	4,34	→	→
3M EURIBOR	0,08	→	→
10Y EMU	0,89	↘	↘

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Série důležitých událostí v uplynulém týdnu ve středoevropském regionu přinesla různá překvapení, která však ukazují jedním směrem - k nízkým inflačním tlakům.

Takový závěr implikují nejen čerstvá česká a maďarská inflační data za září, která byla viditelně nižší, než se očekávalo, ale také údaje o průmyslové výrobě za srpen. Ta byla jak v ČR, tak v Maďarsku výrazně slabší, což ještě více zvýraznilo otazníky nad situací v eurozóně, která je možná z pohledu konjunktury horší než se očekávalo. To může v budoucnu implikovat rovněž nižší inflační tlaky v eurozóně, kterou si středoevropské ekonomiky částečně dovážejí. Jinak řečeno pokud disinflační tlaky v eurozóně zesílí, bude (vy)generování inflace v regionu rovněž obtížnější.

V tomto kontextu pak nevypadá nijak extrémně čerstvé rozhodnutí polské centrální banky (NBP), která ve středu pro většinu trhu překvapivě snížila úrokové sazby o 50 bazických bodů. Hlavním důvodem pro snížení sazeb je nízká míra inflace a zhoršující se vyhlídky na zachování rychlého tempa hospodářského růstu. Ty podle NBP zvyšují riziko, že inflace zůstane pod cílem (2,5 %) i ve střednědobém horizontu. Dodejme, že říjnovým zásahem nemusí cyklus uvolňování měnové politiky skončit. NBP v tomto směru ponechává své možnosti otevřené, byť komentář prezidenta NBP k rozhodnutí byl vcelku opatrný. Antiinflační prostředí v Polsku však mimo jiné vinou situace v eurozóně neodezní a proto v tuto chvíli čekáme pokles úrokových sazeb o 25 bps i na listopadovém zasedání NBP.

## Česká data tentokrát nenadchla

Petr Dufek

**Po více než roce je průmysl opět v mínusu.**

**Inflace v září přidala jen jednu desetinu.**

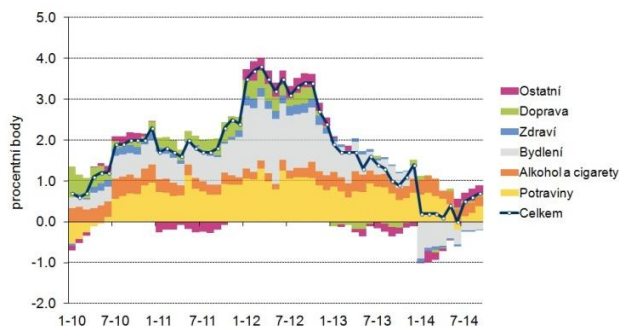
Srpnové výsledky průmyslu na první pohled rozhodně nepotěší. Výroba se v meziročním srovnání snížila o 5,2 %, nicméně část z tohoto poklesu jde na vrub o jeden den nižšímu počtu pracovních dnů. Po zohlednění tohoto kalendářního vlivu je propad průmyslu přece jen o něco slabší, a sice -3,6 %. Proč jsou výsledky na první pohled nepříznivé, naznačuje samotná správa statistického úřadu. V první řadě jde na vrub výrobě osobních automobilů, která v létě zaznamenává výkyvy v důsledku celozávodních dovolených. A tentokrát se ukazuje, že přesuny tohoto volna navýšily výsledek průmyslu v červenci a srazily ho zpět v srpnu. A podobné to bude i se zakázkami automobilek. Proto jejich tempo a tedy ani celkově slabý růst zakázek (+1,4 %) dramaticky nepřeceňujeme. Srpnová čísla za průmysl rozhodně nepotěší, ale je nutné brát je v kontextu předchozího měsíce, který byl abnormálně silný. Proto aktuální čísla rozhodně nepovažujeme za extrémně nepříznivá a předpokládáme, že se průmysl v září již vrátí k normálu. Ostatně i měkké ukazatele důvěry včetně indexu nákupních manažerů nenaznačují, že by propad průmyslu měl být delší povahy, právě naopak. Průmysl tak ani po srpnovém čísle nepřijde o svoji dominantní roli motoru české ekonomiky.

Meziroční inflace postupně, ale jen pomalu, narůstá. Jestliže ještě v srpnu dosahovala 0,6 %, v září se posunula o jednu desetinu na 0,7 %. Je to o něco méně, než jsme předpokládali, avšak stále je to číslo dvě desetiny procentního bodu nad poslední prognózou ČNB. Oproti srpnu ceny poklesly o dvě desetiny procenta (předpokládali jsme jednu desetinu), a to zejména díky sezónnímu zlevnění zájezdů. K příznivějšímu cenovému vývoji dopomohly i pohonné hmoty a vybavení domácností. Nejnovější čísla potvrzují, že inflace je pozvolna na vstupu, avšak stále zůstává daleko za cílem ČNB. Důvodem je snížení cen energií v úvodu roku a rovněž i pokračující boj mobilních operátorů o zákazníka. Něco málo dokonce ušetří spotřebitelé na výdajích za zdravotní péči. V příštích měsících nás čeká další růst inflace, k čemuž dopomůže i již schválené zvýšení spotřebních daní u tabáku. Do konce roku by se proto inflace mohla dostat lehce nad jedno procento. Návrat k cílovým dvěma procentům ČNB však nebude až tak jednoduchý ani v příštím roce. Ve vzduchu je možné další zlevnění elektrické energie a na řadu přijde i další nízká sazba DPH u léků a odbourání poplatků ve zdravotnictví. Jde však o administrativní zásahy, které by centrální banka měla v podstatě ignorovat. Proto nepředpokládáme žádnou další změnu měnové politiky v dalších měsících a věříme, že ČNB udrží stávající kurzový režim i sazby nejméně do roku 2016.

**Průmyslová výroba**  
(3m průměr)



**Struktura meziroční inflace v ČR**  
(vliv jednotlivých složek koše)



## Polská centrální banka překvapivě snižuje sazby o 50 bps

Petr Báča

**Důvodem pro snížení sazeb je nízká míra inflace.**

**Hlavní důvody tohoto posunu lze přitom hledat ve vnějším prostředí.**

Polská centrální banka (NBP) na říjnovém zasedání po patnáctiměsíční odmlce opět uvolnila měnovou politiku, a to poměrně razantně. Snížením sazeb o 50 bazických bodů totiž překvapila většinu trhu, o čemž svědčí i bezprostřední reakce zlotého, jenž oslabil.

Hlavním důvodem pro snížení sazeb je nízká míra inflace a zhoršující se vyhlídky na zachování rychlého tempa hospodářského růstu. Ty podle NBP zvyšují riziko, že inflace zůstane pod cílem (2,5 %) i ve střednědobém horizontu.

Dodejme, že říjnovým zásahem nemusí cyklus uvolňování měnové politiky skončit. NBP v tomto směru ponechává své možnosti otevřené, i když komentáře prezidenta Belky na tiskové konferenci byly v tomto směru spíše zdrženlivější.

Výše zmíněné ekonomické faktory však podle nás neodezní a protiinflačním rizikem je minimálně z krátkodobého pohledu i politika ECB. Proto v tuto chvíli čekáme pokles úrokových sazeb o 25 bps i na listopadovém zasedání.

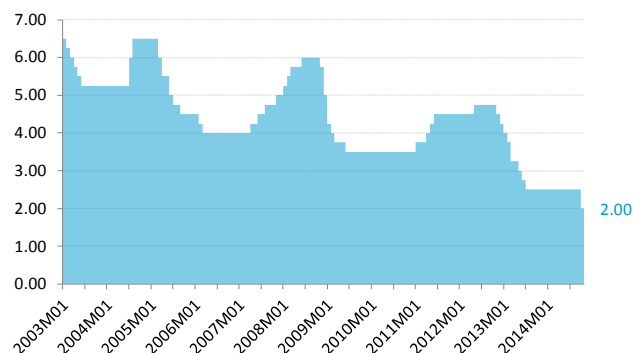
Polská ekonomika si nevede špatně. O jejím zhruba 3%ním růstu v letošním roce si může většina zemí nechat pouze zdát a míra nezaměstnanosti, i když zůstává poměrně vysoká, klesla na nejnižší úroveň od roku 2010. Meziroční míra inflace však v létě poklesla do záporu a perspektivy hospodářského růstu ve druhé polovině roku se značně zhoršily. Hlavní důvody tohoto posunu lze přitom hledat ve vnějším prostředí.

Kromě probíhající krize na Ukrajině a jejích dopadů jde zejména o zřetelné zpomalení růstu evropské ekonomiky (včetně Německa). Ty prostřednictvím svého vlivu na nižší poptávku po polském zboží podřívají její potenciální proinflační působení. Dalším alespoň z krátkodobého pohledu protiinflačním rizikem je značně uvolněná měnová politika ECB, která má tendenci vést k posilování zlotého.

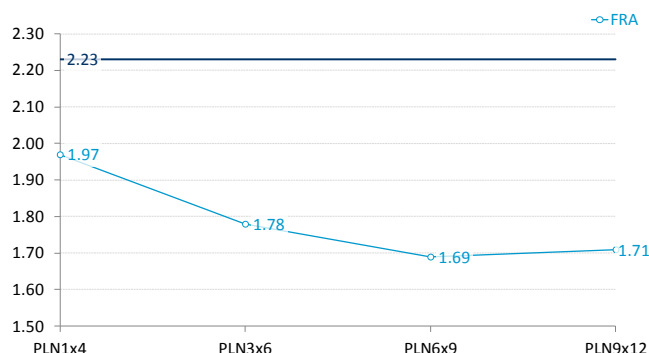
Razantní snížení sazeb v říjnu lze vnímat mnoha způsoby. To dokumentovaly i komentáře prezidenta NBP Belky na tiskové konferenci. Belka byl o něco opatrnější než tiskové prohlášení a uvedl, že tržní očekávání vývoje sazeb obsažená v cenách dluhopisů mohou být přehnaná (sazby FRA naznačují tržní očekávání poklesu sazeb v rozmezí 25-50 bps). Zároveň uvedl, že říjnové rozhodnutí může i nemusí být počátkem nového cyklu snižování sazeb a že by podle názoru jeho i členů, kteří pokles sazeb podpořili, měla banka při úpravě sazeb postupovat rychle.

V současné chvíli se však zdá, že pokles sazeb i v listopadu je pravděpodobnější variantou než pouhé jednorázové snížení (byť celkem výrazné) a jejich následná stabilita. NBP proto může snížit sazby i na příštím zasedání.

PL: základní sazba NBP  
%

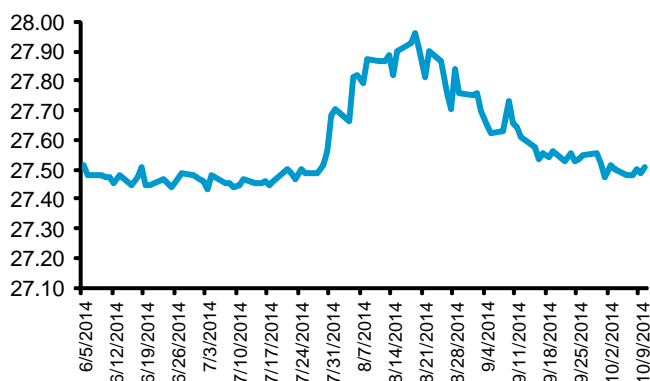


PL: sazby FRA vs. WIBOR  
WIBOR 3M, %

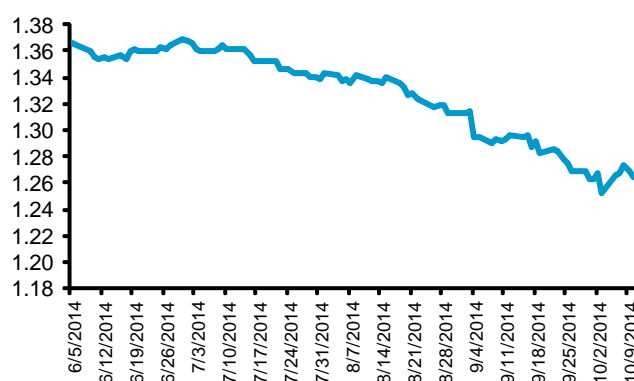


## Přehled trhů

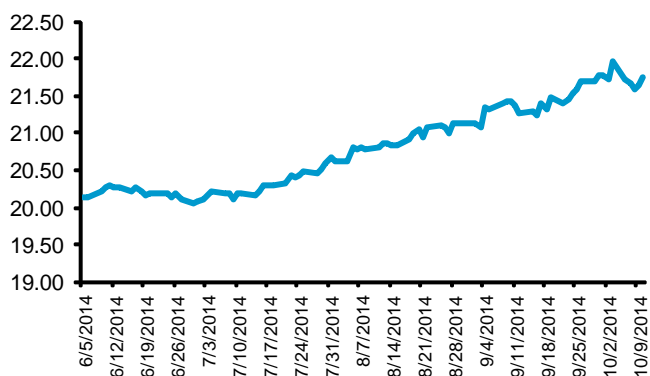
**EURCZK**



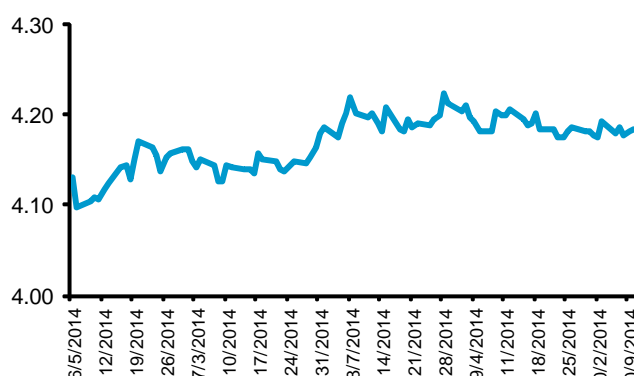
**EURUSD**



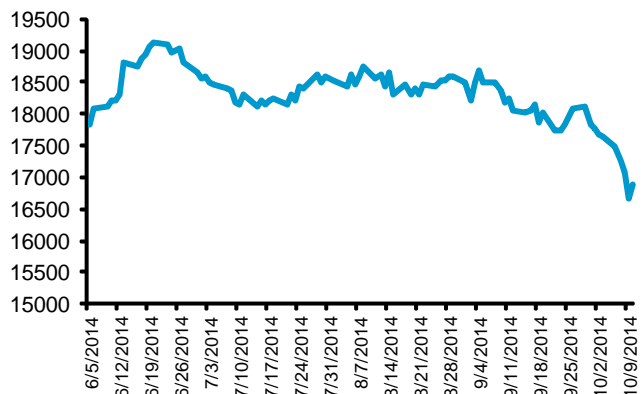
**USDCZK**



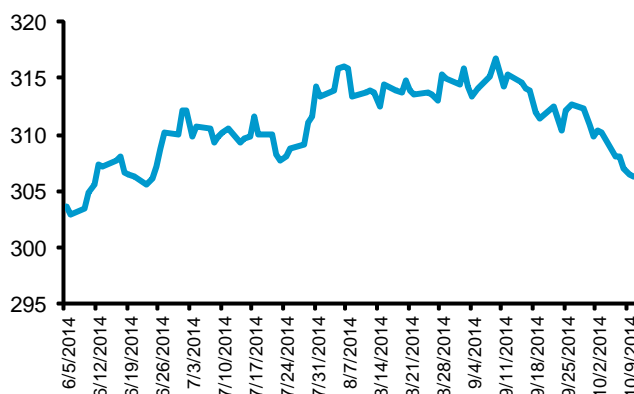
**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

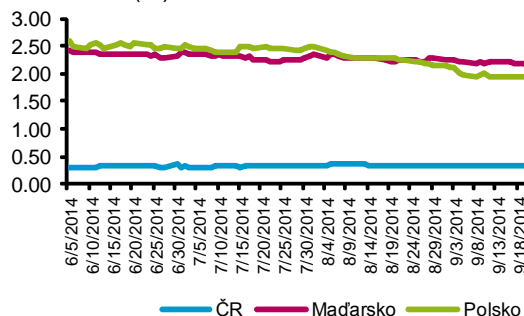


**EURHUF**

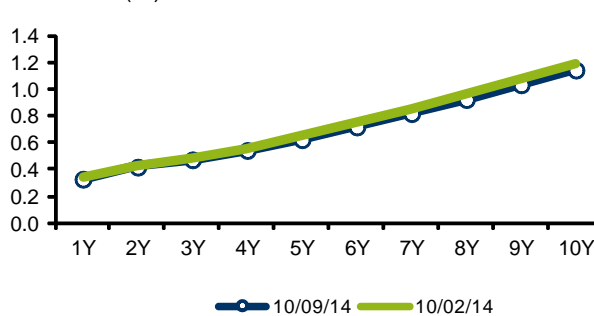


Zdroj: Thomson Reuters

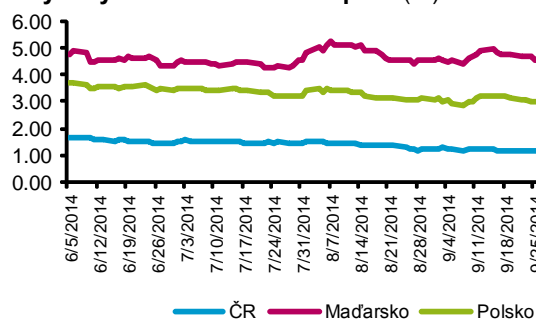
FRA 3x6 (%)



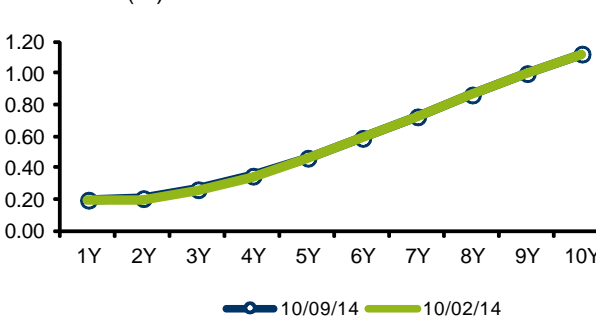
IRS CZK (%)



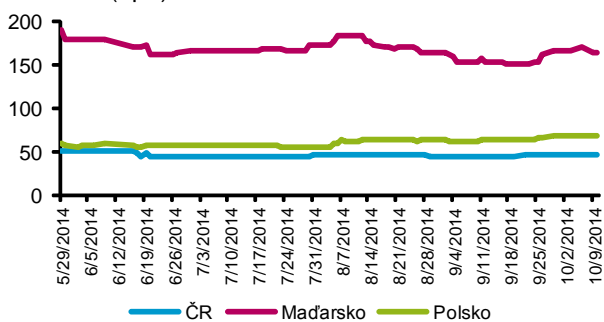
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



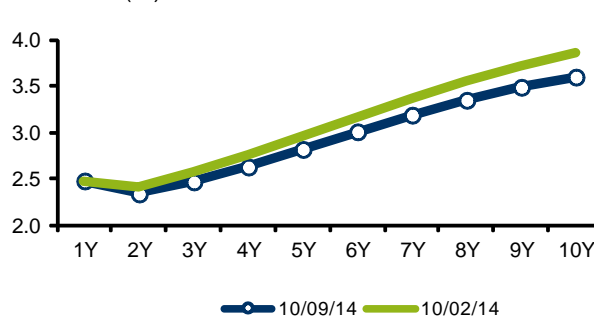
IRS EUR (%)



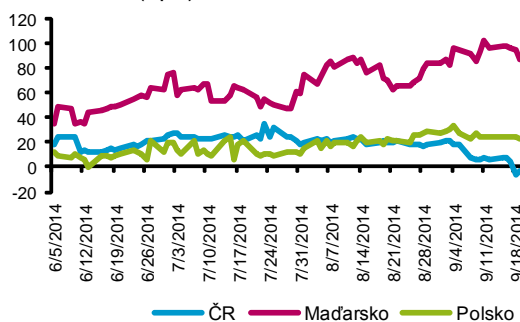
CDS 5Y (bps)



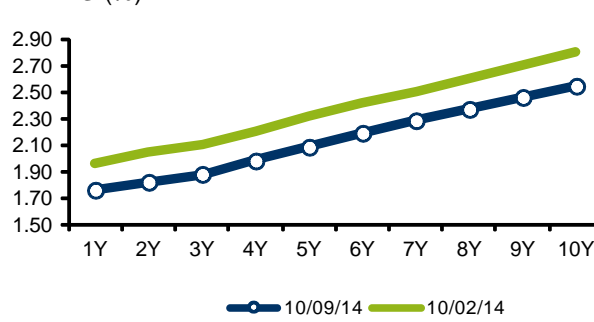
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

---

PO 14:00, PL Inflation (% , y/y)

	IX.14	VIII.14	IX.13
Inflace	-0,4	-0,3	1,0
Potraviny (bez alk.)	-1,9	-2,1	2,4
Doprava (vč. pohonných hmot)	-2,3	-1,5	-1,5

### PL: Období deflace pokračuje

Růst cen v Polsku zůstal podle našich odhadů v záporu i v srpnu. Meziměsíčně ceny patrně stagnovaly, přičemž roli sehrál jednak pomalejší než obvyklý růst cen potravin a nealkoholických nápojů, jednak patrně i pokles cen dopravy. Příliš optimisticky z pohledu brzkého návratu k cíli nevypadá ani zbytek roku. Protiinflační rizika totiž rostou a je tak dokonce možné, že růst cen opustí deflační pásmo až v příštím roce.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Francie	14.10.2014	8:45	Harmonizovaná inflace	%	09/2014					0,5	0,5
Francie	14.10.2014	8:45	Inflace	%	09/2014					0,4	0,4
Maďarsko	14.10.2014	9:00	Průmyslová výroba	%	08/2014 *F					-5,7	2,9
ČR	14.10.2014	10:00	Běžný účet	mld. CZK	08/2014	-9,7		-17,6		-14,31	
Německo	14.10.2014	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)		10/2014			16		25,4	
Německo	14.10.2014	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)		10/2014			0		6,9	
EMU	14.10.2014	11:00	Průmyslová výroba	%	08/2014			-1,7	-0,9	1	2,2
Polsko	14.10.2014	14:00	Běžný účet	mil. EUR	08/2014			-340		-173	
Polsko	14.10.2014	14:00	Obchodní bilance	mil. EUR	08/2014			309		393	
Polsko	14.10.2014	14:00	Peněžní zásoba M3	%	09/2014			0,3	7,7	1,8	7,4
Německo	15.10.2014	8:00	Inflace	%	09/2014 *F			0	0,8	0	0,8
Německo	15.10.2014	8:00	Harmonizovaná inflace	%	09/2014 *F			0	0,8	0	0,8
Maďarsko	15.10.2014	8:30	Běžný účet	mld. HUF	08/2014						
EMU	15.10.2014	9:00	Projev Draghiho ve Frankfurtu	ECB	10/2014						
Polsko	15.10.2014	14:00	Inflace	%	09/2014	0	-0,4	-0,1	-0,4	-0,4	-0,3
USA	15.10.2014	14:30	Maloobchodní tržby	%	09/2014			-0,2		0,6	
USA	15.10.2014	14:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	09/2014			0,2		0,3	
USA	15.10.2014	14:30	Podnikatelská nálada ve státě N.Y.		10/2014			20		27,54	
USA	15.10.2014	14:30	Výrobní ceny	%	09/2014			0,1	1,8	0	1,8
USA	15.10.2014	14:30	Jádrový index cen v průmyslu	%	09/2014			0,1	1,8	0,1	1,8
Polsko	15.10.2014	15:00	Rozpočtové saldo	mil. PLN	09/2014					-24636	
USA	15.10.2014	16:00	Podnikatelské zásoby	%	08/2014			0,4		0,4	
USA	15.10.2014	20:00	Běžová kniha	Fed	10/2014						
ČR	16.10.2014	9:00	Výrobní ceny	%	09/2014	0,1	0	0	-0,1	0	0
EMU	16.10.2014	11:00	Obchodní bilance	mil. EUR	08/2014					21,2	
EMU	16.10.2014	11:00	Inflace	%	09/2014 *F			0,4	0,3	0,1	0,4
EMU	16.10.2014	11:00	Jádrová inflace	%	09/2014 *F				0,8		0,7
Polsko	16.10.2014	14:00	Jádrová inflace	%	09/2014			0	0,6	0	0,5
Polsko	16.10.2014	14:00	Mzdy	%	09/2014			0,3	3,6	-1,8	3,5
USA	16.10.2014	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	10/2014					287	
USA	16.10.2014	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	10/2014					2381	
USA	16.10.2014	15:15	Průmyslová výroba	%	09/2014			0,4		-0,1	
USA	16.10.2014	15:15	Využití kapacit	%	09/2014			79		78,8	
USA	16.10.2014	16:00	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu		10/2014			20		22,5	
USA	16.10.2014	16:00	Index stavitelů rodinných domů		10/2014			59		59	
USA	16.10.2014	16:00	Projev Kocherlakota v Montaně	Fed	10/2014						
USA	16.10.2014	19:00	Projev Bullarda ve Washingtonu	Fed	10/2014						
EMU	17.10.2014	9:45	Projev Constancia ve Frankfurtu	ECB	10/2014						
EMU	17.10.2014	10:00	Projev Nowotnyho ve Vídni	ECB	10/2014						
Polsko	17.10.2014	14:00	Průmyslová výroba	%	09/2014			14,7	3,1	-8,5	-1,9
Polsko	17.10.2014	14:00	Výrobní ceny	%	09/2014			0,1	-1,5	0,3	-1,5
USA	17.10.2014	14:30	Zahájení staveb nových domů		09/2014			1002		956	
USA	17.10.2014	14:30	Udělená stavební povolení		09/2014			1035		998	
USA	17.10.2014	14:30	Projev Yellenové o ekonomickém výhledu v Boston	Fed	10/2014						
USA	17.10.2014	15:55	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		10/2014 *P			84,2		84,6	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

## Náš výhled

### Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná						poslední změna	
		hodnota	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1		
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	2,60	2,30	2,10	2,10	2,10	-15 bps	7/22/2014
Polsko	2T inter. sazba	2,00	2,50	2,50	2,50	2,00	2,00	-25 bps	10/8/2014

### Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Česko	PRIBOR 3M	0,35	0,37	0,35	0,34	0,35	0,35
Maďarsko	BUBOR 3M	2,10	2,67	2,34	2,09	2,15	2,15
Polsko	WIBOR 3M	2,06	2,71	2,68	2,28	2,20	2,20

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

		současná					
		hodnota	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Česko	CZ10Y	1,15	1,84	1,34	1,22	1,50	1,61
Maďarsko	HU10Y	3,63	4,95	3,77	3,92	3,50	3,65
Polsko	PL10Y	2,59	4,03	3,39	2,87	2,60	2,60

### Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Česko	EUR/CZK	27,5	27,45	27,45	27,51	27,70	27,40
Maďarsko	EUR/HUF	306	307	310	311	310	310
Polsko	EUR/PLN	4,18	4,17	4,16	4,18	4,17	4,17

### HDP

	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Česko	-1,0	1,1	2,9	2,5	2,8	1,5	1,5
Maďarsko	1,8	2,7	3,5	3,9	2,3	2,3	2,2
Polsko	1,9	2,7	3,4	3,3	3,2	3,2	3,2

### Inflace

	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Česko	1,0	1,4	0,2	0,0	0,9	1,3	1,7
Maďarsko	1,4	0,4	0,1	-0,3	0,3	0,8	1,9
Polsko	1,0	0,7	0,7	0,3	-0,3	0,2	0,8

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

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

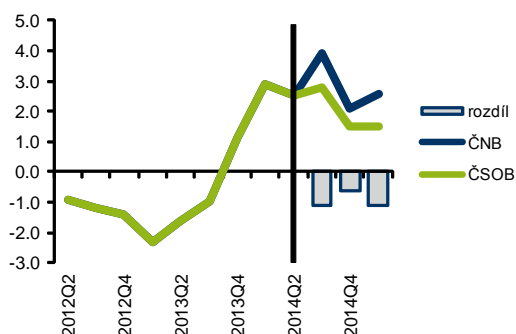
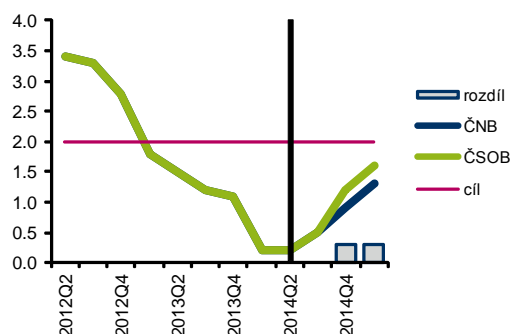
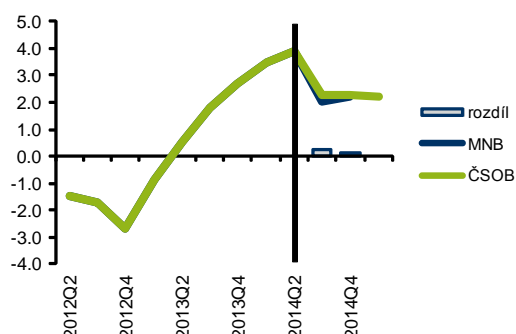
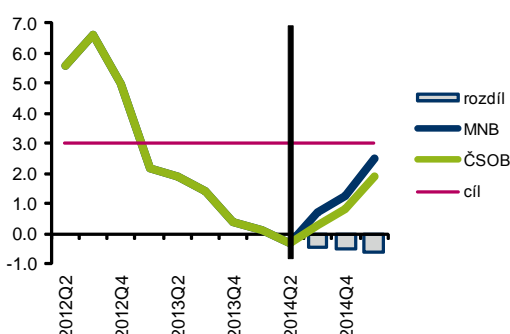
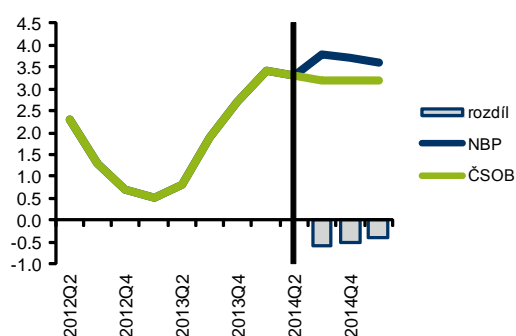
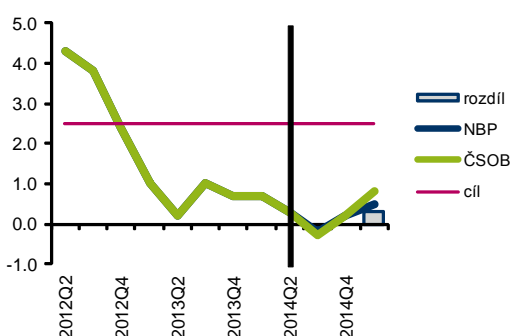
### Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	2013	2014
Česko	-1,5	-2,1
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.