



- **Česká republika**
EUR/CZK: čekání na efekty intervencí 2
- **Polsko**
Růst polské ekonomiky úspěšně pokračuje 3
- **Výhled na týden**
PL: Sazby i nadále beze změny 7

Střední Evropa zůstává relativně imunní vůči Ukrajině

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	27.37	→	↗
EUR/HUF	310.0	→	↘
EUR/PLN	4.16	→	↘
3M PRIBOR	0.37	→	→
3M BUBOR	2.75	→	→
3M WIBOR	2.71	→	→
10Y CZK	2.22	→	↗
10Y PLN	4.37	→	↗
10Y HUF	6.11	→	↗
3M EURIBOR	0.29	→	→
10Y EMU	1.64	→	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Středoevropské měny zůstávají relativně imunní vůči nárůstu geopolitického napětí v souvislosti s ukrajinskou krizí. Forint a koruna jsou s odstupem týdne o něco silnější, zlotý uzavíral týden bez výraznějších změn. Střední Evropu nerozhodila ani politická krize v Rumunsku, která i Ukrajincům připomněla, jak těžké je politicky ustát tvrdou očištnou kúru Mezinárodního měnového fondu.

Česká koruna v posledních týdnech prakticky zcela ignorovala dění za svými hranicemi. Mírné zisky byly tažené lepšími čísly z reálné ekonomiky. V našem novém výhledu na korunu nicméně argumentujeme, že poslední prognóza ČNB je příliš optimistická, a koruna by se proto nemusela v nejbližší době vracet k hranici 27,00 EUR/CZK.

V Polsku statistický úřad zveřejnil detailní výsledky HDP z konce minulého roku. Za růstem o 2,7% se skrývá vcelku impozantní struktura. Zrychluje soukromá spotřeba, investice i vývozy. Jediné, co táhlo polskou ekonomiku na konci roku dolů, byly zásoby. Příznivá struktura růstu v kombinaci s posledním zvýšením PMI dává polské ekonomice dobrou naději i do dalších kvartálů.

V nadcházejícím týdnu uvidíme detailní strukturu HDP také v Česku a v Maďarsku. Především v případě Česka existuje podezření, že za rychlým růstem na konci loňského roku byly především jednorázové faktory - jako např. uspíšené nákupy automobilů před plným promítnutím devizových intervencí do jejich cen.

EUR/CZK: čekání na efekty intervencí

Jan Bureš

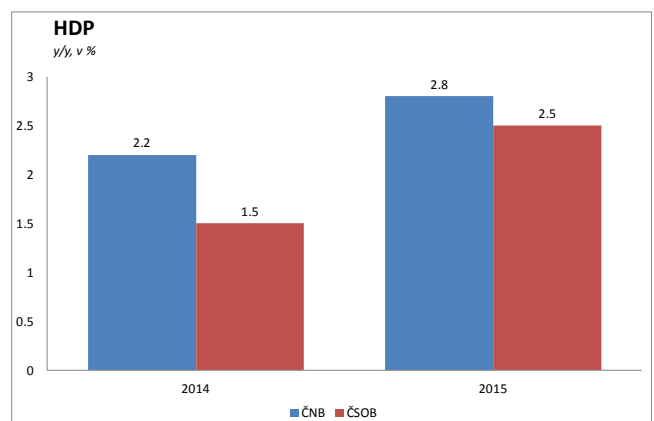
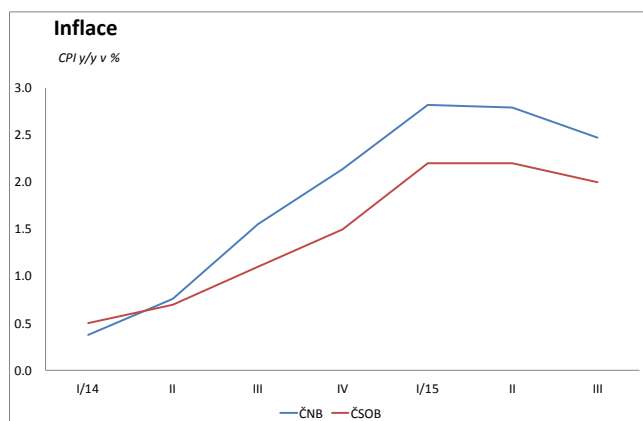
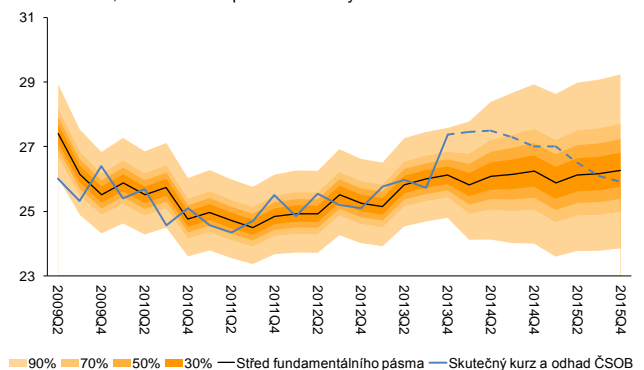
V posledním týdnu jsme revidovali náš výhled na EUR/CZK. Ten je v tuto chvíli kriticky podmíněn další politikou centrální banky. Česká národní banka podle našeho názoru čeká na efekty intervencí. To co ji zajímá nejvíce, není okamžitý nárůst dovozních cen, ale pozitivní přesah intervencí na domácí poptávku – skrze rychlejší investice, nabírání nových pracovníků a růst mezd. Stále se obáváme, že předpoklady únorové prognózy jsou v tomto ohledu příliš optimistické. V květnové nebo srpnové prognóze tak může dojít k vystřízlivění (viz grafy níže).

Otázkou je, jaké bude mít toto vystřízlivění důsledky. Pravděpodobně dojde „pouze“ k oddálení exitu z intervenčního režimu z prvního kvartálu do poloviny roku 2015. Další oslabení intervenčního kurzu považujeme za málo pravděpodobné. Centrální banka pravděpodobně upřednostní benefity plynoucí z dlouhodobé stability kurzu. Je ale možné, že ve vzduchu visící hrozba slabšího kurzu, bude měnový pár udržovat dál vysoko nad 27,00 EUR/CZK.

Celkově však během režimu intervencí proti koruně očekáváme nízkou volatilitu kurzu. Zajímavě se může chovat forwardový kurz ve chvílích, kdy trhy začnou spekulovat na opuštění intervenčního režimu. ČNB v tu chvíli bude tlačena do vyšších objemů intervencí, které trh zahltí korunovou likviditou, a ta může forwardový kurz EUR/CZK dostat pod spotový – tedy výrazně pod 27,00 EUR/CZK.

Poslední otázkou je, jak bude vypadat exit z intervenčního režimu a kam až může koruna posílit? Při opuštění současného kurzového režimu se těžko vyhneme spekulacím na skokové posílení české měny – podle našich odhadů ke 26,10-26,20 EUR/CZK. To může být navíc podpořeno sázkami na první růst úrokových sazeb. Přechod ke „starému“ režimu plovoucího kurzu se ČNB může podařit vyhladit jen za použití masivních intervencí.

Kurz EUR/CZK, fundamentální pásmo a odhady ČSOB



Růst polské ekonomiky úspěšně pokračuje

Petr Báča

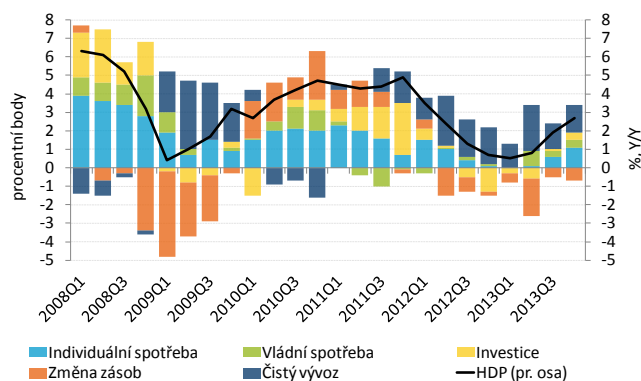
Podíl domácí poptávky na hospodářském růstu se zvyšuje.

V příštím roce čekáme zrychlení ekonomického růstu Polska na 3,4 %.

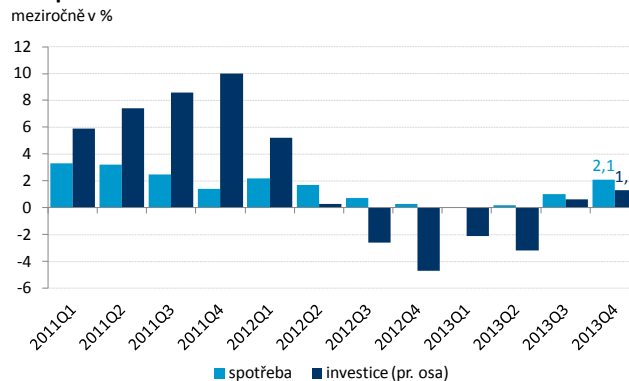
Polský statistický úřad zveřejnil strukturu růstu ekonomiky za poslední čtvrtletí loňského roku. Kromě toho, že potvrdil bleskový odhad z poloviny měsíce (+2,7 % meziročně), tak potvrdil i naše očekávání týkající se vyváženější struktury růstu. Ten byl sice ještě stále tažen především čistými exporty (1,5 procentního bodu), avšak domácí složky poptávky již tentokrát nezůstaly o moc pozadu (1,2 p.b.). Výrazný byl oproti minulému čtvrtletí především meziroční nárůst soukromé spotřeby o 2,1 % (oproti 1,2 % v předchozím období) a dále oživovala i investiční aktivita, která k růstu přispěla 0,4 p.b. Jedinou složkou brzdící růst ekonomiky byla stejně jako v předchozím čtvrtletí změna zásob. Z pohledu nabídkové strany je dobrým znamením pokračující stabilizace stavebnictví, které v posledním čtvrtletí 2013 meziročně klesalo jen o 1,5 %.

Robustnější základy růstu jsou příslibem pozitivního ekonomického vývoje i pro letošní rok, kdy čekáme zrychlení ekonomiky z loňských 1,6 % na 3,4 %. K němu by měla opět pomoci domácí spotřeba podpořená zlepšující se situací na trhu práce a nízkou inflací prostřednictvím rychlejšího růstu reálných mezd. Inflace by podle našich odhadů měla navzdory zrychlení ekonomiky zůstat pod 1,5 %, což následně umožní polské centrální bance držet stabilní úrokové sazby po většinu letošního roku. Pozitivně by se měly i nadále vyvíjet investice podpořené mj. čerpáním evropských fondů. Zvýšení by už tentokrát mohly zaznamenat i dlouhodobě klesající zásoby. Reforma penzijního systému navíc umožní vládě díky jednorázovému poklesu vládního dluhu výraznější podporu ekonomiky, čemuž budou zřejmě narávat i blížící se volby a nejisté vyhlídky současných vládních stran. Naopak, s vyšší spotřebou půjde pravděpodobně ruku v ruce zhoršující se obchodní bilance. V případě čistého exportu, který byl tahounem ekonomiky v minulých dvou a půl letech, lze očekávat, že bude spíše brzdou růstu polského hospodářství.

PL: Příspěvky k růstu HDP

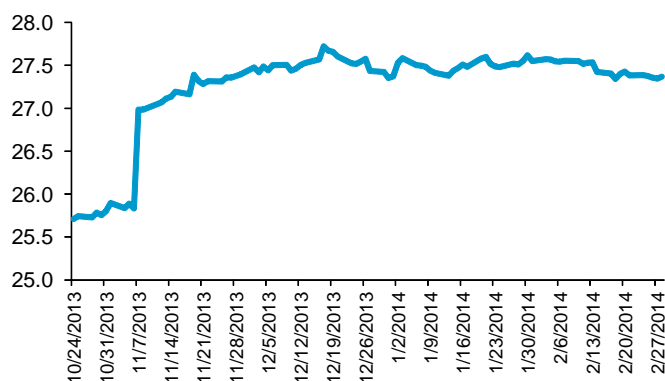


PL: spotřeba a investice

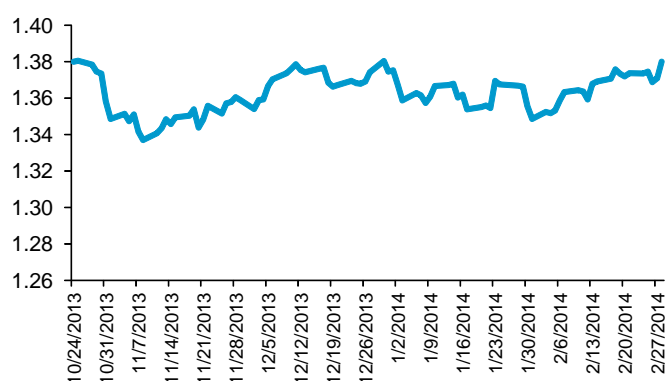


Přehled trhů

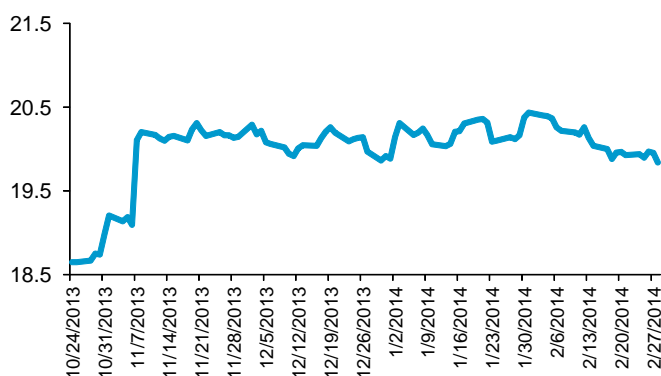
EURCZK



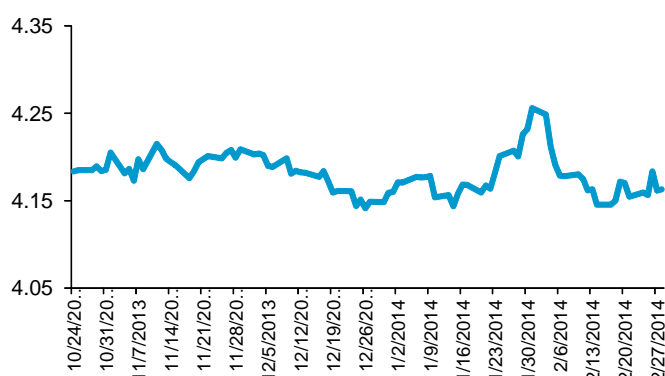
EURUSD



USDCZK



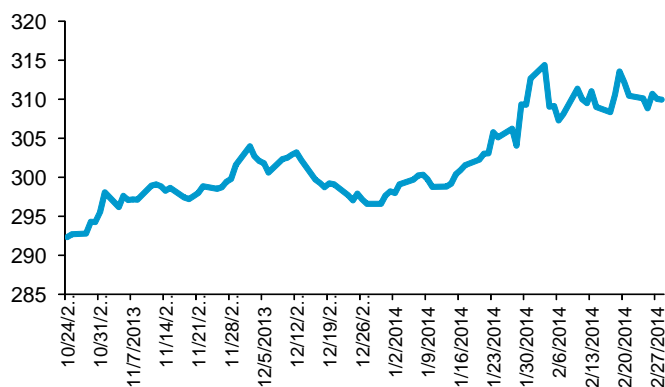
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

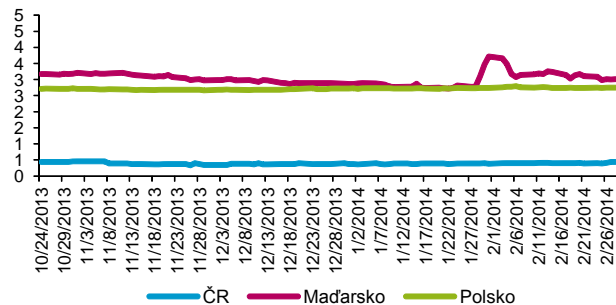


EURHUF

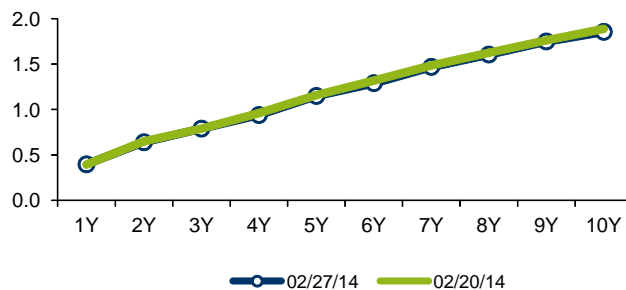


Zdroj: Thomson Reuters

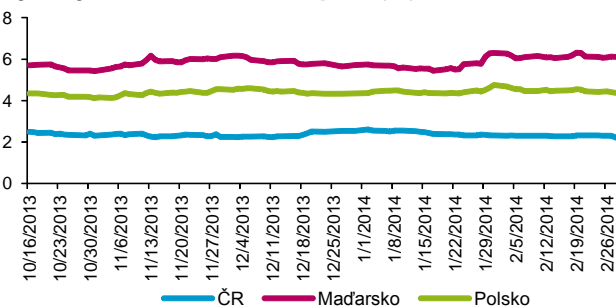
FRA 3x6 (%)



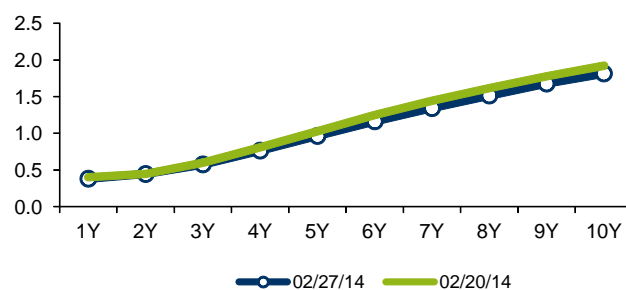
IRS CZK (%)



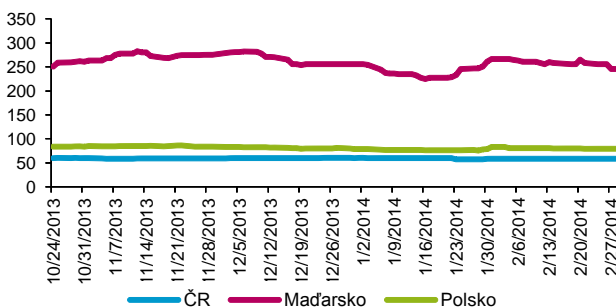
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



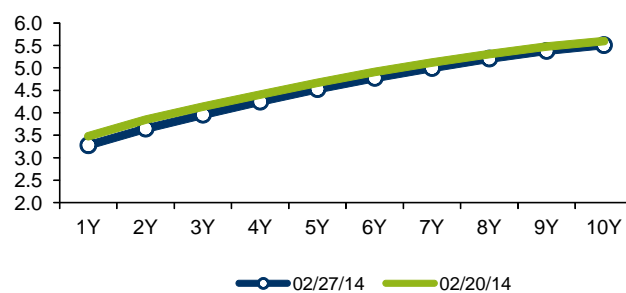
IRS EUR (%)



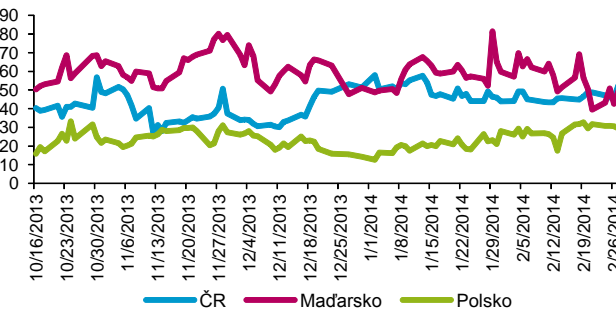
CDS 5Y (bps)



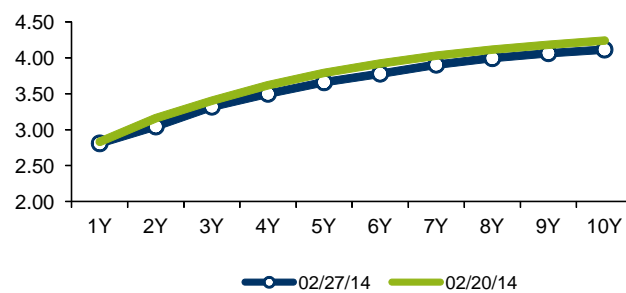
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ST cca 12:00, PL Zasedání NBP

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

PL: Sazby i nadále beze změny

Polská centrální banka patrně ponechá na svém střeďečním zasedání úrokové sazby beze změny. Inflace zůstává i nadále hluboko pod cílem centrální banky (v lednu podle předběžných odhadů dosáhla pouze 0,7 % meziročně), zatímco růst ekonomiky úspěšně pokračuje a i jeho struktura se vyvíjí pozitivně. Kombinace nízké inflace a oživujícího růstu podle nás umožní držet úrokové sazby beze změny po většinu letošního roku.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Polsko	03.03.2014	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		02/2014					55.4	
Maďarsko	03.03.2014	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		02/2014					57.9	
ČR	03.03.2014	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		02/2014					55.9	
Francie	03.03.2014	9:50	Index nákupních manažerů v průmyslu		02/2014 *F					48.5	
Německo	03.03.2014	9:55	Index nákupních manažerů v průmyslu		02/2014 *F					54.7	
EMU	03.03.2014	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		02/2014 *F					53	
ČR	03.03.2014	14:00	Rozpočtové saldo	mld. CZK	02/2014					45	
USA	03.03.2014	14:30	Osobní příjmy	%	01/2014			0.2		0	
USA	03.03.2014	14:30	Osobní výdaje	%	01/2014			0.1		0.4	
USA	03.03.2014	14:30	Deflátor osobní spotřeby	%	01/2014			0.1	1.1	0.2	1.1
USA	03.03.2014	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	01/2014			0.1	1.1	0.1	1.2
EMU	03.03.2014	15:00	Projev Draghiho v Bruselu	ECB	03/2014						
USA	03.03.2014	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		02/2014	51		52.2		51.3	
USA	03.03.2014	16:00	Cenový subindex ISM		02/2014			56.5		60.5	
USA	03.03.2014	23:00	Prodej domácích automobilů	mil. USD	02/2014			11.9		11.94	
USA	03.03.2014	23:00	Celkový prodej automobilů	mil. USD	02/2014			15.4		15.16	
EMU	04.03.2014	11:00	Výrobní ceny	%	01/2014					0.2	-0.8
Maďarsko	05.03.2014	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	12/2013 *F					289.8	
Maďarsko	05.03.2014	9:00	Maloobchodní tržby	%	01/2014						1.8
Maďarsko	05.03.2014	9:00	HDP	%	4Q/2013 *F					0.6	2.7
EMU	05.03.2014	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		02/2014 *F					51.7	
EMU	05.03.2014	11:00	Maloobchodní tržby	%	01/2014					-1.6	-1
EMU	05.03.2014	11:00	HDP	%	4Q/2013 *P					0.3	0.5
Polsko	05.03.2014	14:00	Zasedání RPP	%	03/2014	2.5		2.5		2.5	
USA	05.03.2014	14:15	ADP report z trhu práce	tis.,nsa	02/2014			158		175	
USA	05.03.2014	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM		02/2014			53.7		54	
USA	05.03.2014	20:00	Běžová kniha	Fed	02/2014						
ČR	06.03.2014	9:00	HDP	%	4Q/2013 *P					1.6	0.8
Maďarsko	06.03.2014	9:00	Průmyslová výroba	%	01/2014 *P					-1.9	4.4
Německo	06.03.2014	12:00	Tovární zakázky	%	01/2014					-0.5	6
EMU	06.03.2014	13:45	Zasedání ECB	%	03/2014			0.25		0.25	
EMU	06.03.2014	14:30	Projev Draghiho na měsíční tiskové konferenci	ECB	03/2014						
USA	06.03.2014	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	02/2014					348	
USA	06.03.2014	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	02/2014					2964	
USA	06.03.2014	16:00	Tovární zakázky	%	01/2014			-0.3		-1.5	
USA	06.03.2014	19:00	Projev Plossera o měnové politice v Londýně	Fed	03/2014						
USA	07.03.2014	0:00	Projev Lockharta o ekonomice ve Washingtonu	Fed	03/2014						
Německo	07.03.2014	12:00	Průmyslová výroba	%	01/2014					-0.6	2.6
USA	07.03.2014	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis.,nsa	02/2014	178		150		113	
USA	07.03.2014	14:30	Obchodní bilance	mld. USD	01/2014			-39.5		-38.7	
USA	07.03.2014	14:30	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis.,nsa	02/2014	183		155		142	
USA	07.03.2014	14:30	Míra nezaměstnanosti	%	02/2014			6.6		6.6	
USA	07.03.2014	14:30	Průměrná hodinová mzda	%	02/2014			0.2		0.2	1.9
USA	07.03.2014	18:00	Projev Dudleye o ekonomice v New Yorku	Fed	03/2014						
USA	07.03.2014	18:30	Projev Bernankeho na konferenci v Houstonu		03/2014						

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	poslední změna	
Česko	2T repo	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	-20 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depó	2.70	3.60	3.00	4.00	4.50	4.50	-15 bps	2/18/2014
Polsko	2T inter. sazba	2.50	2.50	2.50	2.50	2.75	3.00	-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	2.75	3.56	2.99	3.50	3.70	4.00
Polsko	WIBOR 3M	2.71	2.67	2.71	2.75	3.00	3.25

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
Česko	CZ10Y	1.86	2.06	2.09	1.95	2.15	2.30
Maďarsko	HU10Y	5.46	5.17	5.25	6.10	6.20	5.80
Polsko	PL10Y	4.12	4.24	4.25	4.05	4.35	4.60

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	310	297	297	300	300	300
Polsko	EUR/PLN	4.16	4.22	4.16	4.20	4.10	4.00

HDP

	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
Česko	-2.3	-1.7	-1.2	0.8	1.2	1.3	1.7
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	3.4

Inflace

	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
Česko	1.7	1.6	1.0	1.4	0.5	0.7	1.1
Maďarsko	2.2	1.9	1.4	0.4	0.5	0.6	0.7
Polsko	1.0	0.2	1.0	0.7	1.3	1.9	1.5

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

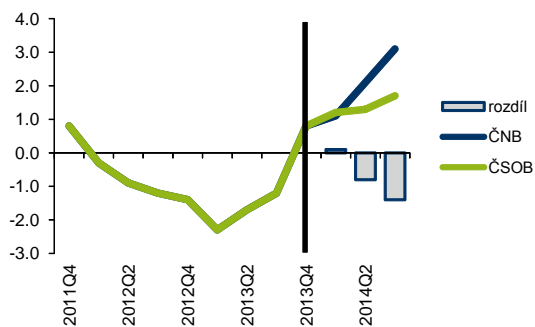
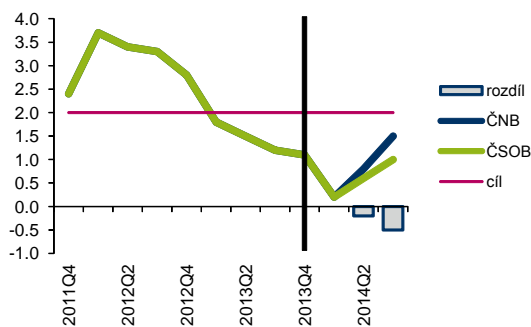
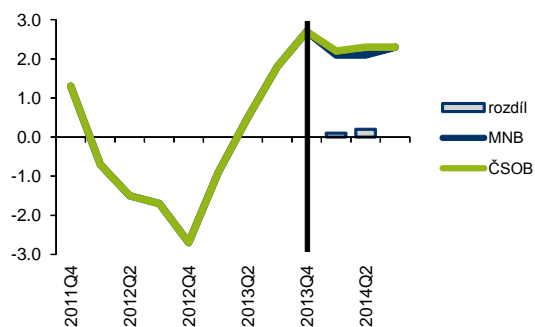
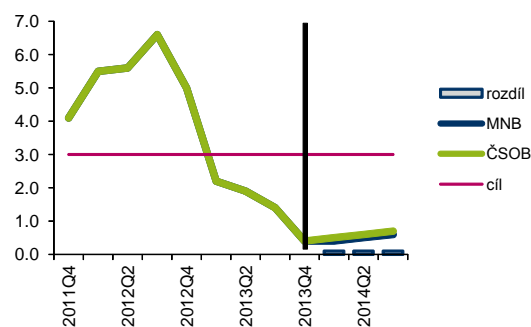
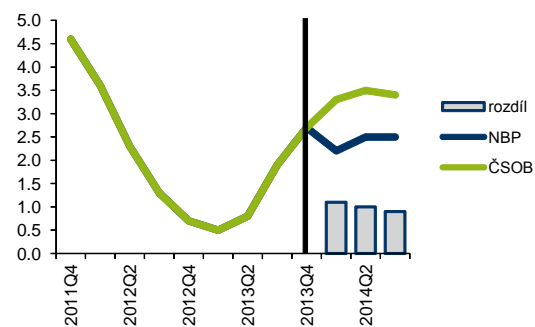
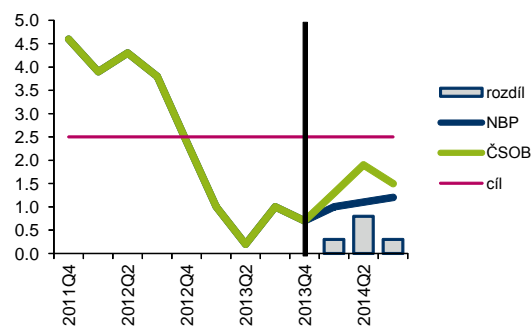
	2013	2014
Česko	-1.1	-1.2
Maďarsko	2.0	2.2
Polsko	-1.6	-1.6

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.