



● Střední Evropa

Dopady rusko-ukrajinské krize

2

● Výhled na týden

Měnová politika MNB a ČNB beze změn

5

Schyluje se v regionu k dalšímu uvolnění měnové politiky?

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	27,57	↗	↗
EUR/HUF	310,8	↗	↗
EUR/PLN	4,19	↗	↗
3M PRIBOR	0,35	→	→
3M BUBOR	2,09	↘	↘
3M WIBOR	2,42	→	↘
10Y CZK	1,18	→	→
10Y PLN	3,17	→	→
10Y HUF	4,76	→	→
3M EURIBOR	0,08	→	→
10Y EMU	1,06	→	→

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Ukrajinská krize, slábnoucí hospodářský růst v eurozóně a v neposlední řadě i politika ECB míchají kartami i ve středoevropském regionu. Výše uvedené faktory přitom probudí k akci centrální banky, které si již myslely, že další expanzivní akce nebudou zapotřebí. Polská centrální banka (NBP) již fakticky oznámila, že se více než po roce chystá oživit dříve uspaný cyklus snižování úrokových sazeb a podobný krok se nakonec zcela nevylučuje ani v případě Maďarska (MNB).

MNB přitom při posledním snížení základní úrokové sazby na úroveň 2,10 % v červenci uvedla, že úroky jsou ale opravdu na dně a vydrží zde velmi dlouho. Nicméně bankovní rada v reakci na poslední expanzivní kroky ECB uvedla, že její manévrovací prostor se zvýšil. Přesto by snížení úroků (zasedání je v úterý) bylo velkým překvapením a to nejen pro nás. Celková inflace sice v Maďarsku zůstává velmi nízko, avšak výlučně díky jednorázovým faktorům.

O holubičí náladě panující v NBP není pochyb. Potvrdil ji i zápis z posledního zasedání Výboru pro měnovou politiku (RPP). Ten odhalil dvojitý hlasování o snížení sazeb - 50 a 25 základních bodů - které však ani v jednom případě nezískalo dostatečnou podporu. Zápis zdůrazňoval zejména vnější rizika (mezi nimi právě i politiku ECB) a vcelku explicitně v něm bylo uvedeno, že na příštím zasedání (8. října) dojde ke snížení sazeb, pokud zářijová data výrazně nezmění názor RPP na hospodářský vývoj. Srpnový meziroční pokles průmyslové produkce o 1,9 % a cen o 0,3 % nelze za pozitivní signál vnímat snad již ani v Řecku, o Polsku ani nemluvě.

Dopady rusko-ukrajinské krize

Jan Bureš

Ze střední Evropy je vůči stávajícím sankcím nejvíce exponováno Polsko.

Česko by nejvíce poškodily nové sankce v oblasti automobilového průmyslu a strojírenství, Maďarsko pak omezení v oblasti farmaceutického průmyslu.

Nejvíce citlivé na další zpomalení ruského hospodářství je Polsko.

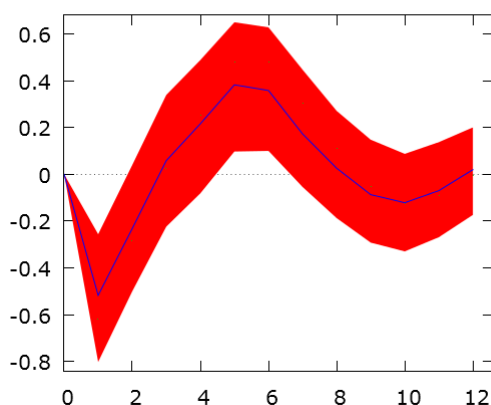
Ruské sankce zatím ve střední Evropě neudělali velkou revoluci. I poměrně výrazný pokles poptávky z Ruska tak zatím nezvrátil pozitivní trend celkových vývozů ve většině evropských zemí a zahraniční obchod měl nakonec ve druhém kvartále pouze lehce negativní příspěvek, častokrát daný také slušným tempem dovozů.

Na druhé straně je třeba podotknout, že v dostupných číslech zatím nevidíme poslední rozjezd sankcí jak ze strany EU, tak Ruska. V číslech za srpen a září se dá tedy očekávat další zhoršení vývozů do Ruska, které bude částečně odrážet nové sankce, ale především horší výkon ruské ekonomiky. Česko je relativně málo zranitelné vůči dosud přijatým sankcím - podíl v dotčených odvětvích (zbraně, zboží a technologie dvojího užití, technologie pro ropné odvětví, maso, mléčné výrobky, zelenina a ovoce) není v případě Česka vysoký. Ze střední Evropy je na tom relativně nejhůře Polsko, které do Ruska vyváží velké množství ovoce a zeleniny - více než sedm procent celkových vývozů do Ruska. I tak to ale polskou ekonomiku výrazně nepoškodí. Otázkou je, co bude následovat dál? Mohou přijít nové sankce a především další propad ruské ekonomiky.

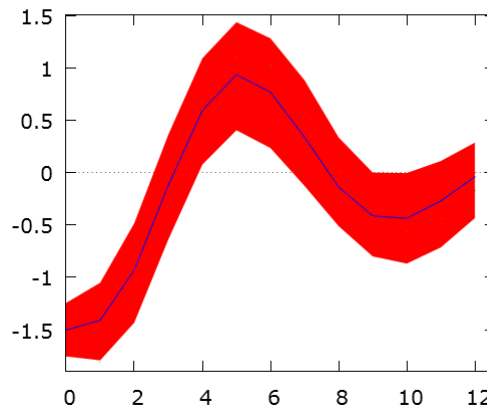
V případě českého hospodářství by nejvíce bolelo rozšíření ruských sankcí na automobilový průmysl a na širší škálu strojírenských výrobků. Silniční vozidla tvoří více jak čtvrtinu celkových vývozů do Ruska - v roce 2013 přes třicet miliard korun. Maďarsko by bylo nejvíce zasaženo omezeními v oblasti farmaceutického průmyslu, které tvoří také zhruba čtvrtinu veškerých ruských vývozů. Polsko má na rozdíl od Česka a Maďarska štěstí, že vývozy do Ruska nejsou příliš koncentrované v žádném sektoru. Na druhou stranu má ale pro Poláky ruský trh suverénně nejvyšší váhu v celkových vývozech - skoro devět procent celkových vývozů míří právě do Ruska. Proto citlivostní analýzy ukazují na vyšší zranitelnost Polska vůči dalšímu propadu ruského hospodářství.

Šok v podobě zvolnění ruského růstu o 1,5 procentního bodu meziročně, by podle našich odhadů snížil český a maďarský růst v nejbližších kvartálech "pouze" o 0,1-0,2 procentní body, zatímco polský o 0,4-0,5 bodu. Přes vyšší citlivost Polska i tak analýzy celkově ukazují, že lehkou recesi Ruska by měly všechny středoevropské ekonomiky bez větších problémů ustát. Aby bylo české oživení ohroženo, muselo by ruské hospodářství propadnout daleko výrazněji. Do mělké recese (okolo půl procenta) by českou ekonomiku mohl vrátit propad ruského hospodářství okolo osmi procent. Ten alespoň zatím není na pořadu dne.

Polsko (reakce na šok do ruského HDP)

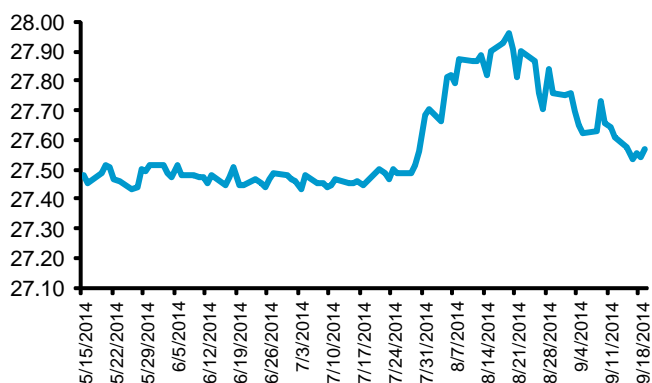


Rusko (šok do HDP v p.b. y/y)

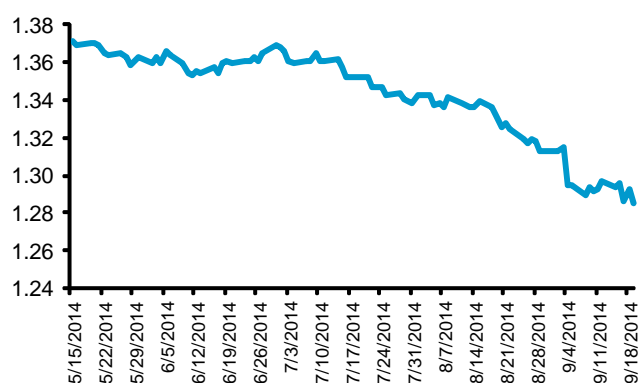


Přehled trhů

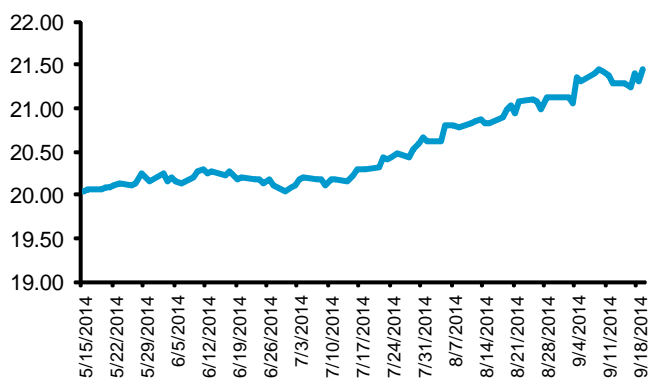
EURCZK



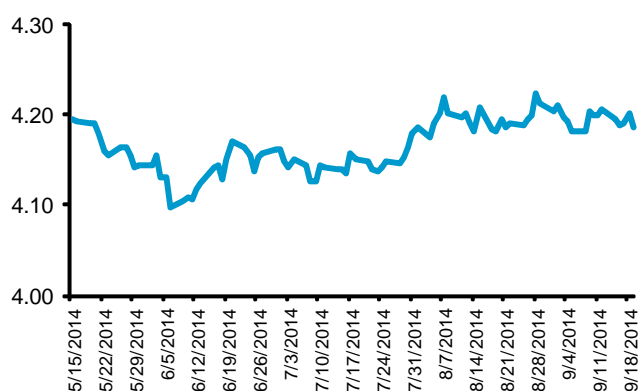
EURUSD



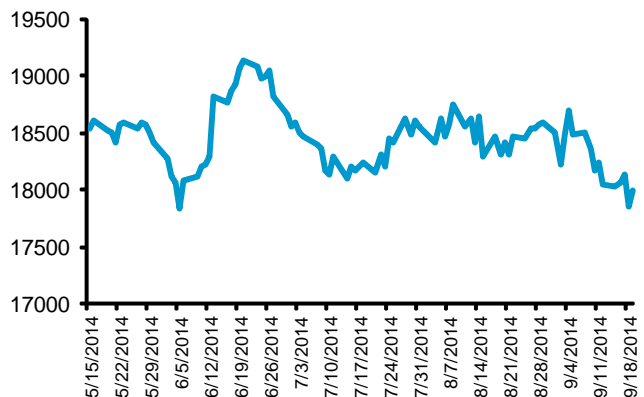
USDCZK



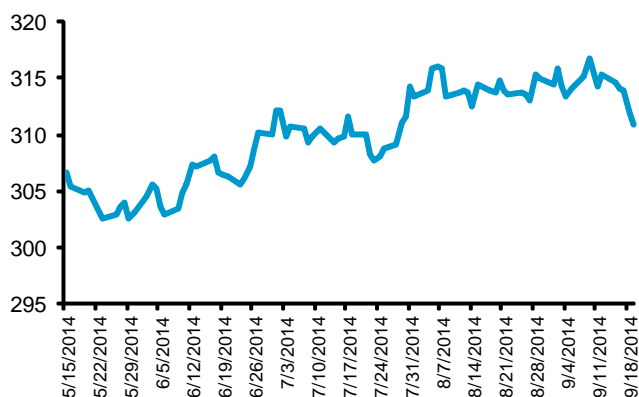
EURPLN



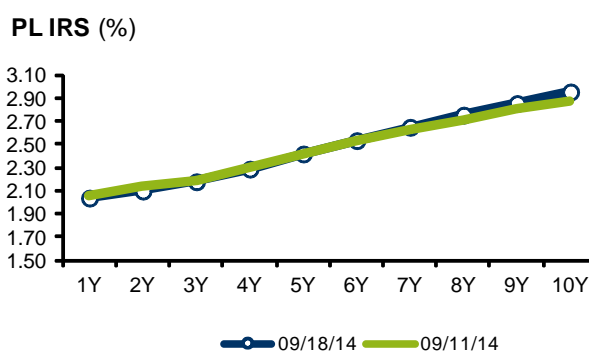
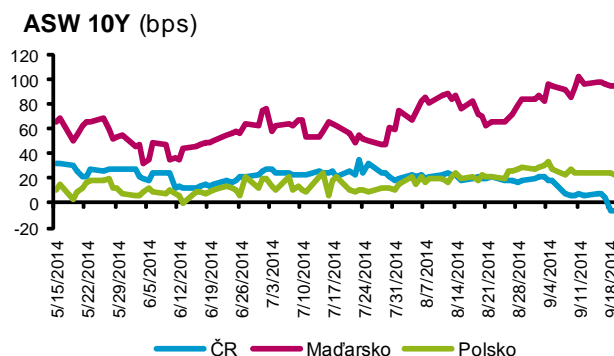
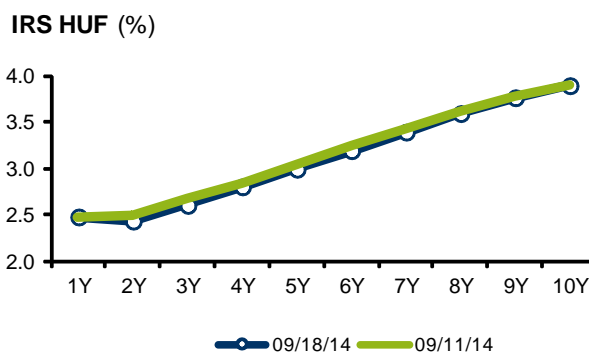
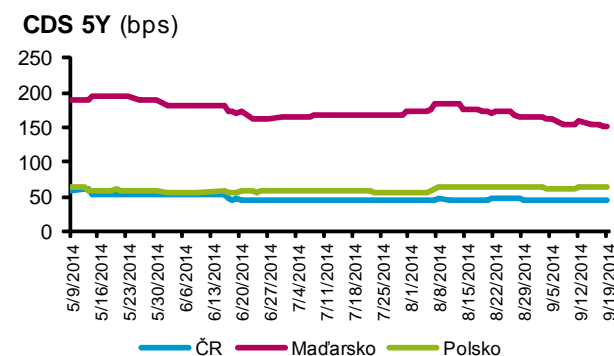
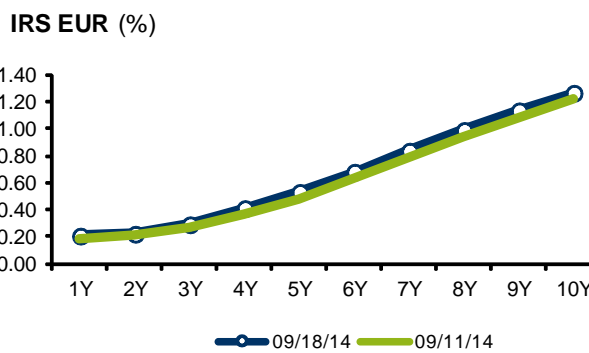
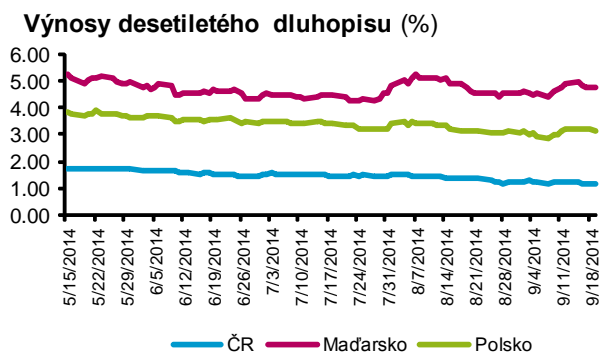
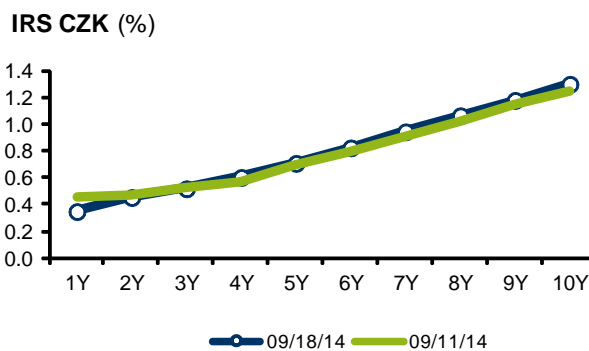
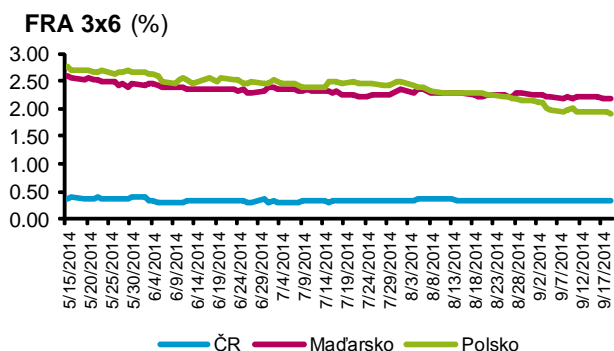
DIESEL (CZK/t)



EURHUF



Zdroj: Thomson Reuters



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ÚT 14:00, HU Zasedání MNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	2,10	7/2014
změna v b. bodech	0	-20

HU: MNB politiku nezmění

Bankovní rada MNB sice v reakci na poslední expanzivní kroky ECB uvedla, že její manévrovací prostor se zvýšil. Přesto snížení úroků či jiná změna politiky není na pořadu dne. Celková inflace sice v Maďarsku zůstává velmi nízko, avšak výlučně díky jednorázovým faktorům jako redukcím u státem regulovaných cen či nižším cenám energií potravin (v důsledku dobré úrody).

ČT 13:00, CZ Zasedání ČNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	0,05	11/2012
změna v p. bodech	0	-20

CZ: Měnová politika beze změny

Záříjové zasedání bankovní rady ČNB by nemělo přinést žádné překvapení. Na stole nebude ani nová prognóza a zřejmě ani žádné překvapující zprávy z ekonomiky. Inflace zůstává hluboko pod cílem centrální banky, nicméně v posledních dvou měsících alespoň stále setrvává dvě desetiny procentního bodu nad aktuální prognózou ČNB. Když k tomu připočteme velmi pozitivní data z ekonomiky, tak důvod k akutnímu zásahu ze strany banky lze najít jen obtížně. ČNB již několikrát dala najevo, že sazby jsou na svých minimech, takže k jejich dalšímu pohybu po vzoru ECB, která zvolila zápornou depozitní sazbu, nepředpokládáme. Z pohledu kurzu je podstatné vyznění prohlášení z minulého zasedání, kde se praví, že "pro posun hladiny kurzového závazku na slabší úroveň by bylo třeba, aby bankovní rada shledala další zřetelné posílení protiinflačních vlivů". A k takovému vývoji v tuto chvíli v ČR nedochází. Předpokládáme rovněž, že na případný další krok by ČNB finanční trhy připravovala s dostatečným předstihem. Proto považujeme zachování současné dolní hranice kurzu ve výši 27 CZK/EUR za nejpravděpodobnější scénář.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	22.09.2014	12:00	Projev Praeta v Berlíně	ECB	09/2014						
EMU	22.09.2014	15:00	Projev Draghiho v evropském parlamentu v Bruselu	ECB	09/2014						
USA	22.09.2014	16:00	Prodej stávajících domů	mil.	08/2014			5,2		5,15	
EMU	22.09.2014	16:00	Index spotřebitelské důvěry		09/2014 *A			-10,5		-10	
USA	22.09.2014	16:05	Projev Dudleye o ekonomice v New Yorku	Fed	09/2014						
EMU	22.09.2014	17:00	Projev Barniera na konferenci v Bruselu	ECB	09/2014						
USA	23.09.2014	1:30	Projev Kocherlakota v Michiganu	Fed	09/2014						
Maďarsko	23.09.2014	8:30	Běžný účet	mld. HUF	2Q/2014			990		984	
Francie	23.09.2014	8:45	HDP	%	2Q/2014 *F			0	0,1	0	0,1
Francie	23.09.2014	8:45	Index podnik. nálady INSEE		09/2014					91	
Francie	23.09.2014	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		09/2014 *P			47		46,9	
Německo	23.09.2014	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		09/2014 *P			51,3		51,4	
Polsko	23.09.2014	10:00	Maloobchodní tržby	%	08/2014			-1,2	1,4	4,7	2,1
Polsko	23.09.2014	10:00	Míra nezaměstnanosti	%	08/2014			11,8		11,9	
EMU	23.09.2014	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		09/2014 *P			50,8		50,7	
EMU	23.09.2014	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		09/2014 *P			53		53,1	
Maďarsko	23.09.2014	14:00	Zasedání MNB	%	09/2014	2,1		2,1		2,1	
USA	23.09.2014	15:00	Projev Bullarda v St. Louis	Fed	09/2014						
USA	23.09.2014	15:20	Projev Powella o bankovníctví v St. Louis	Fed	09/2014						
USA	23.09.2014	15:30	Projev George na konferenci v St. Louis	Fed	09/2014						
USA	23.09.2014	19:00	5letá aukce	mld. USD	09/2014			29			
USA	23.09.2014	20:00	Projev Kocherlakota v Michiganu	Fed	09/2014						
USA	24.09.2014	3:15	Projev George o ekonomice ve Wyomingu	Fed	09/2014						
Německo	24.09.2014	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo		09/2014			105,8		106,3	
Německo	24.09.2014	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)		09/2014			110,2		111,1	
Německo	24.09.2014	10:00	Index Ifo (očekávání)		09/2014			101,2		101,7	
USA	24.09.2014	16:00	Prodej nových domů	tis.	08/2014			430		412	
USA	24.09.2014	19:00	5letá aukce	mld. USD	09/2014			35			
USA	24.09.2014	19:00	Projev Evanse o měnové politice ve Washingtonu	Fed	09/2014						
EMU	25.09.2014	10:00	Peněžní zásoba M3	%	08/2014				1,9		1,8
ČR	25.09.2014	13:00	Zasedání ČNB	%	09/2014	0,05		0,05		0,05	
USA	25.09.2014	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	09/2014					280	
USA	25.09.2014	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	09/2014					2429	
USA	25.09.2014	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	%	08/2014			-17		22,6	
USA	25.09.2014	14:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostřed.	%	08/2014			0,5		-0,8	
USA	25.09.2014	19:00	7letá aukce	mld. USD	09/2014			29			
USA	25.09.2014	19:20	Projev Lockharta o ekonomice v Mississippi	Fed	09/2014						
Německo	26.09.2014	8:00	Spotřebitelská důvěra GfK		10/2014			8,5		8,6	
Francie	26.09.2014	8:45	Index spotřebitelské důvěry		09/2014			86		86	
Maďarsko	26.09.2014	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	08/2014					7,9	
USA	26.09.2014	14:30	HDP	%	2Q/2014 *A			4,6		4,2	
USA	26.09.2014	14:30	Soukromá spotřeba	%	2Q/2014			3		2,5	
USA	26.09.2014	14:30	Cenový index HDP	%	2Q/2014			2,1		2,1	
USA	26.09.2014	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	2Q/2014					2	
USA	26.09.2014	15:55	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		09/2014 *F			85		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	2,50	2,50	2,50	2,50	2,00	2,00	-25 bps	7/3/2013

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Česko	PRIBOR 3M	0,35	0,37	0,35	0,35	0,35	0,35
Maďarsko	BUBOR 3M	2,09	2,67	2,34	2,15	2,15	2,15
Polsko	WIBOR 3M	2,42	2,71	2,68	2,45	2,20	2,20

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Česko	CZ10Y	1,29	1,84	1,34	1,40	1,50	1,75
Maďarsko	HU10Y	3,90	4,95	3,77	3,50	3,50	3,65
Polsko	PL10Y	2,93	4,03	3,39	2,75	2,60	2,60

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Česko	EUR/CZK	27,6	27,45	27,45	27,90	27,70	27,40
Maďarsko	EUR/HUF	311	307	310	310	310	310
Polsko	EUR/PLN	4,19	4,17	4,16	4,19	4,17	4,17

HDP

	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Česko	-1,0	1,1	2,9	2,7	2,5	1,2	1,2
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	1,0	1,4	2,0
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 (%)

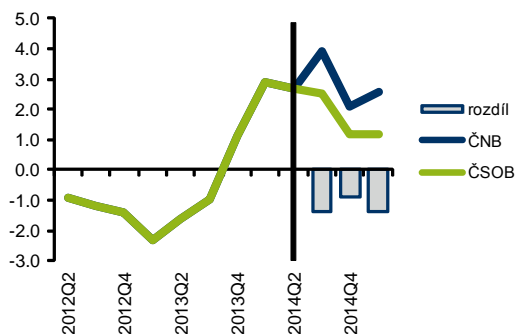
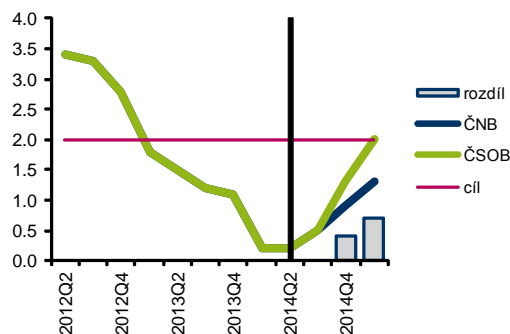
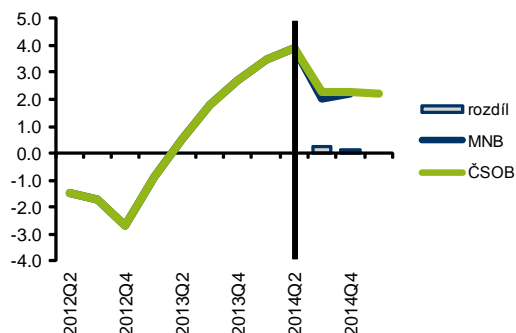
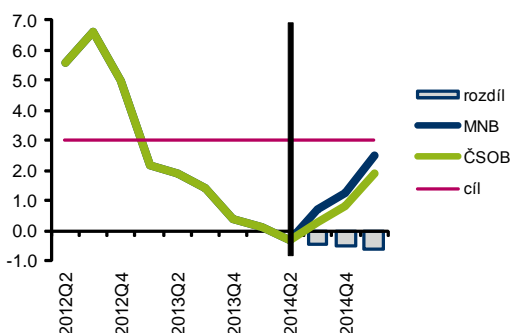
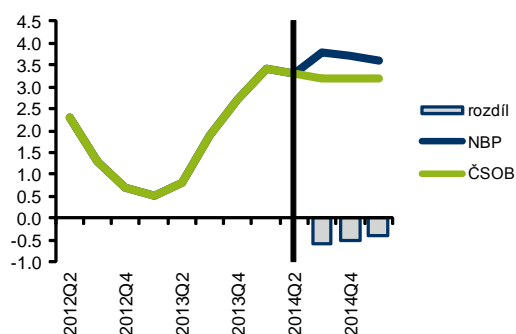
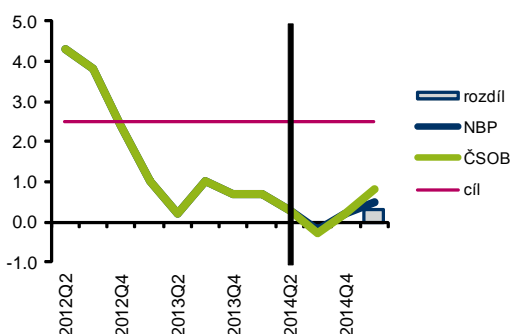
	2013	2014
Česko	-1,4	-1,4
Maďarsko	2,0	2,2
Polsko	-1,2	-2,5

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

	2013	2014
Česko	-1,5	-2,5
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.