



● Česká republika a Maďarsko

Doba bezinflační

2

● Výhled na týden

Sazby ČNB a MNB zůstanou beze změny

5

Komu pomohou nízké ceny ropy?

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	27.60	→	→
EUR/HUF	309.1	→	→
EUR/PLN	4.18	→	→
3M PRIBOR	0.34	→	→
3M BUBOR	2.10	→	→
3M WIBOR	2.06	→	→
10Y CZK	0.82	→	→
10Y PLN	2.61	→	↘
10Y HUF	3.57	→	→
3M EURIBOR	0.08	→	→
10Y EMU	0.63	→	→

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Ceny ropy minulý týden propadly o dalších více než 8 % a spadly tak pětiletá minima. Ani to však v nejbližší době nemusí být konec medvědí nálady na tomto trhu. Éra nízké ceny ropy by navíc neměla jen tak odeznít. V roce 2015 očekáváme, že ropa Brent zůstane v průměru okolo 65 USD za barel. Proto zajímavé se více jsme se rozhodli podívat na to, co levná ropa střední Evropě makroekonomicky přinese, neboť to bude mít i svoje tržní implikace.

Střední Evropa má obecně štěstí a patří k regionům, které mohou z nízké ceny ropy těžit. Je čistým dovozcem ropy a čistým dovozcem je také největší obchodní partner - země eurozóny. Nižší ceny ropy na prvním místě mohou podpořit reálné příjmy a spotřebu domácností. Jak se promítne nižší cena ropy do cen benzínu, ale záleží i na specifických místních tržích, podílu daní na celkové ceně a vlivu měnového kurzu. Jak se ceny nakonec odrazí v peněženkách domácností je nakonec ovlivněno i celkovým podílem útrat na benzín na spotřebitelských výdajích. Pokud vezmeme v potaz všechny faktory, nakonec by nejvíce měly pomoci nižší ceny ropy Maďarům a relativně nejméně Čechům.

Druhým možným blahodárným dopadem levné ropy je přímý pozitivní vliv na produkční schopnosti průmyslu. Zde nejsou efekty úplně jednoznačné. Historicky vzato působily ve střední Evropě pozitivně pouze poklesy cen ropy vyvolané nabídkovými šoky. A těch nebylo mnoho - většinu volatility na trhu s ropou v minulosti obstarávala kombinace poptávkových šoků a spekulace. Pokud ale budeme věřit, že alespoň část dnešního propadu cen ropy je způsobena vyšší nabídkou, může to středoevropskému průmyslu přinést lehce kladné body. Nejvíce opět v Maďarsku.

Takové zprávy by samozřejmě měly být pro středoevropský region rajskou hudbou. V případě měn i vládních dluhopisů je již také cítit, že trhy pozitivní dopad cen zohledňují.

Doba bezinflační

Petr Dufek, Petr Báča

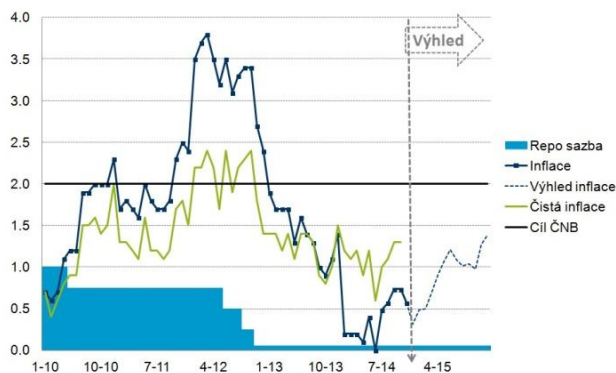
Levnější benzín a alkohol poslaly českou inflaci dolů.

Inflace v listopadu po čase opět zamířila směrem dolů a to především díky zlevnění pohonných hmot odstartovaného pádem cen ropy na světových trzích. Nebyly to ovšem pohonné hmoty samotné ale i alkohol, který přispěl ke snížení meziroční inflace cílované centrální bankou na 0,6 %. Inflace zůstává pod cílem i pod prognózou centrální banky. Ukazuje se, že žádné viditelné poptávkové inflační tlaky zde stále nevznikají a navzdory devalvaci řada spotřebního zboží zlevňuje. Vděčíme za to především silné konkurenci a technologickému pokroku v oblasti spotřební elektroniky včetně mobilních telefonů. Naproti tomu za potraviny si před Vánocemi mírně připlatíme (oproti loňsku) stejně jako za obuv a oblečení, které po loňském oslabení koruny snad jako jedny z mála reagují cenovým růstem. Celková průměrná inflace letos skončí velmi blízko nuly, a to hlavně zásluhou neopakovatelného výrazného zlevnění energií, s nímž už pro příští rok počítat nemůžeme. Stejně tak povolna vyprchá i efekt „revoluce“ na trhu s mobilními telekomunikačními službami. Nízká inflace v době jen pomalého růstu mezd napomáhá ke zlepšení reálné finanční situace domácností. Navíc co lidé ušetří na pohonných hmotách či energiích mohou utratit za jiné zboží a služby. A inflace se přitom bát nemusíme ani v příštím roce. Sice se časem dostane lehce nad jedno procento, avšak s žádným dramatickým zvýšením cen se počítat nedá. Navíc ani zlevnění pohonných hmot ještě není u konce.

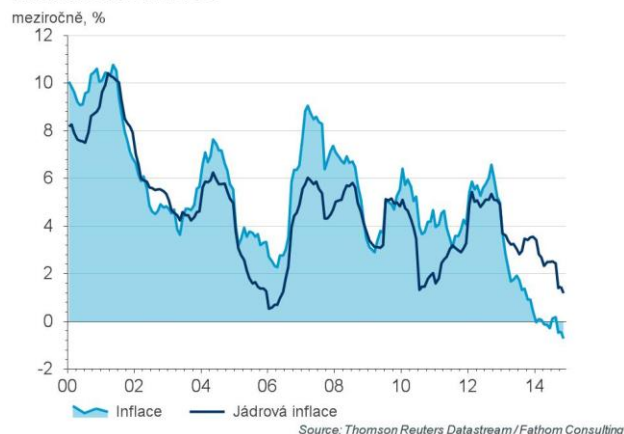
Maďarsko v hluboké deflaci.

Pokles cen ropy se velmi zřetelně projevil na maďarské inflaci, která se v listopadu dostala až na -0,7 % meziročně (tedy do poměrně hluboké deflace). Propad celkové inflace byl doprovázen i poklesem inflace jádrové (na 1,2 % y/y), což se projevilo i na kurzu forintu, který oslabil asi o 0,3 %. Nicméně podle nás nechají inflační čísla centrální banku pravděpodobně v klidu, jak vyplývá z posledního zápisu z jednání MNB.

CZ: Inflace vs. hlavní sazba ČNB

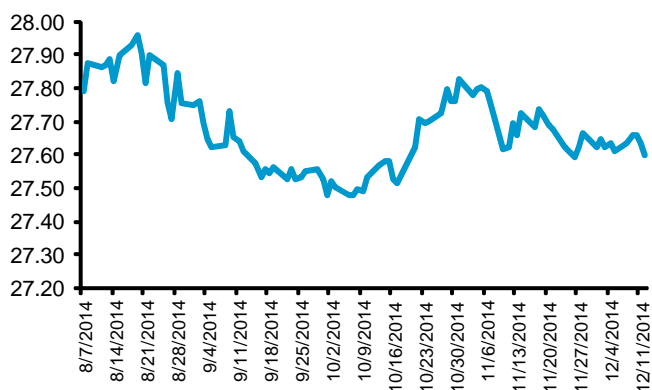


Maďarsko: Inflace

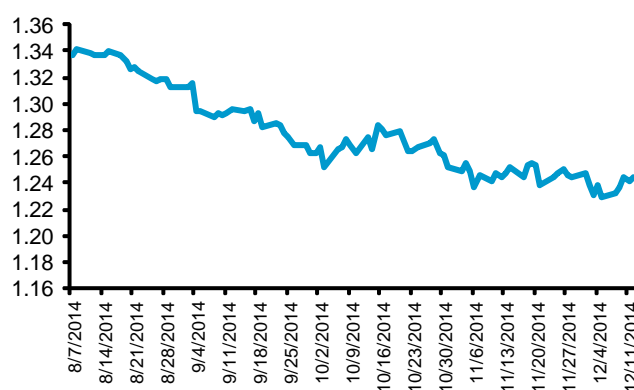


Přehled trhů

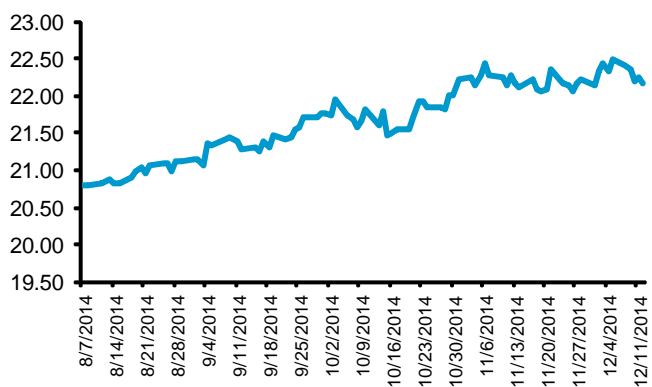
EURCZK



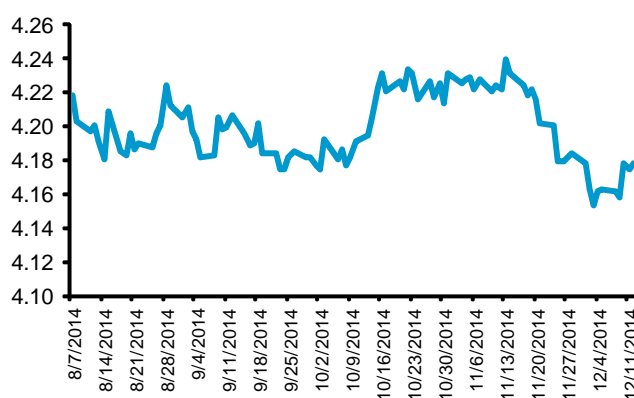
EURUSD



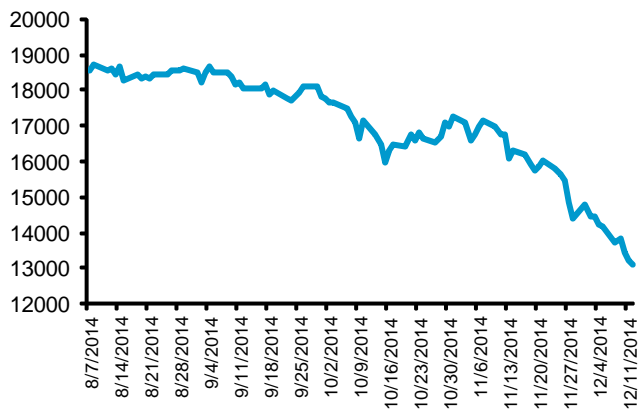
USDCZK



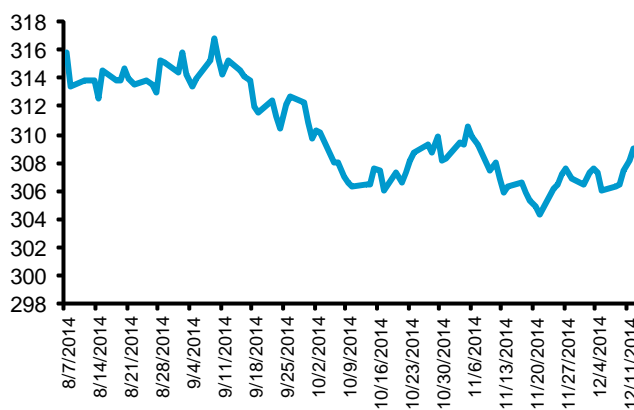
EURPLN



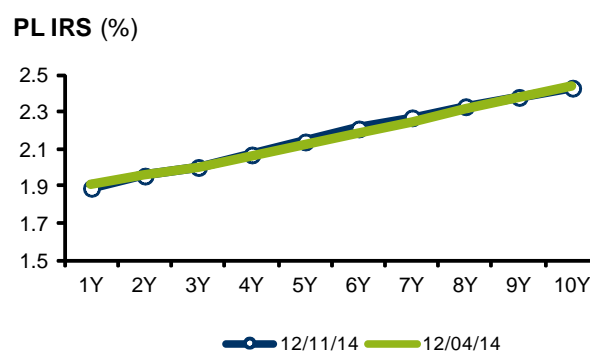
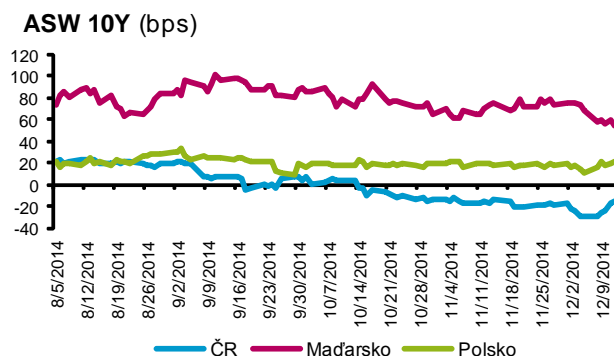
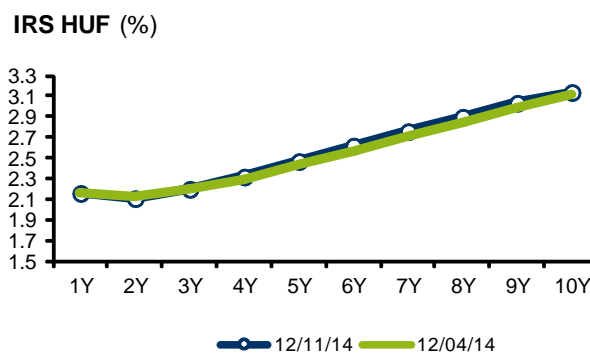
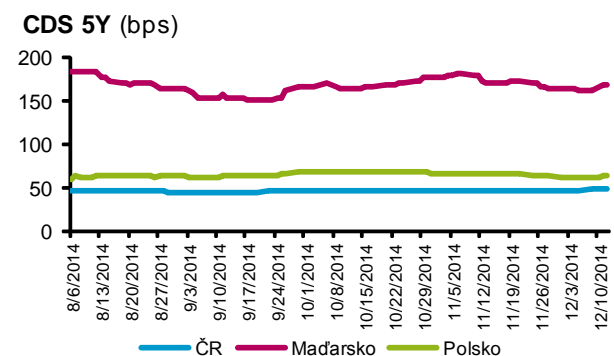
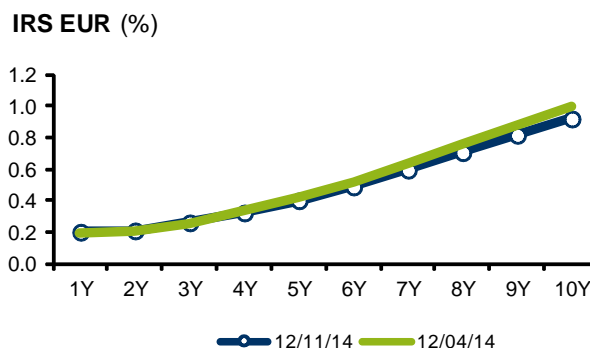
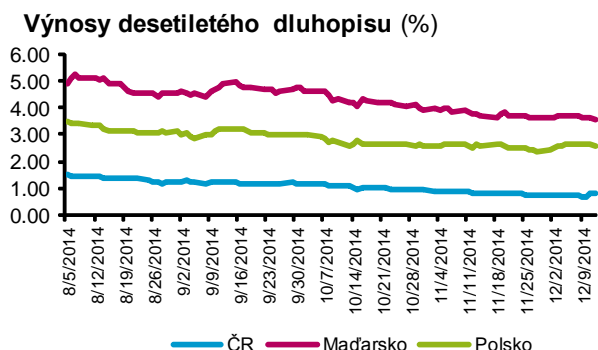
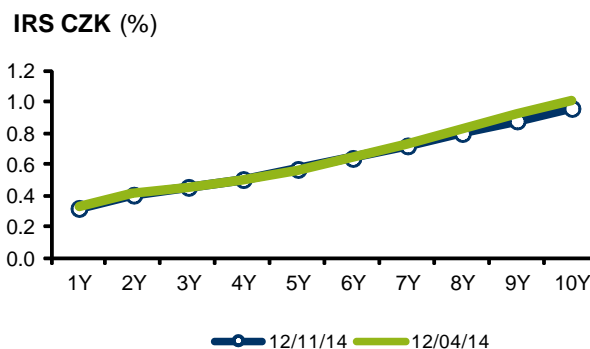
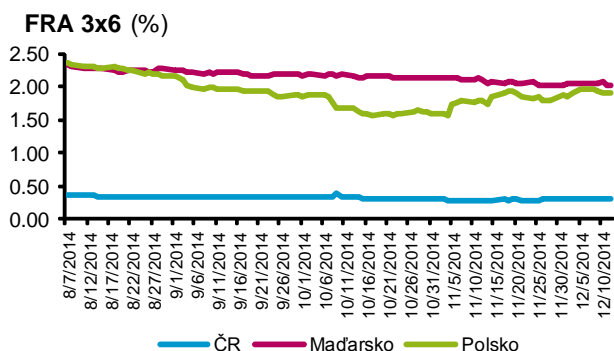
DIESEL (CZK/t)



EURHUF



Zdroj: Thomson Reuters



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

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

	XI.14	X.14	XI.13
Inlace	-0,5	-0,6	0,6
Potraviny (bez alk.)	-2,1	-2,2	1,7
Doprava (vč. pohonných hmot)	-2,9	-3,0	-2,3

PL: Období deflace jen tak neskončí

Polská inflace dosahovala s vysokou pravděpodobností záporných hodnot i v listopadu. Podle našich odhadů klesaly ceny meziročně o 0,5 %. Na meziměsíčním poklesu cen o 0,1 % měly podíl patrně zejména ceny pohonných hmot, což vyplývá zejména z klesajících cen ropy. Inflace zůstane v Polsku v záporu pravděpodobně i nadále a do kladných hodnot by se mohla vrátit až ve druhém čtvrtletí následujícího roku.

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 sazby nezmění

Ačkoliv Maďarsko upadá do stále hlubší deflace, MNB by, jak plyne z její komunikace, sazby měnit neměla a bude chtít držet relativně silný kurz do konce roku.

ST 13:00, CZ Zasedání ČNB

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

CZ: ČNB ponechá korunu beze změny

Od posledního letošního zasedání bankovní rady nečekáme žádnou změnu ani překvapení. Inflace sice zaostává za nejnovější prognózou, avšak důvodem jsou nižší ceny pohonných hmot a stále ještě nerealizovaný inflační dopad vyšších spotřebních daní u cigaret. Jde o faktory zcela mimo kontrolu centrální banky, a proto by na ně ani ČNB neměla reagovat. Změny bychom se nemuseli dočkat ani u avizovaného načasování exitu z kurzového režimu či u výhledu úrokových sazeb. V obou případech nicméně stále předpokládáme, že k nim dojde později než v úvodu roku 2016, jak naznačuje prognóza.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	15.12.2014	10:00	Běžný účet	mld. CZK	10/2014	-3		-3		-21.05	
Polsko	15.12.2014	14:00	Běžný účet	mil. EUR	10/2014			-320		-235	
Polsko	15.12.2014	14:00	Obchodní bilance	mil. EUR	10/2014			249		614	
Polsko	15.12.2014	14:00	Inflace	%	11/2014	-0.1	-0.5	-0.1	-0.5	0	-0.6
USA	15.12.2014	14:30	Podnikatelská nálada v e státě N.Y.		12/2014			12		10.16	
Polsko	15.12.2014	15:00	Rozpočtové saldo	mil. PLN	11/2014					-27249	
USA	15.12.2014	15:15	Průmyslová výroba	%	11/2014			0.7		-0.1	
USA	15.12.2014	15:15	Využití kapacit	%	11/2014			79.3		78.9	
USA	15.12.2014	16:00	Index stavitelů rodinných domů		12/2014			59		58	
ČR	16.12.2014	9:00	Výrobní ceny	%	11/2014	-0.2	-1.3	-0.2	-1.3	-0.4	-0.3
Francie	16.12.2014	9:50	Index nákupních manažerů v průmyslu		12/2014 *P			48.6		48.4	
Německo	16.12.2014	9:55	Index nákupních manažerů v průmyslu		12/2014 *P			50.3		49.5	
EMU	16.12.2014	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		12/2014 *P			50.5		50.1	
EMU	16.12.2014	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		12/2014 *P			51.5		51.1	
Německo	16.12.2014	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)		12/2014			5.4		3.3	
Německo	16.12.2014	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)		12/2014			20		11.5	
EMU	16.12.2014	11:00	Obchodní bilance	mil. EUR	10/2014					18.5	
Polsko	16.12.2014	14:00	Jádrová inflace	%	11/2014			0	0.5	0.2	0.2
Maďarsko	16.12.2014	14:00	Zasedání MNB	%	12/2014	2.1		2.1		2.1	
Polsko	16.12.2014	14:00	Mzdy	%	11/2014			1.5	3.7	2.1	3.8
USA	16.12.2014	14:30	Zahájení staveb nových domů		11/2014			1035		1009	
USA	16.12.2014	14:30	Udělená stavební povolení		11/2014			1060		1080	
EMU	16.12.2014	16:30	Projev Nouye v Paříži	ECB	12/2014						
EMU	17.12.2014	11:00	Inflace	%	11/2014 *F				0.3		
EMU	17.12.2014	11:00	Jádrová inflace	%	11/2014 *F				0.7		0.7
ČR	17.12.2014	13:00	Zasedání ČNB	%	12/2014	0.05		0.05		0.05	
Polsko	17.12.2014	14:00	Průmyslová výroba	%	11/2014			-6.9	1.1	3.5	1.6
Polsko	17.12.2014	14:00	Výrobní ceny	%	11/2014			-0.2	-1.2	-0.3	-1.2
USA	17.12.2014	14:30	Inflace	%	11/2014			-0.1	1.5	0	1.7
USA	17.12.2014	14:30	Jádrová inflace	%	11/2014			0.1	1.8	0.2	1.8
USA	17.12.2014	14:30	Běžný účet	mld. USD	3Q/2014			-97.5		-98.5	
USA	17.12.2014	20:00	Zasedání FOMC	%	12/2014			0.25		0.25	
Německo	18.12.2014	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo		12/2014			105.5		104.7	
Německo	18.12.2014	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)		12/2014			110.8		110	
Německo	18.12.2014	10:00	Index Ifo (očekávání)		12/2014			100.7		99.7	
USA	18.12.2014	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	12/2014					294	
USA	18.12.2014	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	12/2014					2514	
USA	18.12.2014	16:00	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu		12/2014			26		40.8	
USA	18.12.2014	16:00	Předstihové ukazatele		11/2014			0.5		0.9	
Německo	19.12.2014	8:00	Výrobní ceny	%	11/2014			-0.2	-1.1	-0.2	-1
Německo	19.12.2014	8:00	Spotřebitelská důvěra GfK		01/2015			8.9		8.7	
Francie	19.12.2014	8:45	Index podnik. nálady INSEE		12/2014			94		94	
EMU	19.12.2014	10:00	Běžný účet	mld. EUR	10/2014					31	
USA	19.12.2014	16:00	Projev Evanse v Chicagu	Fed	12/2014						
USA	19.12.2014	18:30	Projev Lackera v Severní Karolině	Fed	12/2014						

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	-20 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	0.34	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	2.00	2.00

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Česko	CZ10Y	0.95	1.84	1.34	1.22	1.15	1.20
Maďarsko	HU10Y	3.11	4.95	3.77	3.92	3.50	3.50
Polsko	PL10Y	2.40	4.03	3.39	2.87	2.60	2.20

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Česko	EUR/CZK	27.6	27.45	27.45	27.51	27.50	27.80
Maďarsko	EUR/HUF	309	307	310	311	310	309
Polsko	EUR/PLN	4.18	4.17	4.16	4.18	4.20	4.20

HDP

	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Česko	-0.5	1.1	2.6	2.5	2.3	1.7	1.5
Maďarsko	1.8	2.7	3.5	3.9	3.2	2.8	2.2
Polsko	1.9	2.7	3.4	3.3	3.3	3.1	2.8

Inflace

	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Česko	1.0	1.4	0.2	0.0	0.7	0.8	1.2
Maďarsko	1.4	0.4	0.1	-0.3	-0.5	-0.1	0.6
Polsko	1.0	0.7	0.9	0.3	-0.3	-0.4	0.0

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

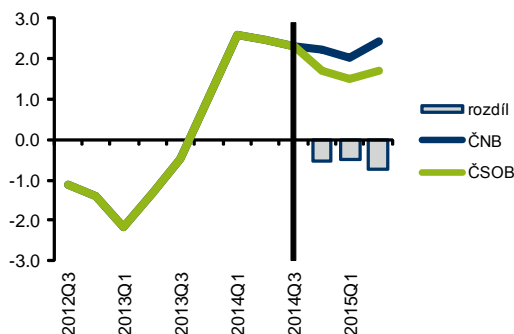
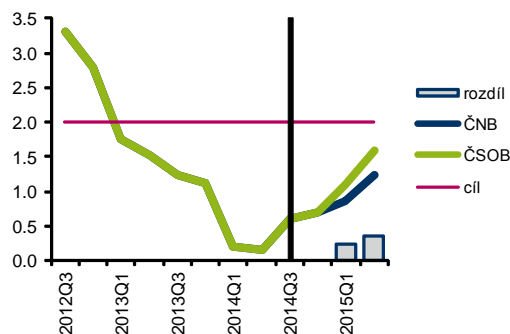
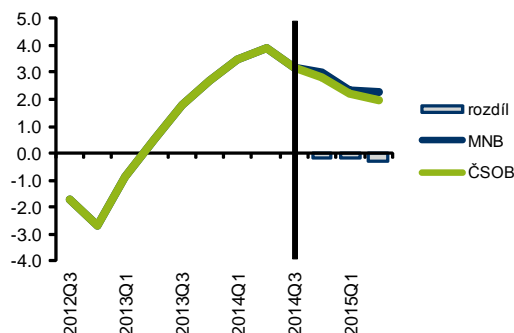
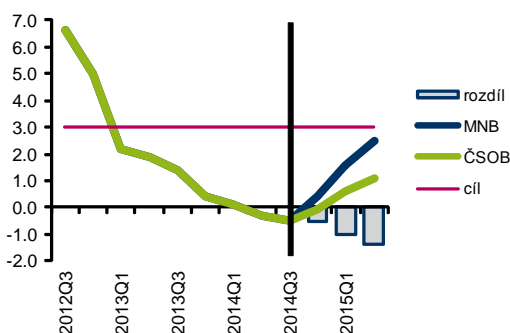
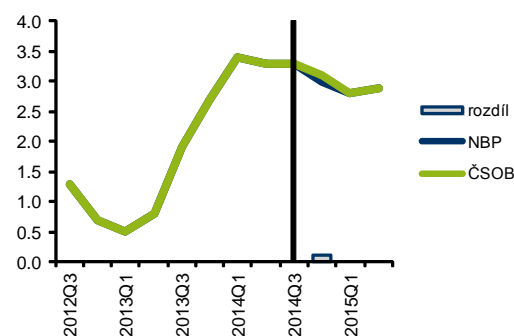
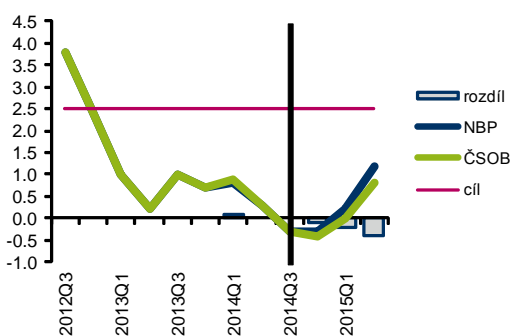
	2013	2014
Česko	-1.4	-1.4
Maďarsko	2.0	2.2
Polsko	-1.2	-2.5

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

	2013	2014
Česko	-1.3	-2.0
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.