



## ● Polsko

Polské oficiální sazby na novém historickém minimu 2

## ● Výhled na týden

Česká inflace v plusu, Polsko hluboko v deflaci 5

## Středoevropské měny na výsluní

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	27.33	↘	↗
EUR/HUF	305.5	↘	→
EUR/PLN	4.13	↘	↘
3M PRIBOR	0.33	→	→
3M BUBOR	2.09	→	↘
3M WIBOR	1.65	→	→
10Y CZK	0.58	→	→
10Y PLN	2.35	→	→
10Y HUF	3.19	→	→
3M EURIBOR	0.04	→	→
10Y EMU	0.37	→	→

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Středoevropským měnám se vedlo v uplynulém týdnu velmi dobře. Prezident Zeman se znovu opřel do bankovní rady a koruna v reakci zaznamenala nejvýraznější zisky za poslední dva týdny a dostala se do blízkosti 27,25 EUR/CZK.

I když prezidentovy postoje k měnové politice jsou již známé, kritika byla tentokrát možná ještě trochu ostřejší. Navíc se prezident trefil svými výroky do doby, kdy je česká koruna spolu ostatními středoevropskými měnami přirozeně spíše na výsluní. Startující kvantitativní uvolňování v eurozóně a záporné výnosy na řadě západoevropských trhů táhnou investory do několika málo rezervací s kladnými sazbami a výnosy. Však také polský zlotý v tomto týdnu zareagoval jednoznačně pozitivně na zprávy o tom, že tamní bankovní rada si již nepřipouští další pokles sazeb.

Druhou alternativou, kterou investoři tváří v tvář masivnímu tisku nových eur mají, jsou uměle podhodnocené měny jako například česká nebo dánská koruna. Investoři v nich nedostanou zpravidla (o moc) lepší výnos, ale mohou si vsadit na budoucí posílení měny – pád intervenčních režimů. Takový scénář v tuto chvíli nepovažujeme v Česku za reálný. Závazek bankovní rady je nehledě na slovní útoky prezidenta jednoznačný, obměna bankovní rady bude probíhat jenom postupně a pravděpodobný kandidát na nového guvernéra Jiří Rusnok v zásadě spuštění intervencí podporoval. Zahraniční hráči ale mohou mít ve světle prezidentových výroků a startujícího QE v eurozóně chuť otestovat si, zda je ČNB skutečně ochotná bránit hranici 27 EUR/CZK. Pokud by k podobnému testování došlo, nečekáme, že česká koruna zůstane na těchto úrovních příliš dlouho.

## Polské oficiální sazby na novém historickém minimu

Petr Báča

**NBP snížila základní sazbu o 50 bps na 1,50 %...**

**... a prohlásila, že cyklus snižování sazeb končí.**

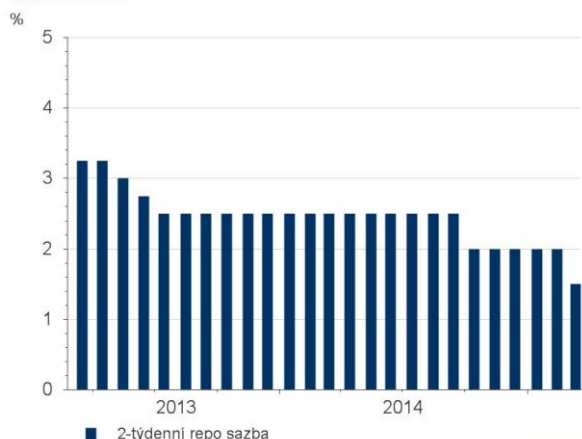
**Kombinace evropského QE a silného závazku NBP však láká investory.**

Patrně největší pozornost z regionálních událostí tento týden přilákalo zasedání polské centrální banky (NBP), která se rozhodla snížit sazby o 50 bps. S tím většina trhu nepočítala. Ještě větším překvapením však, soudě alespoň dle tržní reakce, bylo oficiální tiskové prohlášení, že tímto cyklus snižování sazeb končí.

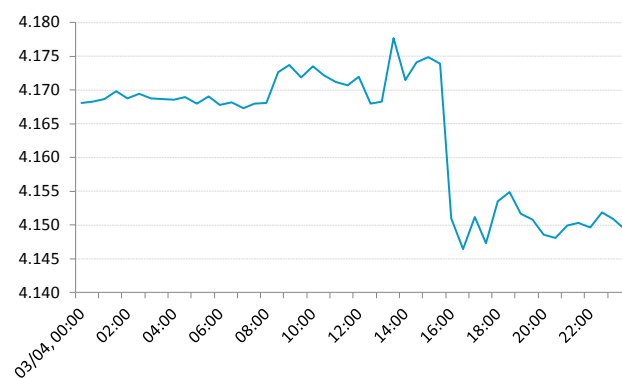
I komentáře prezidenta NBP Belky po zasedání byly směrem k případnému dalšímu snižování sazeb neobvykle silné. Prezident NBP mimo jiné uvedl, že prostor pro pokles sazeb, který zmiňoval v minulých týdnech a měsících, se posledním rozhodnutím NBP vyčerpal. Dále dodal, že si nedokáže představit reálný scénář, který by banku vedl k dalšímu snížení sazeb s tím, že rozhodnutí NBP již bralo v úvahu očekávané dopady spuštění QE v eurozóně. To byl podle Belky jeden z faktorů, který vedl NBP k razantnějšímu kroku, na němž se navíc prý shodla solidní většina členů Výboru pro měnovou politiku.

Vzhledem k výše uvedenému sice očekáváme, že centrální banka bude letos držet sazby na nových minimech (1,50 %), avšak možnost jejich dalšího poklesu podle nás zároveň nelze zcela zamítnout. Hlavním důvodem je právě kombinace "přivalu levných eur z ECB" na trhy s neobvykle otevřeným závazkem NBP již dále sazby nesnižovat. Pokud navíc vezmeme v potaz letošní míru inflace, která bude pravděpodobně za celý rok negativní, tak takové prostředí patrně bude lákat k investicím do polských aktiv. V takovém případě lze očekávat dodatečný tlak na posílení zlotého a tím pádem i na pokles inflace. A to v prostředí, které je podle NBP charakteristické "velmi nízkými inflačními očekáváními firem i domácností"...

Sazba NBP

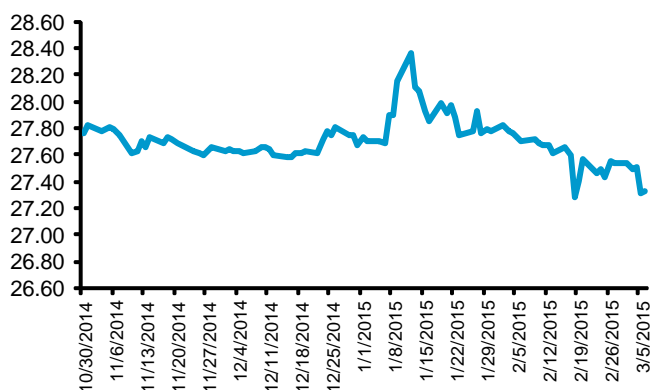


EUR/PLN

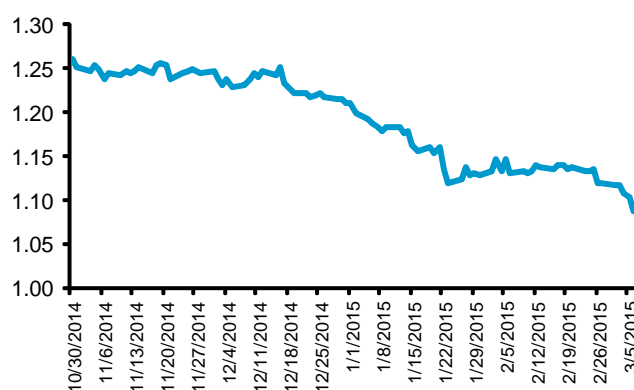


## Přehled trhů

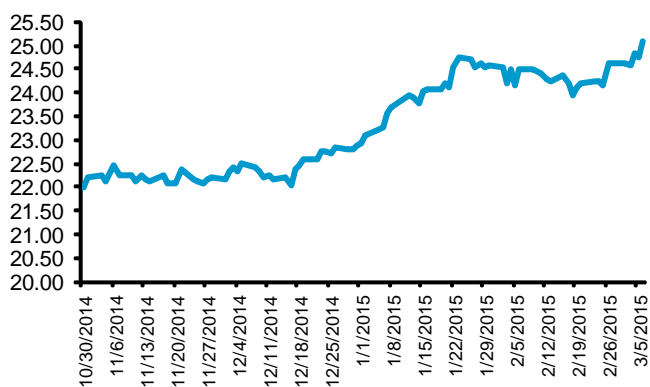
**EURCZK**



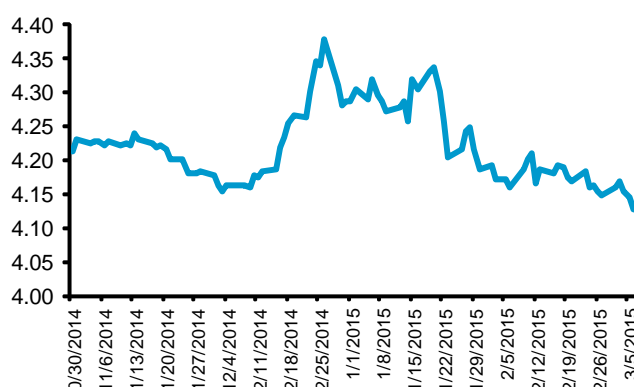
**EURUSD**



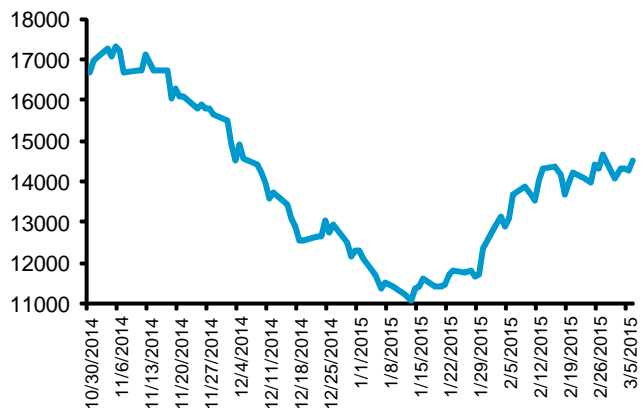
**USDCZK**



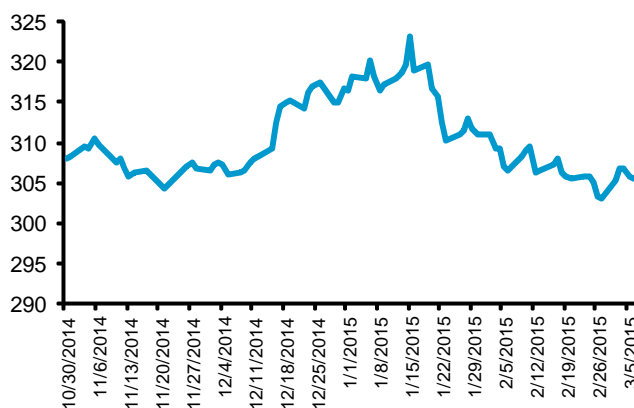
**EURPLN**



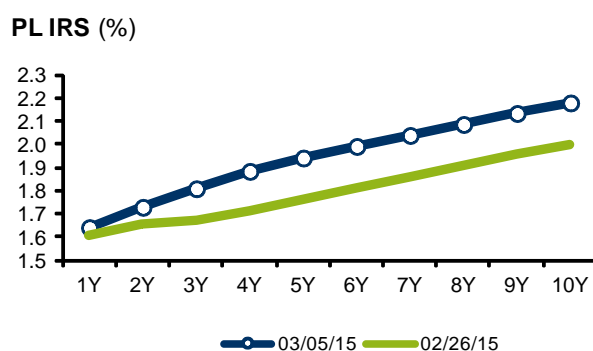
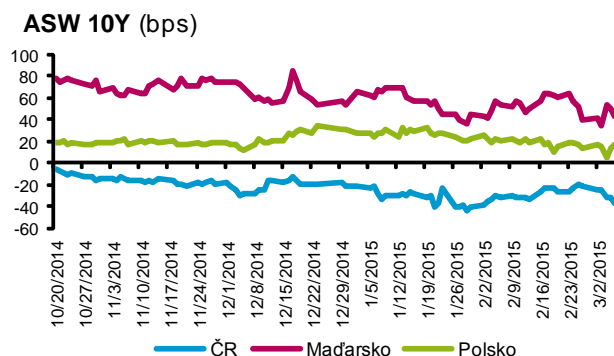
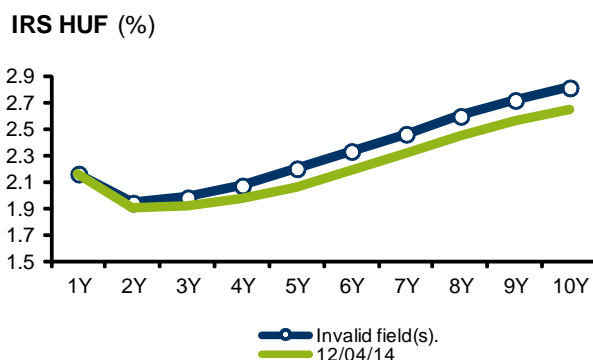
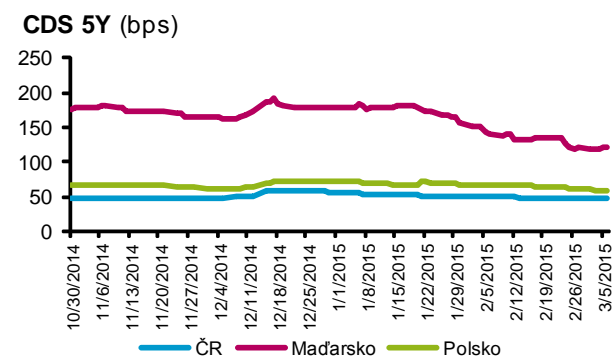
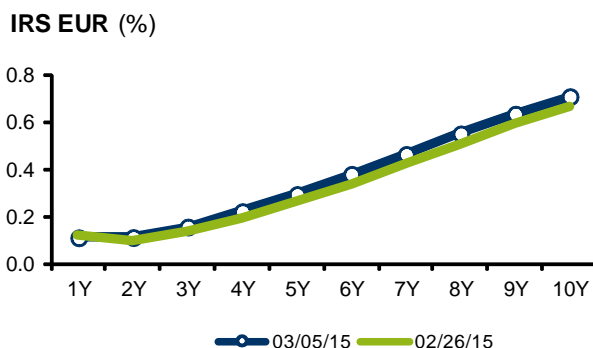
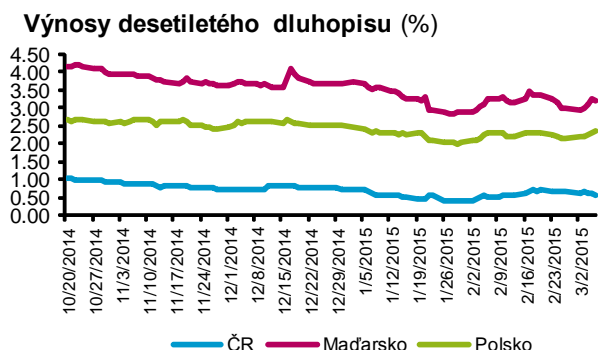
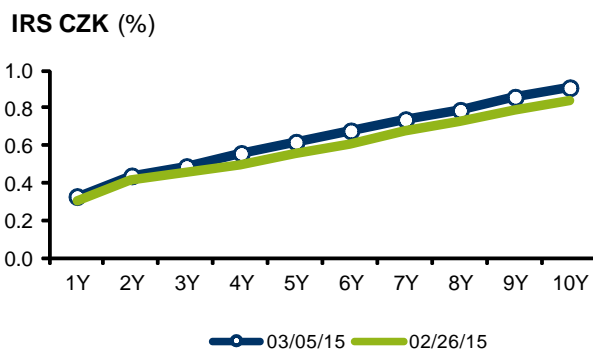
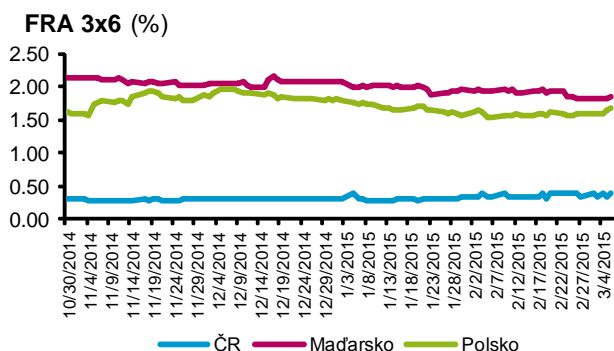
**DIESEL (CZK/t)**



**EURHUF**



Zdroj: Thomson Reuters



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

### PO 9:00, CZ Inflace (%)

	II.15	I.15	II.14
Inflace m/m	0,2	0,1	0,2
Inflace y/y	0,2	0,1	0,2

### PO 9:00, CZ Zahraniční obchod (mld. CZK)

	I.15	XII.14	I.14
Saldo (národní)	27,0	-3,0	15,6

### PÁ 9:00, CZ Maloobchodní tržby (% y/y)

	I.15	XII.14	I.14
Tržby	4,2	5,9	7,5

### PÁ 9:00, CZ Průmyslová výroba (% y/y)

	I.15	XII.14	I.14
Měsíčně	3,3	7,3	5,6

### PÁ 14:00, PL Inflace (% y/y)

	II.15	I.15	II.14
Inflace	-1,4	-1,3	0,7

## CZ: Spotřební daně udrží inflaci v plusu

Ani v únoru nejspíše inflace nespádla do záporu, a to zejména díky prolínání vyšších spotřebních daní do cen cigaret. Svou roli sehrálo i sezónní zvýšení cen zimních dovolených a některých potravin. Navíc s obratem cen ropy na světových trzích ustal trend zlevňování pohonných hmot, který v posledních měsících výrazně tlumil inflaci. Inflace se i tak bude v příštích měsících pohybovat v blízkosti nuly a k cílové hodnotě zamíří teprve až v příštím roce. Pro ČNB by nová inflační čísla neměla znamenat potřebu přehodnocovat její kurzovou politiku.

## CZ: Další rekordní přebytek

Díky levnější ropě a plynu a zejména díky vysokému růstu exportu osobních automobilů předpokládáme další nárůst přebytku zahraničního obchodu. Oživení domácí poptávky sice tlačí na zvyšování dovozu, avšak zdaleka nestačí vyvážit pozitivní efekt meziročního propadu korunových cen surovin. Šance na nový rekordní přebytek obchodu i běžného účtu platební bilance je i v letošním roce velmi vysoká.

## CZ: Obchod na vlně aut

Jak už naznačily registrace nových vozů, byl i leden ve znamení silného růstu prodeje v motoristickém segmentu maloobchodu. Když k tomu připočteme pozitivní náladu spotřebitelů dopřávajících si ve velkém novou (a deflaci navzdory levnější) elektroniku, tak se nejspíše dočkáme pozitivního výsledku obchodu i v prvních měsících tohoto roku. Růst poptávky však není ještě natolik silný, aby vyvolal vlnu poptávkové inflace, neboť tempo mezd rozhodně nebude oslňující ani v letošním roce.

## CZ: Slabší průmysl v úvodu roku

Na první pohled nejspíš bude výsledek průmyslu o něco nižší, než na jaký jsme byli zvyklí v uplynulých měsících. Půjde však o čistě statistický efekt jednoho pracovního dne, o nějž byl letošní leden chudší. Celkově předpokládáme velmi solidní tempo výroby, zvláště pak v již tradičně silných oborech, jako jsou auta, výroba elektrických zařízení a počítačů. Ještě zajímavější než samotný růst výroby budou tentokrát zakázky. Na rozdíl od těch německých však předpokládáme, že i v úvodu letošního roku vykáží alespoň jednociferný nárůst. Průmysl si tak i v letošním roce udrží pozici motoru české ekonomiky, i když zopakovat loňský skvělý výsledek nebude až tak jednoduché.

## PL: Polská ekonomika zůstává v deflaci

Po větším než očekávaném propadu inflace v lednu očekáváme, že pokles cen pokračoval i v únoru. Podle našich odhadů ceny v Polsku meziročně poklesly o 1,4 % a meziměsíčně zůstaly nezměněné. I když cena ropy v únoru proti lednu mírně vzrostla, zůstává stále v blízkosti historických minim a i nadále ovlivňuje pokles cen zejména u dopravy. Připomeňme, že v lednu byl největším překvapením více než čtyřprocentní meziroční pokles cen u této položky spotřebního koše. Dalším faktorem, který zřejmě bude přispívat k deflaci, jsou i ceny potravin, i když ty by v průběhu roku mohly přispívat k obratu v inflaci s tím, jak vymizí efekt vysoké srovnávací základny po dobré loňské sklizni a období zavádění sankcí na dovoz ruských potravin.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	09.03.2015	8:00	Obchodní bilance	mld. EUR	01/2015			19.5		19.1	
Německo	09.03.2015	8:00	Běžný účet	mld. EUR	01/2015			15		25.3	
ČR	09.03.2015	9:00	Inflace	%	02/2015	0.2	0.2	0	-0.1	0.1	0.1
ČR	09.03.2015	9:00	Obchodní bilance (národní)	mld. CZK	01/2015	27		16.8		-3	
ČR	09.03.2015	9:00	Míra nezaměstnanosti 15-64	%	02/2015	7.6		7.6		7.7	
USA	09.03.2015	18:05	Projev Kocherlakota v Minneapolisu	Fed	03/2015						
USA	09.03.2015	19:25	Projev Mestera na konferenci ve Washingtonu	Fed	03/2015						
USA	10.03.2015	0:30	Projev Fishera v Texasu	Fed	03/2015						
Francie	10.03.2015	8:45	Průmyslová výroba	%	01/2015			-0.2	0.6	1.5	-0.1
Maďarsko	10.03.2015	9:00	Inflace	%	02/2015			0.4	-1.1	-0.2	-1.4
EMU	10.03.2015	15:30	Projev Nowotnyho ve Vídni	ECB	03/2015						
USA	10.03.2015	18:00	3letá aukce	mld. USD	03/2015			24			
ČR	11.03.2015	9:00	Reálné mzdy	%	4Q/2014		2.8		2.5		1.2
Maďarsko	11.03.2015	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	01/2015 *P			449.5		344.7	
ČR	11.03.2015	12:00	Aukce st. dluhopisu 1,50 %, 2013-2019	mld. CZK	03/2015						
ČR	11.03.2015	12:00	Aukce st. dluhopisu VAR %, 2014-2027	mld. CZK	03/2015						
USA	11.03.2015	18:00	10letá aukce	mld. USD	03/2015			21			
USA	11.03.2015	19:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	02/2015			-188			
Německo	12.03.2015	8:00	Inflace	%	02/2015 *F			0.9	0.1	0.9	0.1
Německo	12.03.2015	8:00	Harmonizovaná inflace	%	02/2015 *F			1	-0.1	1	-0.1
Francie	12.03.2015	8:45	Harmonizovaná inflace	%	02/2015			0.6	-0.4	-1.1	-0.4
Francie	12.03.2015	8:45	Inflace	%	02/2015			0.5	-0.4	-1	-0.4
EMU	12.03.2015	11:00	Průmyslová výroba	%	01/2015			0.2	0.1	0	-0.2
USA	12.03.2015	13:30	Maloobchodní tržby	%	02/2015			0.4		-0.8	
USA	12.03.2015	13:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	02/2015			0.6		-0.9	
USA	12.03.2015	13:30	Index dovozních cen	%	02/2015			0.1	-9.3	-2.8	-8
USA	12.03.2015	13:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	03/2015					320	
USA	12.03.2015	13:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	02/2015					2421	
USA	12.03.2015	15:00	Podnikatelské zásoby	%	01/2015			0.1		0.1	
USA	12.03.2015	18:00	30letá aukce	mld. USD	03/2015			13			
ČR	13.03.2015	9:00	Stavební výroba	%	01/2015						-6.6
ČR	13.03.2015	9:00	Průmyslová výroba	%	01/2015		3.3		2.5		7.3
ČR	13.03.2015	9:00	Maloobchodní tržby	%	01/2015		4.2		3.2		5.9
USA	13.03.2015	13:30	Výrobní ceny	%	02/2015			0.3	0	-0.8	0
USA	13.03.2015	13:30	Jádrový index cen v průmyslu	%	02/2015			0.1	1.6	-0.1	1.6
Polsko	13.03.2015	14:00	Peněžní zásoba M3	%	02/2015			0.7	8.6	-1.4	8.5
Polsko	13.03.2015	14:00	Inflace	%	02/2015	-0.2	-1.4	0.1	-1.3	-0.2	-1.3
USA	13.03.2015	15:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		03/2015 *P			96		95.4	

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	1.50	2.50	2.00	1.50	1.50	1.50	-25 bps	3/4/2015

### 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	2.09	2.09	2.10	2.10	2.10	2.10
Polsko	WIBOR 3M	1.65	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	0.92	1.22	0.88	0.75	0.78	0.93
Maďarsko	HU10Y	2.96	3.92	3.25	3.50	3.50	3.65
Polsko	PL10Y	2.27	2.87	2.23	2.20	2.10	2.20

### Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3
Česko	EUR/CZK	27.3	27.51	27.73	27.20	27.50	27.80
Maďarsko	EUR/HUF	305	311	316	315	315	318
Polsko	EUR/PLN	4.13	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 (%)

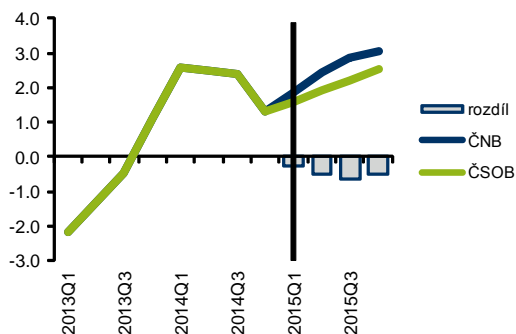
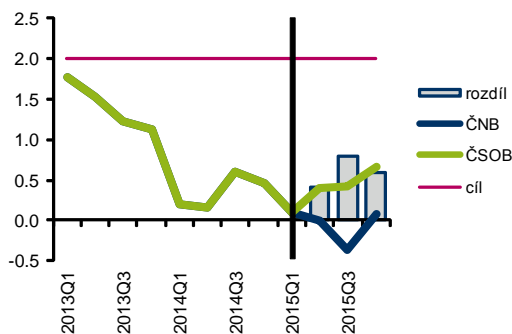
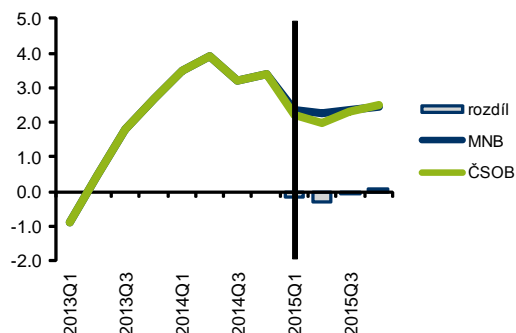
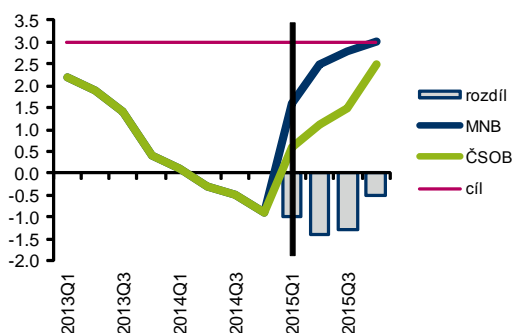
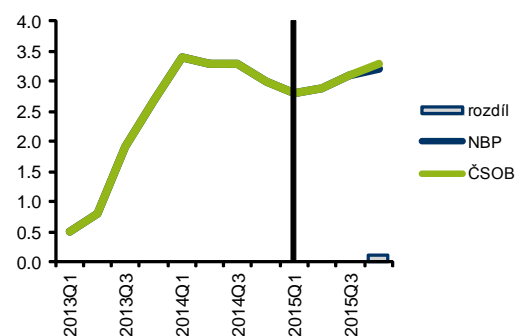
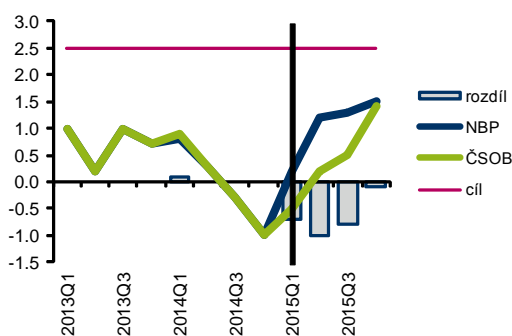
	2014	2015
Česko	0.0	1.8
Maďarsko	2.2	2.5
Polsko	-2.5	-2.5

### 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.