



www.csob.cz

www.csob.cz/Analzy

21. listopadu 2014

- **Polsko**  
Polský trh práce věští stabilitu úrokových sazeb 2
- **Střední Evropa**  
Středoevropské předstihové ukazatele - pokus o stabilizaci 3
- **Výhled na týden**  
Navzdory deflaci maďarské sazby neklesnou 6

## MNB ani NBP by do konce roku již sazby snižovat neměly

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	27,68	↘	↘
EUR/HUF	304,6	↘	↘
EUR/PLN	4,20	↘	↘
3M PRIBOR	0,34	→	→
3M BUBOR	2,10	→	↘
3M WIBOR	2,06	→	↘
10Y CZK	0,79	→	→
10Y PLN	2,51	→	↘
10Y HUF	3,71	→	↘
3M EURIBOR	0,08	→	→
10Y EMU	0,78	→	→

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Ačkoliv maďarská i polská makroekonomická data mluví v poslední době rozporuplnou řečí, tak trhy s pevně úročenými sazbami začínají zvolna zvažovat variantu, že by jak polská NBP, tak maďarská MNB znovu snížily své základní úrokové sazby. Je přitom dost možné, že pokud by se k takovému kroku rozhodla jedna z výše uvedených centrálních bank, tak tím bude inspirovat druhou, která se v zápětí přidá. Samozřejmě, že svoji roli v tom mohou sehrát kurzy forintu a zlatého, jakož i chování ECB.

My minimálně do konce tohoto roku nepočítáme s tím, že by MNB či NBP k redukci úrokových sazeb přistoupily. Kromě nejednoznačných makroekonomických signálů pak může proti tomuto kroku hovořit i jeden sezónní faktor. Ten souvisí s ročním vykazováním výše veřejného dluhu, který je v případě obou zemí z významné části denominován v cizích měnách. Z tohoto reputačního důvodu pak může být pro MNB i NBP, respektive pro maďarskou či polskou vládu důležité udržet do konce roku silný kurz domácí měny (jež celkový dluh sníží).

Nicméně na začátku roku 2015 mohou být pro MNB i NBP rozdány karty jinak a proto v tomto období další snížení maďarské či polské základní úrokové sazby nevyklučujeme.

## Polský trh práce věští stabilitu úrokových sazeb

Petr Báča

**Reálné mzdy v říjnu rostly o více než 4 %.**

Sázky na další uvolnění měnové politiky v Polsku tento týden dále klesly. Hlavním důvodem byla povzbudivá data z trhu práce, zejména v podobě růstu mezd v korporátním sektoru. Ty se meziročně zvyšovaly o 3,8 %, přičemž je třeba mít na paměti, že v reálném vyjádření (díky klesajícím cenám) je tempo růstu mezd dokonce více než čtyřprocentní. A to je bezesporu dobrá zpráva z hlediska struktury růstu polské ekonomiky, který se tím, že se může i nadále opřít o solidní spotřebu domácností, stává robustnější (zejména tváří tvář zhoršování hospodářské situace v EMU). Připomeňme, že pozitivní zprávou z tohoto pohledu rovněž je, že i vyhlídky na další vývoj na polském trhu práce zůstávají dobré. To naznačují jednak setrvalý růst zaměstnanosti (v říjnu + 0,8% y/y), jednak měkké indikátory (PMI).

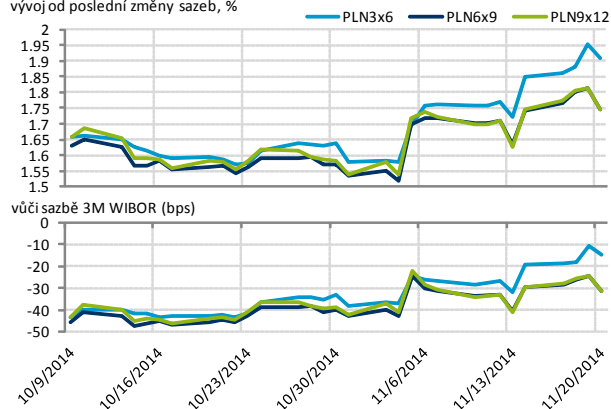
**Průmysl v souladu s očekáváním.**

Růst průmyslové produkce v říjnu dosáhl hodnoty 1,6 % y/y, což bylo v zásadě v souladu s očekáváním a číslo tak na trhy nemělo výraznější dopad. Dobrou zprávou z oblasti polského průmyslu však je, že měkké indikátory zastavily svůj propad a polský PMI se dokonce po třech měsících vrátil nad 50 bodů. Stabilizaci podmínek v průmyslu naznačuje i náš předstihový indikátor.

Hlavní otázkou do budoucna tak zůstává vývoj ve vnějším prostředí, zejména v EMU. Zde je na místě poznamenat, že vyhlídky se spíše zhoršují (což naznačily i bleskové odhady podnikatelských nálad za listopad). Právě toto riziko vnímají citlivě někteří ze členů polského Výboru pro měnovou politiku, neboť - jak ukázal zápis zveřejněný ve čtvrtek - v listopadu se hlasovalo o snížení úrokových sazeb o 100, 50 i 25 bps. Připomeňme, že žádný z návrhů neprošel.

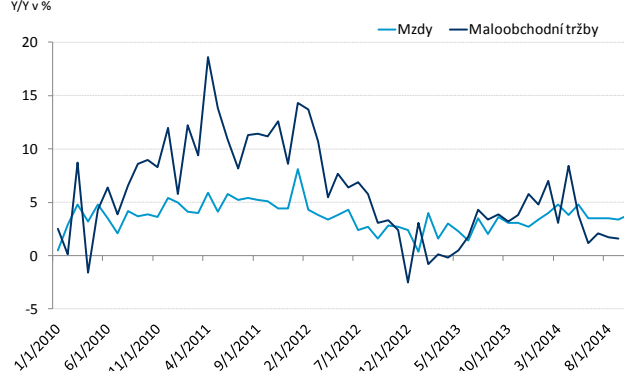
**PL: sazby FRA**

vývoj od poslední změny sazeb, %



**PL: Růst mezd vs. maloobchodní tržby**

Y/Y v %



## Středoevropské předstihové ukazatele - pokus o stabilizaci

Jan Bureš

**Všechny předstihové indikátory již delší dobu klesají.**

**Za zhoršením v posledních měsících stojí především vnější prostředí.**

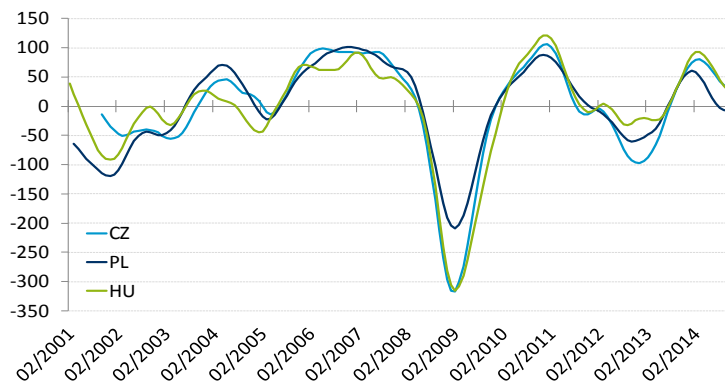
Středoevropské předstihové indikátory (Blesky) se pokoušejí o stabilizaci. Český a maďarský Blesk od září zpomaluje svůj pokles a polský Blesk dokonce v listopadu nepatrně vzrostl (i když s novými daty ještě může být revidován směrem dolů).

Na druhou stranu je třeba mít na paměti, že všechny předstihové indikátory již delší dobu klesají (v Polsku skoro od začátku roku) a hledání dna ještě může určitou dobu trvat. Celkově jsou tak všechny Blesky na více než ročních minimech a stále ukazují na velice slabý přelom roku 2014 a 2015.

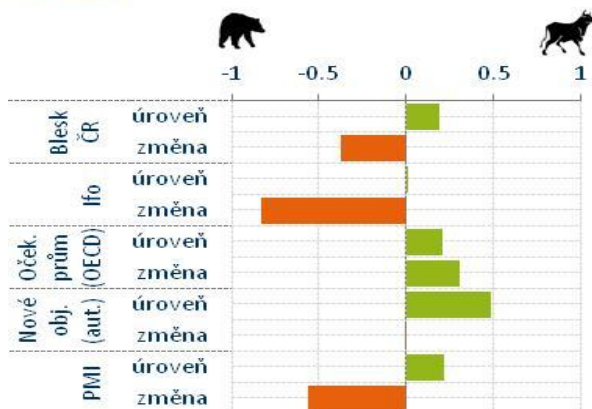
Stabilizaci musí také potvrdit vývoj v nadcházejících měsících. Pokud tomu tak bude, není důvod, abychom pro střední Evropu vytahovali skutečně černé scénáře. V tuto chvíli stále očekáváme v Polsku pro rok 2015 růst okolo 3 %, zatímco v Česku a v Maďarsku okolo 2 %. Žádná z centrálních bank by také podle nás již neměla dále uvolňovat měnové kohouty.

Hlubší pohled do struktury předstihových indikátorů ukazuje, že za zhoršením v posledních měsících stojí především vnější prostředí. V České republice a v Maďarsku je hlavní zátěží propad indexu německé podnikatelské nálady Ifo, zatímco domácí podnikatelské nálady a nové objednávky zůstávají stabilní nebo se lehce vylepšují. Pro nejbližší měsíce je tedy klíčové, zda se dostaví pozitivní obrát v očekávání německých podniků. Bez něj se bude předstihovým indikátorům hledat dno jen těžko.

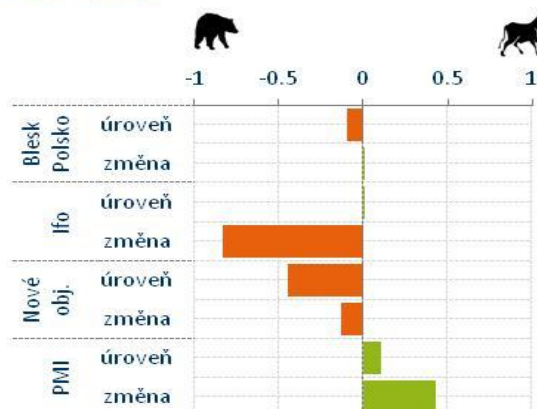
**Stř. Ev.: předstihové indikátory**



**Blesk CZ**

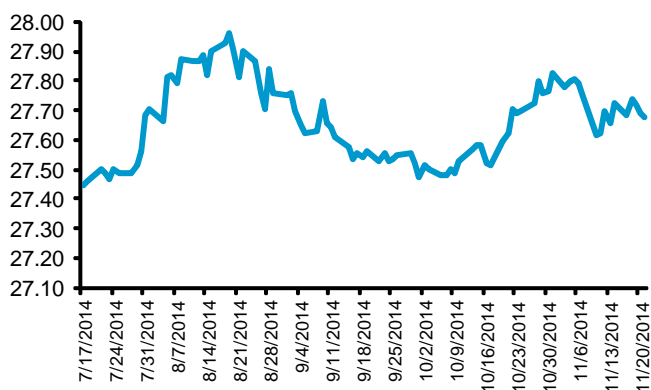


**Blesk Polsko**

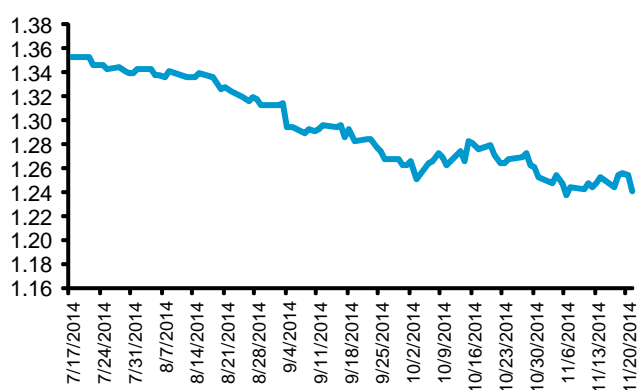


## Přehled trhů

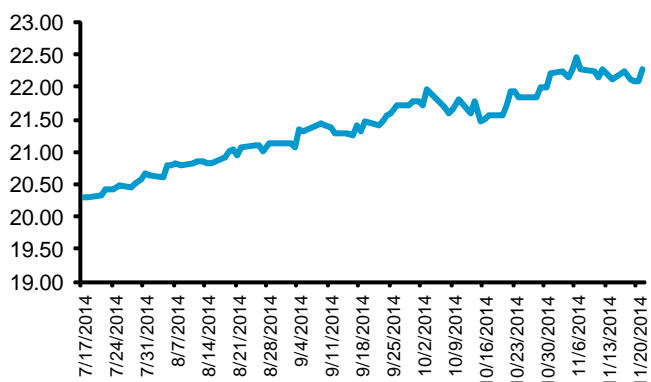
**EURCZK**



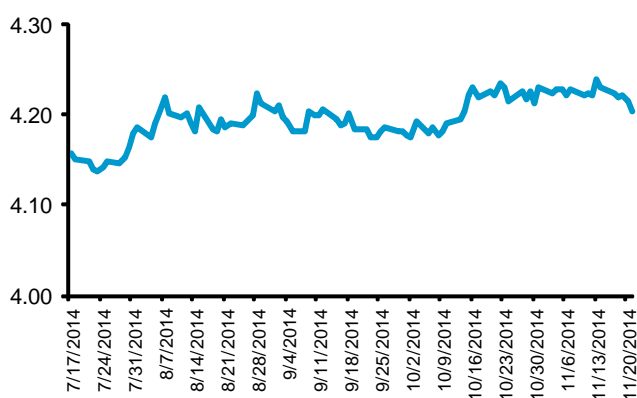
**EURUSD**



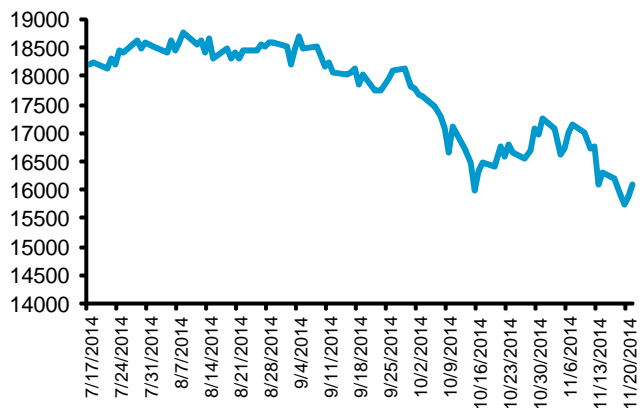
**USDCZK**



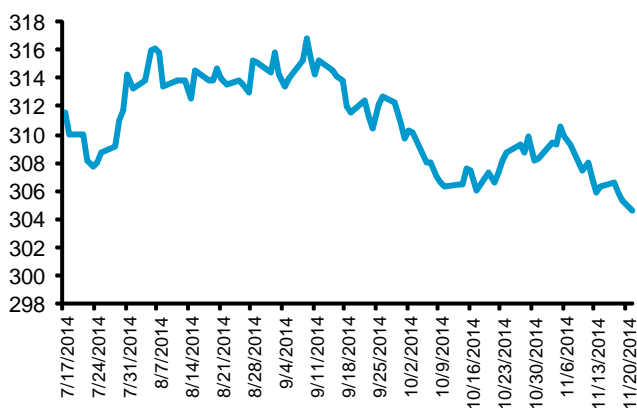
**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

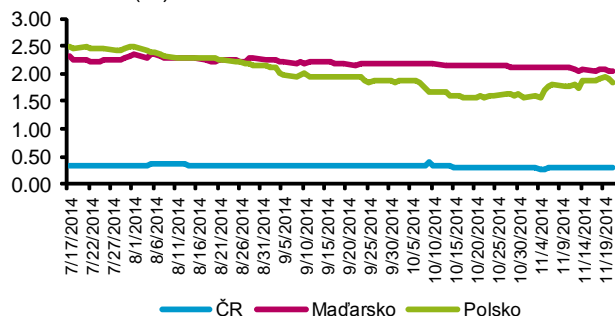


**EURHUF**

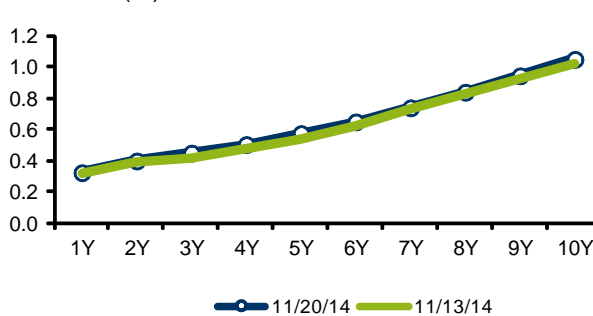


Zdroj: Thomson Reuters

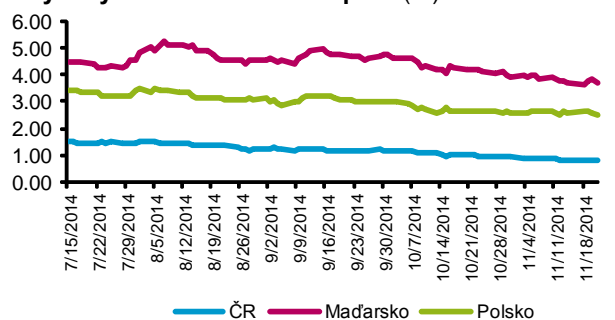
FRA 3x6 (%)



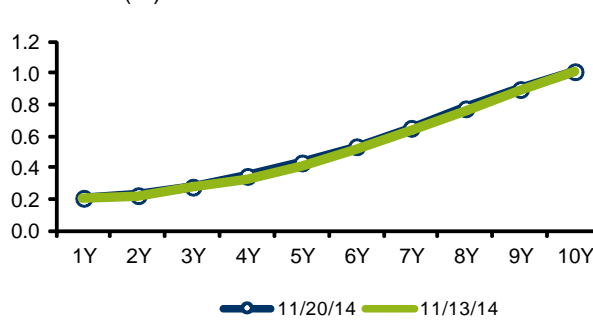
IRS CZK (%)



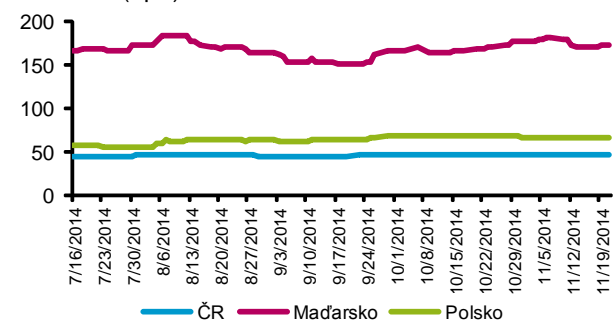
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



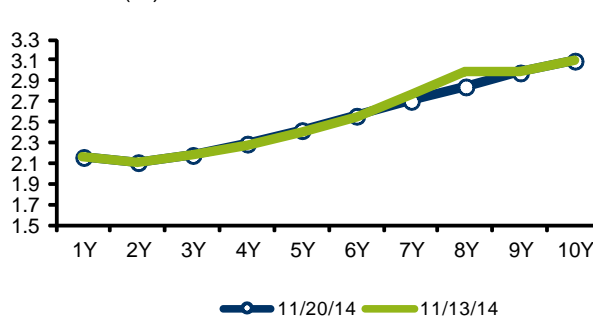
IRS EUR (%)



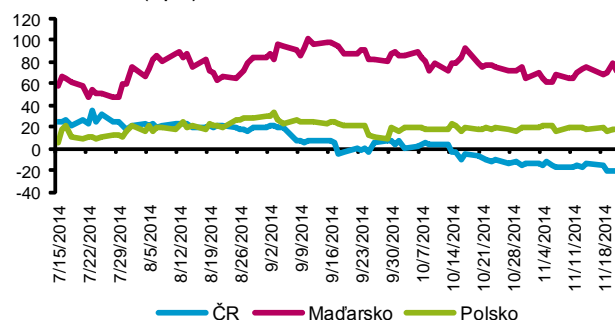
CDS 5Y (bps)



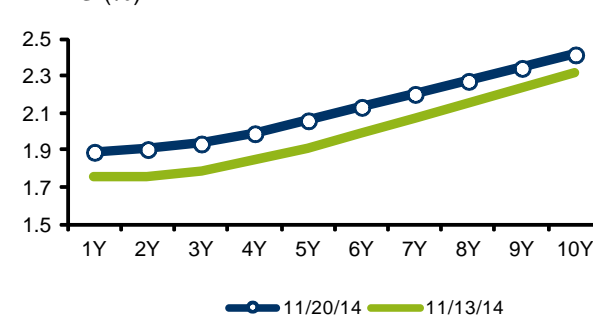
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

---

ÚT 14:00, HU Zasedání MNB

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

### HU: Navzdory deflaci sazby neklesnou

Ačkoliv růst spotřebitelských cen zůstává hluboko v deflačním teritoriu a forint relativně vysoko tak centrální banka by úrokové sazby měnit neměla. Kromě bezpečně pozitivní jádrové inflace hovoří pro stabilitu úrokových sazeb i jeden sezónní faktor. Ten souvisí s ročním vykazováním výše veřejného dluhu, který je stále téměř z poloviny denominován v cizích měnách. Z tohoto reputačního důvodu pak může být pro MNB a potažmo maďarskou vládu důležité udržet do konce roku silný forint (jež celkový dluh sníží). V horizontu jdoucím za konec tohoto roku však další snížení základní sazby nelze vyloučit, zejména pokud forint zůstane silný a eventuálně by se pro takový krok rozhodla polská NBP (s čímž zatím nepočítáme).

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	24.11.2014	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo		11/2014			103		103,2	
Německo	24.11.2014	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)		11/2014			107,7		108,4	
Německo	24.11.2014	10:00	Index Ifo (očekávání)		11/2014			98,6		98,3	
USA	24.11.2014	19:00	2letá aukce	mld. USD	11/2014			28			
Německo	25.11.2014	8:00	HDP	%	3Q/2014 *F			0,1	1,2	0,1	1,2
Francie	25.11.2014	8:45	Index podnik. nálady INSEE		11/2014			92		91	
Polsko	25.11.2014	10:00	Maloobchodní tržby	%	10/2014			4,3	2,2	-0,9	1,6
Polsko	25.11.2014	10:00	Míra nezaměstnanosti	%	10/2014			11,4		11,5	
Maďarsko	25.11.2014	14:00	Zasedání MNB	%	11/2014	2,1		2,1		2,1	
USA	25.11.2014	14:30	HDP	%	3Q/2014			3,3		3,5	
USA	25.11.2014	14:30	Soukromá spotřeba	%	3Q/2014			1,9		1,8	
USA	25.11.2014	14:30	Cenový index HDP	%	3Q/2014			1,3		1,3	
USA	25.11.2014	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	3Q/2014					1,4	
USA	25.11.2014	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí	%	09/2014			4,65		5,57	
USA	25.11.2014	16:00	Spotřebitelská důvěra		11/2014			95,8		94,5	
USA	25.11.2014	19:00	5letá aukce	mld. USD	11/2014			35			
Francie	26.11.2014	8:45	Index spotřebitelské důvěry		11/2014			86		85	
Maďarsko	26.11.2014	9:00	Výrobní ceny	%	10/2014					0,1	-0,3
USA	26.11.2014	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	11/2014					291	
USA	26.11.2014	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	11/2014					2330	
USA	26.11.2014	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	%	10/2014			-0,6		-1,3	
USA	26.11.2014	14:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostřed.	%	10/2014			0,4		-0,2	
USA	26.11.2014	14:30	Osobní příjmy	%	10/2014			0,4		0,2	
USA	26.11.2014	14:30	Osobní výdaje	%	10/2014			0,3		-0,2	
USA	26.11.2014	14:30	Deflátor osobní spotřeby	%	10/2014			0	1,4	0,1	1,4
USA	26.11.2014	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	10/2014			0,1	1,5	0,1	1,5
USA	26.11.2014	15:45	Index nákupních manažerů z Chicaga		11/2014			63		66,2	
USA	26.11.2014	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		11/2014 *F			90		89,4	
USA	26.11.2014	16:00	Kontrakty na prodej domů	%	10/2014			0,8		0,3	1
USA	26.11.2014	16:00	Prodej nových domů	tis.	10/2014			470		467	
USA	26.11.2014	19:00	7letá aukce	mld. USD	11/2014			29			
Maďarsko	27.11.2014	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	10/2014			7,3		7,4	
Německo	27.11.2014	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	11/2014			6,7		6,7	
EMU	27.11.2014	10:00	Peněžní zásoba M3	%	10/2014				2,6		2,5
EMU	27.11.2014	11:00	Index ekonomické důvěry		11/2014			100,3		100,7	
EMU	27.11.2014	11:00	Index spotřebitelské důvěry		11/2014 *F			-11,6		-11,6	
Německo	27.11.2014	13:00	Spotřebitelská důvěra GfK		12/2014			8,6		8,5	
Německo	27.11.2014	14:00	Inflace	%	11/2014 *P			0	0,6	-0,3	0,8
Německo	27.11.2014	14:00	Harmonizovaná inflace	%	11/2014 *P			0	0,6	-0,3	0,7
Německo	28.11.2014	8:00	Maloobchodní tržby	%	10/2014			1,3		-3,2	2,3
ČR	28.11.2014	9:00	HDP	%	3Q/2014 *P					0,3	2,3
Polsko	28.11.2014	10:00	HDP	%	3Q/2014 *F					0,9	3,3
EMU	28.11.2014	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	10/2014			11,5		11,5	
EMU	28.11.2014	11:00	Inflace	%	11/2014 *P				0,3		0,4
EMU	28.11.2014	11:00	Jádrová inflace	%	11/2014 *P				0,7		0,7

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	1,04	1,84	1,34	1,22	1,15	1,20
Maďarsko	HU10Y	3,08	4,95	3,77	3,92	3,50	3,65
Polsko	PL10Y	2,34	4,03	3,39	2,87	2,60	2,60

### Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Česko	EUR/CZK	27,7	27,45	27,45	27,51	27,50	27,80
Maďarsko	EUR/HUF	305	307	310	311	310	310
Polsko	EUR/PLN	4,20	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

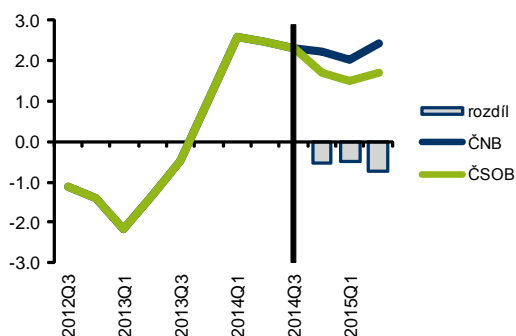
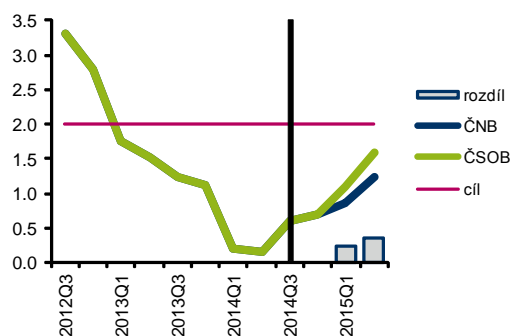
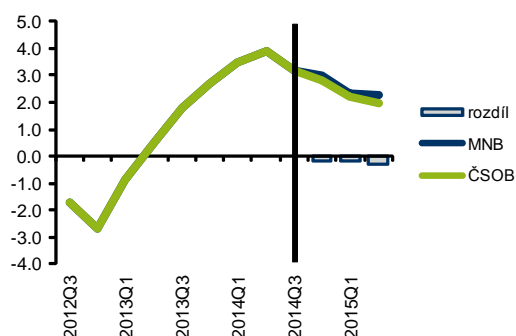
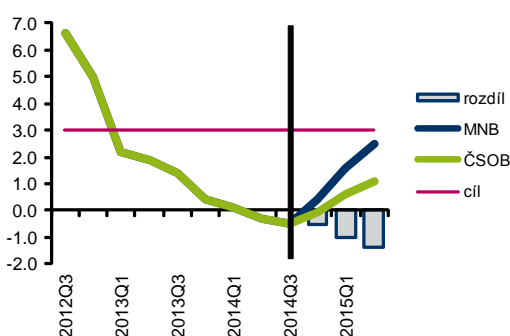
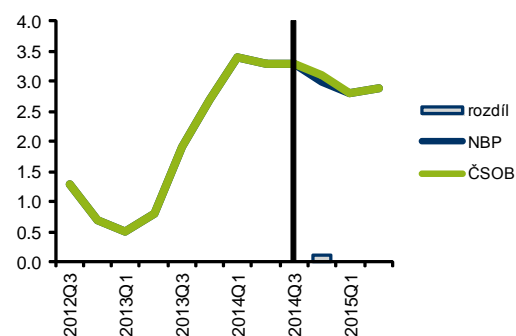
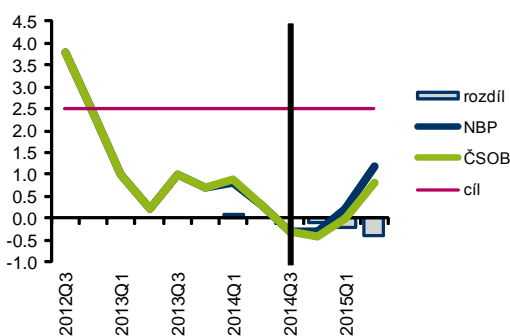
### Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	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.