



- **Česká republika**
Česká ekonomika v blízkosti nuly 2
- **Maďarsko**
Oživení v maďarské ekonomice nabírá na síle 3
- **Výhled na týden**
Česká inflace zpět v tolerančním pásmu ČNB, ale jen na chvíli 6

Paradoxy regionu: konjunktura sílí, měny však strádají

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	27,51	→	→
EUR/HUF	301,7	↗	→
EUR/PLN	4,19	↗	→
3M PRIBOR	0,38	→	→
3M BUBOR	3,18	↘	↘
3M WIBOR	2,65	→	→
10Y CZK	2,25	↗	↗
10Y PLN	4,59	↗	↗
10Y HUF	5,90	↗	↗
3M EURIBOR	0,25	→	→
10Y EMU	1,87	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Měkká i tvrdá data ze střední Evropy potvrdila, že oživení v průmyslovém sektoru, který je páteří vývozu a celé ekonomiky, nabírá na síle. Jak listopadová data indexů PMI, tak detailní struktura maďarského či polského HDP a nakonec i třeba maďarská průmyslová výroba přinesly v podstatě samé pozitivní zprávy o ekonomice středoevropského regionu. O to překvapivěji se pak může jevit fakt, že středoevropským měnám se příliš nedaří.

Pro někoho možná překvapivé ztráty české koruny, forintu a nakonec i stagnace zlatého jsou dány velmi příznivým inflačním výhledem prakticky pro všechny středoevropské ekonomiky (což zřejmě potvrdí i čísla zveřejněná v nadcházejícím týdnu). V českém případě je inflační výhled dokonce tak "pozitivní", že navzdory 6%ní depreciační měny řízené ČNB, očekáváme přechodný příchod deflace, kdy lednové inflační číslo by mělo činit -0,2 %. Není pak ani divu, že koruna je z takových očekávání nervózní a i bez pomoci centrální banky oslabuje. Až bankovní rada ČNB lednovou inflaci uvidí, možná se skutečně zamyslí nad tím, zdali i kurz EUR/CZK 27,0 není příliš silný. Podle našeho názoru, však k přehodnocení nedávno nastaveného limitu pro posílení koruny nedojde a to možná bude ten správný okamžik sázet na posílení české měny (minimálně zpět k bariéře EUR/CZK 27,0).

Co se pak týká například Polska, tak i zde stabilně nízká inflace dost silně krotí ambice zlatého, které byly primárně spojeny s budoucím růstem sazeb. Avšak jak ukázalo poslední zasedání NBP ani v Polsku se ničeho takového zřejmě nedočkáme. NBP sice oceňuje zlepšující se perspektivy polské ekonomiky, avšak prezident Belka na tiskové konferenci připomněl, že všichni členové Výboru pro měnovou politiku se shodují na potřebě ponechat sazby na současné úrovni nejméně do poloviny následujícího roku. Vyhlídky na nízkou inflaci v příštím roce a nálada v NBP přiměla i nás přehodnotit náš scénář pro oficiální sazby. Nově očekáváme, že oficiální sazby v Polsku by spíše než na konci prvního pololetí mohly vzrůst na přelomu třetího a čtvrtého kvartálu 2014.

Česká ekonomika v blízkosti nuly

Petr Dufek

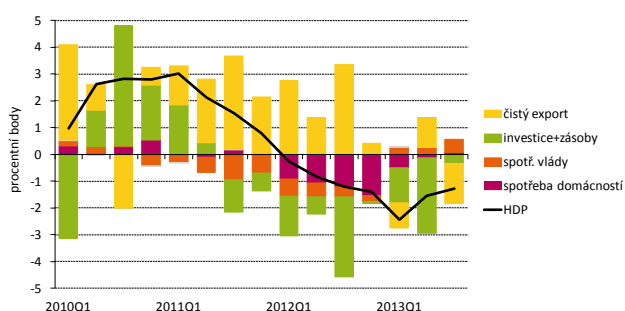
HDP sice lepší než první odhad, ale stále v mínusu.

Výkon české ekonomiky nebyl ve třetím čtvrtletí až tak tragický, jak napovídal první odhad statistického úřadu. Namísto propadu o 0,5 % ohlášeném statistickým úřadem před několika týdny se HDP mezičtvrtletně snížil o 0,1 %, ale i tak to není nijak povzbudivý výsledek ve srovnání se zbytkem Evropy. V meziročním srovnání se česká ekonomika propadla o 1,3 %. Ve třetím čtvrtletí jí rozhodně nepomohla stagnující spotřeba domácností ani zahraniční obchod. A nakonec už vůbec ne investice, které padaly o 5,6 % zvláště v důsledku útlumu výstavby budov a staveb. V plusu byla tak pouze vládní spotřeba a zásoby. Nakonec, proč by vlastně měla spotřeba domácností nějak viditelně růst, když průměrná mzda v reálném vyjádření ve třetím kvartále rostla jen o jednu desetinu... Navíc to je mzda, kterou více než dvě třetiny lidí nevidí na svých výplatních páskách, a tak prostor pro reálné navýšení útrat zde stále není rozhodně velký. Pro investice je stále typické, ochota investovat zůstává ve firemní sféře malá a investičními výdaji nehýří ani veřejný sektor. Ostatně výkony stavebnictví v posledních pěti letech to jen potvrzují. Ekonomika, jak poslední čísla potvrzují, stojí stále především na průmyslu, zatímco ostatní odvětví jsou v mínusu. A změnu v tomto směru nepřinese nejspíše ani končící čtvrté čtvrtletí letošního roku. Celkový propad naší ekonomiky tak dosáhne zhruba 1,3 %. Naděje na zlepšení přinese až rok 2014, kdy by se pozitivní výsledky průmyslu mohly začít projevovat i v dalších sektorech a odvětvích ekonomiky.

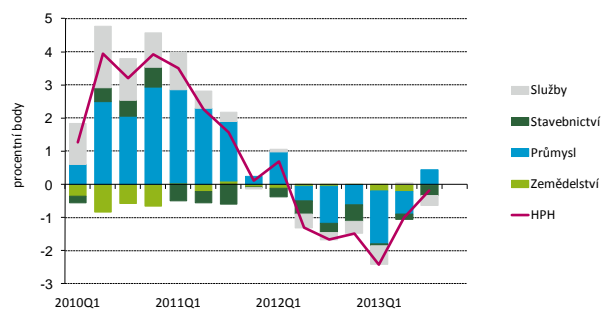
Slabé nákupy spotřebitelů i v říjnu.

Od říjnových maloobchodních tržeb se rozhodně nečekal zásadní obrat v utrácení spotřebitelů a nová čísla tato očekávání potvrdila. Pokles tržeb o 0,6 % oproti loňskému roku jde částečně na vrub nižšímu počtu pracovních dnů. Bez tohoto vlivu se maloobchod udržel v černých číslech (+1 %), avšak stále jen díky motoristickému segmentu. Bez aut se tržby obchodníků stále propadají. Stabilně se méně utrácí za jídlo, pohonné hmoty a lidé šetří i na bytovém vybavení. Zatímco maloobchodní tržby rozhodně nevyznívají pro obchodníky nijak optimisticky, mnout ruce si mohou internetový obchodníci. Tržby zásilkových a internetových obchodů letos trhají rekordy a navíc stále rostou dvouciferným tempem, naposledy skoro o 18 %. Po slabém říjnu čekáme velmi silný listopad, kdy se lidé vrhli do obchodů, aby využili příznivějších cen před avizovaným zdražením po prudkém oslabení koruny. Tento „útok“ na obchody však nebude mít dlouhého trvání, jen posunul vánoční nákupy v čase. Finanční situace domácností se nijak viditelně nelepší, a tak zatím není důvod čekat boom spotřeby. O co silnější bude nákupní vlna v listopadu a v úvodu prosince, o to slabší bude v prvních měsících příštího roku. Skutečně – i když nijak výrazné – oživení spotřeby a tedy i maloobchodu přijde na řadu nejdříve v průběhu roku 2014.

CZ: Příspěvek poptávky k růstu HDP
(sezónně očištěná data)



CZ: Příspěvek odvětví k růstu přidané hodnoty
(sezónně neočištěná data)



Oživení v maďarské ekonomice nabírá na síle

Jan Čermák

Maďarská ekonomika by mohla být z nejhorsího venku.

Maďarská ekonomika přinesla tento týden prakticky samá pozitiva a stále silněji ukazuje, že z nejhorsího může být venku. Vše napovídá tomu, že růst bude opravdu dále sílit a poněkud optimističtější pohled na aktuální čísla z maloobchodu a z trhu práce dávají zároveň naději, že růst bude v budoucnu přece jenom vybalancovanější a bude se na něm podílet i domácí poptávka.

Exportně orientovaný průmysl táhne ekonomiku vzhůru.

Prozatím to je však především exportně orientovaný průmysl, který aktuálně táhne ekonomiku vzhůru, přičemž detailní čísla HDP za třetí čtvrtletí ukázala, že k růstu v tomto kvartále přispělo pozitivním nabídkovým šokem zemědělství. Pokud jde však o poslední čtvrtletí tohoto roku, tak první tvrdá data v podobě průmyslové výroby za měsíc říjen dopadla dobře, když meziroční růst na úrovni 6 % vypadá solidně, byť meziměsíčně průmysl poklesl o 0,5 %. Příslibem pro další měsíce je však to, že indikátor PMI dále narostl a rovněž maďarská média nepřinášejí žádné zprávy o tom, že by klíčové exportní firmy zpomalovaly výrobu.

Růst HDP v posledním čtvrtletí by mohl ještě zrychlit.

Ve zbytku roku by tak růst průmyslu mohl dále akcelerovat (možná k hranici 8-10 % meziročně), což by se samozřejmě velmi pozitivně odrazilo v růstu celé ekonomiky. V případě naplnění tohoto optimistického scénáře by tak (meziroční) růst HDP mohl v posledním čtvrtletí zrychlit až na 2-2,5 %.

Maďarsko: průmyslová produkce

meziroční změna (%) sezónně očištěno



Source: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

Maďarsko: HDP

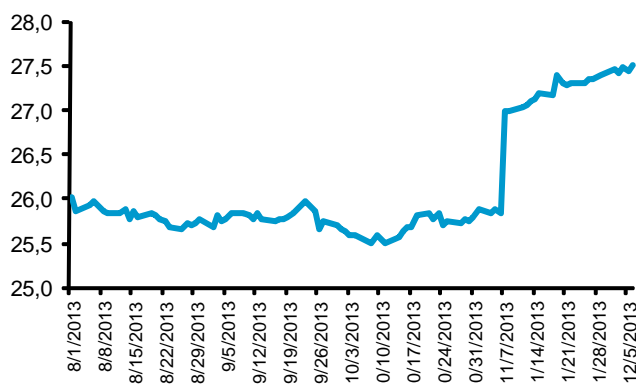
sezónně očištěno



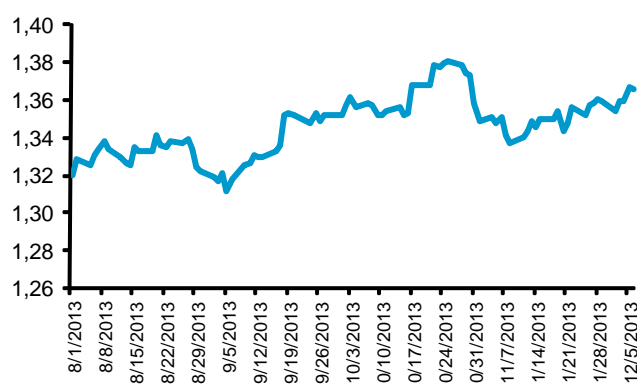
Source: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

Přehled trhů

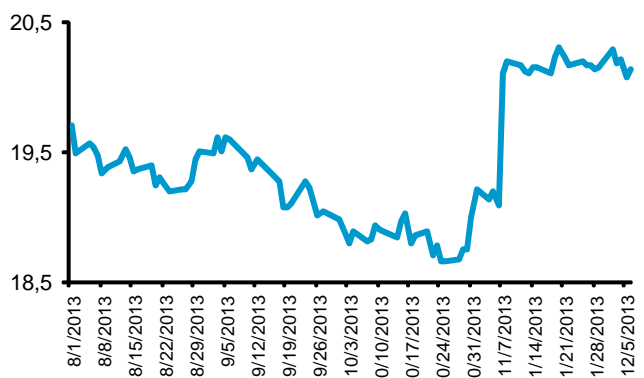
EURCZK



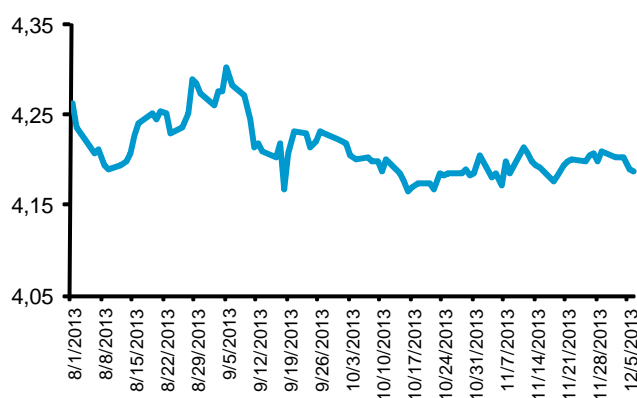
EURUSD



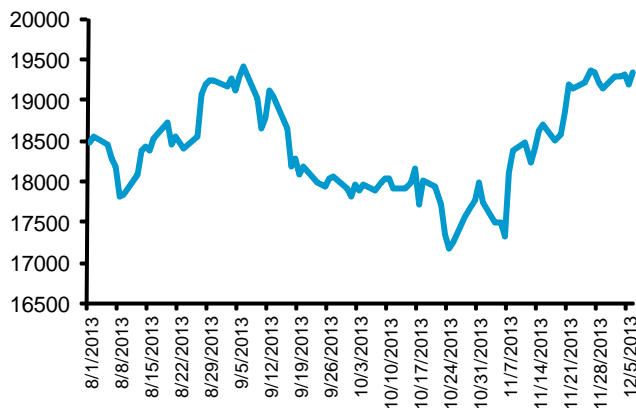
USDCZK



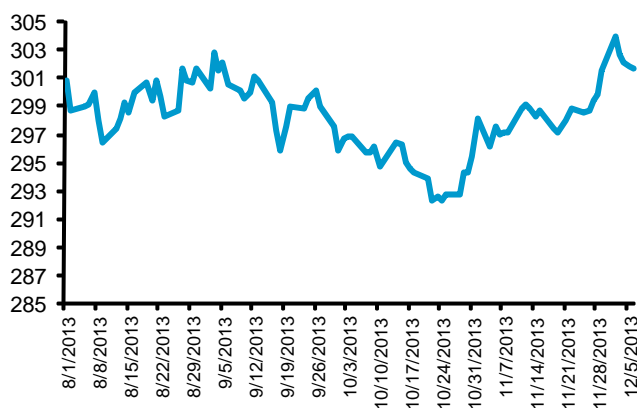
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

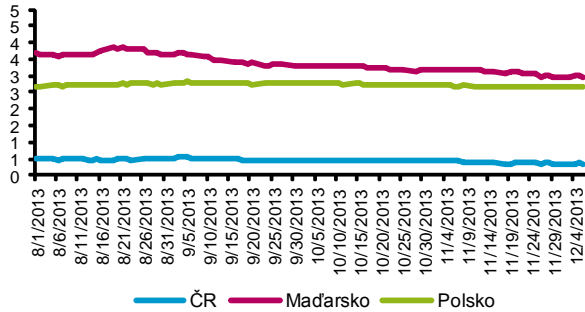


EURHUF

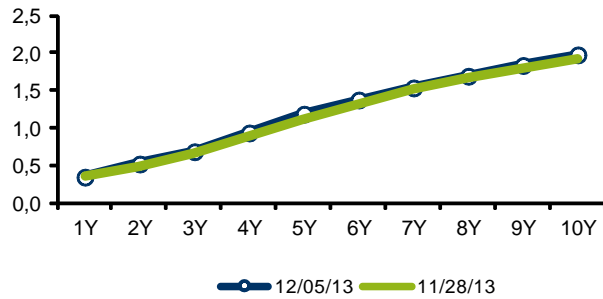


Zdroj: Thomson Reuters

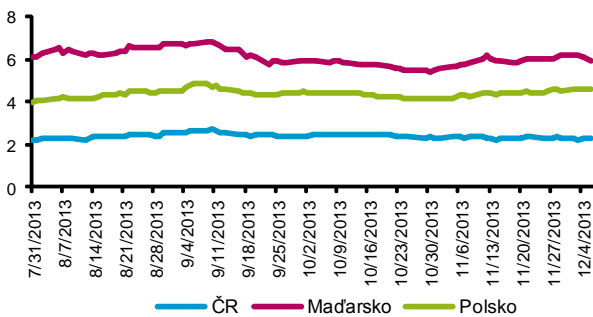
FRA 3x6 (%)



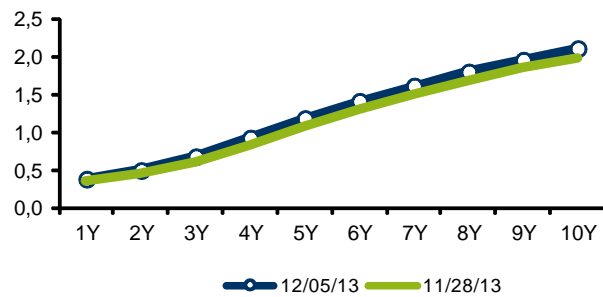
IRS CZK (%)



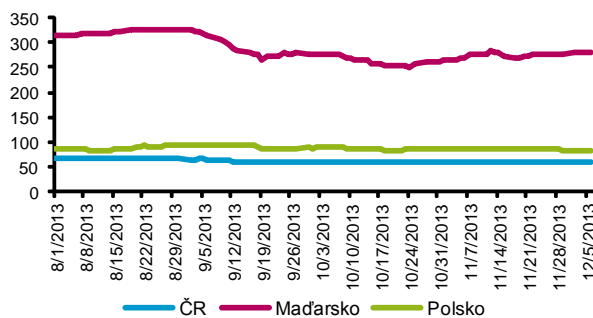
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



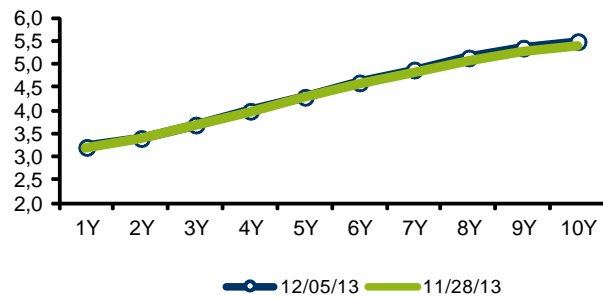
IRS EUR (%)



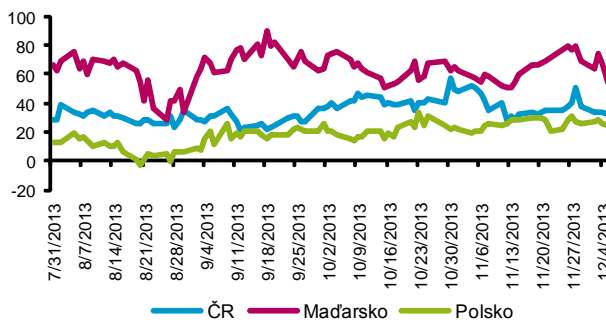
CDS 5Y (bps)



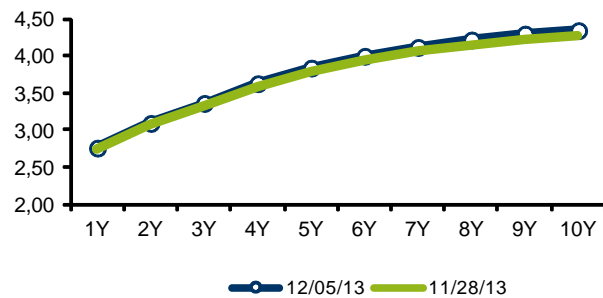
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

PO 9:00, CZ Inlace (%)

	XI.13	X.13	XI.12
Inlace m/m	0,1	0,2	-0,2
Inlace y/y	1,3	0,9	2,7
Měnově politická inlace y/y	0,3	0,1	1,5

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

	X.13	IX.13	X.12
Měsíčně	2,5	7,1	3,5
kumul. od ledna	-1,1	-1,5	0,6

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

	VIII.13	VII.13	VIII.12
Saldo	20,7	28,2	16,3
kumulativ. od ledna	239,0	218,2	203,9

PÁ 10:00, CZ Běžný účet (mld. CZK)

	X.13	IX.13	X.12
Běžný účet	4,5	-2,9	-8,8
kumul. od ledna	0,0	-4,5	-73,3
Obchodní bilance	23,0	19,7	12,0
kumul. od ledna	173,1	150,1	132,2

PÁ 14:00, PL Inlace (% , y/y)

	XI.13	X.13	XI.12
Inlace	0,8	0,8	2,8
Potraviny (bez alk.)	1,6	1,9	3,9
Doprava (vč. pohonných hmot)	-1,9	-2,3	-1,2

CZ: Koruna ještě inflaci nezvýšila

Listopadovou inflaci ještě s velkou pravděpodobností prudké oslabení koruny viditelněji nezasáhlo. Dražší byly tentokrát potraviny, naopak mírné snížení cen se odehrálo v případě pohonných hmot. Meziroční inflace se nejspíše vrátila zpět do tolerančního pásma ČNB, avšak jde jen o krátkodobou epizodu. V prosinci sice vliv aktuálně již šestiprocentního oslabení koruny v inflaci uvidíme, ale očekávané výrazné zlevnění energií posune inflaci v úvodu roku zřejmě do záporného teritoria.

CZ: Průmysl stále v režii automobilek

Očekávaný slabší říjnový výsledek průmyslu jde na vrub o jeden den nižšímu počtu pracovních dnů. Nepředpokládáme ovšem, že ve struktuře našeho nejdůležitějšího odvětví se příliš změnilo. Nejspíše uvidíme silný nárůst zpracovatelského průmyslu na jedné straně a útlum těžebního průmyslu a energetiky na straně druhé. Prim opět hrají automobilky, které těží z vysokého nárůstu nových zakázek v posledních měsících. A velmi příznivý výsledek zakázek očekáváme i za říjen. Zvláště pokud jde o zahraniční zakázky a nové objednávky v automobilovém průmyslu.

CZ: Export nabírá dech

Velmi pozitivní výsledky průmyslu jdou ruku v ruce s rostoucím exportem. Prim stále hrají především stroje a dopravní prostředky v podobě osobních automobilů a elektrických a optických zařízení. Na straně druhé import stále nemá příliš tendenci k růstu v důsledku slabé domácí spotřební a zvláště pak investiční poptávky. Doznívat by měl i dočasně zvýšený dovoz pohonných hmot před zavedením koncesí pro obchodníky. Celkový přebytek zahraničního obchodu by se tak mohl v říjnu zvýšit meziročně o téměř šest miliard korun.

CZ: Pozvolna končí dividendová sezóna

Běžný účet platební bilance, který se v letošním roce vyvíjí prozatím extrémně příznivě, by měl zakončit říjen v plusu. Přispět by k tomu měl především přebytekový zahraniční obchod se zbožím a službami. Vedle toho deficit na straně bilance výnosů by se již měl s blížícím se koncem roku snižovat. Končí dividendová sezóna, a tak i zde by mělo docházet k postupnému poklesu negativního salda. Z dosavadních výsledků lze usuzovat, že letošní výsledek běžného účtu bude nejlepší od roku 2005.

PL: Inlace zůstává pod 1 %

Inlace v Polsku v listopadu podle našich odhadů meziměsíčně vzrostla o 0,1 % a meziročně stagnovala na úrovni 0,8 %. Na meziměsíčním růstu se pravděpodobně podílely zejména ceny potravin a nealkoholických nápojů, které po sezónně netypické stagnaci v minulém měsíci v listopadu rostly asi tempem kolem 0,5 %. Naopak, meziměsíční inflaci držely na uzdě hlavně ceny v dopravě, které podle nás klesaly o 0,8 %.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	09.12.2013	8:00	Obchodní bilance	mld. EUR	10/2013			18,3		20,4	
Německo	09.12.2013	8:00	Běžný účet	mld. EUR	10/2013			17		19,7	
Maďarsko	09.12.2013	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	10/2013 *P			695		830,3	
ČR	09.12.2013	9:00	Stavební výroba	%	10/2013						-9,5
ČR	09.12.2013	9:00	Průmyslová výroba	%	10/2013		2,5		2		7,1
ČR	09.12.2013	9:00	Inflace	%	11/2013	0,1	1,3	0	1,1	0,2	0,9
ČR	09.12.2013	9:00	Míra nezaměstnanosti 15-64	%	11/2013	7,6		7,6		7,6	
EMU	09.12.2013	9:15	Projev Mersche ve Frankfurtu	ECB	12/2013						
Německo	09.12.2013	12:00	Průmyslová výroba	%	10/2013			0,7	3,1	-0,9	1
Maďarsko	09.12.2013	17:00	Rozpočtové saldo	mld. HUF	11/2013						-887,7
USA	09.12.2013	19:05	Projev Bullarda v St. Louis	Fed	12/2013						
USA	09.12.2013	20:15	Projev Fishera v Chicagu	Fed	12/2013						
USA	10.12.2013	0:00	3letá aukce	mld. USD	12/2013			30			
USA	10.12.2013	0:30	Projev Fishera v Chicagu	Fed	12/2013						
Francie	10.12.2013	8:45	Průmyslová výroba	%	10/2013			0,1	0,2	-0,5	-0,9
ČR	10.12.2013	9:00	Obchodní bilance	mld. CZK	10/2013	35,9		37,7		35,1	
EMU	10.12.2013	13:00	Projev Draghigo v Římě	ECB	12/2013						
USA	11.12.2013	0:00	10letá aukce	mld. USD	12/2013			21			
Německo	11.12.2013	8:00	Inflace	%	11/2013 *F			0,2	1,3	0,2	1,3
Německo	11.12.2013	8:00	Harmonizovaná inflace	%	11/2013 *F			0,2	1,6	0,2	1,6
Maďarsko	11.12.2013	9:00	Inflace	%	11/2013			-0,3	0,7	-0,3	0,9
EMU	11.12.2013	12:00	Projev Constancia ve Frankfurtu	ECB	12/2013						
USA	11.12.2013	20:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	11/2013			-154,5			
USA	12.12.2013	0:00	30letá aukce	mld. USD	12/2013			13			
Francie	12.12.2013	8:45	Harmonizovaná inflace	%	11/2013			0	0,9	-0,1	0,7
Francie	12.12.2013	8:45	Inflace	%	11/2013			0	0,7	-0,1	0,6
EMU	12.12.2013	9:00	Projev Draghiho v evropském parlamentu v Bruselu	ECB	12/2013						
EMU	12.12.2013	10:00	Měsíční zpráva ECB	ECB	12/2013						
EMU	12.12.2013	11:00	Průmyslová výroba	%	10/2013			0,3	1,1	-0,5	1,1
USA	12.12.2013	14:30	Maloobchodní tržby	%	11/2013			0,5		0,4	
USA	12.12.2013	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	12/2013			320		298	
USA	12.12.2013	14:30	Index dovozních cen	%	11/2013			-0,8		-0,7	-2
USA	12.12.2013	14:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	11/2013			0,2		0,2	
USA	12.12.2013	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	12/2013					2744	
EMU	12.12.2013	15:15	Projev Asmussena v Bělehradě	ECB	12/2013						
USA	12.12.2013	16:00	Podnikatelské zásoby	%	10/2013			0,4		0,6	
Maďarsko	13.12.2013	9:00	Průmyslová výroba	%	10/2013 *F					-0,5	6
ČR	13.12.2013	10:00	Běžný účet	mld. CZK	10/2013	4,5		0,6		-2,94	
Polsko	13.12.2013	14:00	Běžný účet	mil. EUR	10/2013			-586		-1024	
Polsko	13.12.2013	14:00	Obchodní bilance	mil. EUR	10/2013			534		673	
Polsko	13.12.2013	14:00	Peněžní zásoba M3	%	11/2013			0,8	6,4	0,9	5,9
Polsko	13.12.2013	14:00	Inflace	%	11/2013			0,1	0,9	0,2	0,8
USA	13.12.2013	14:30	Výrobní ceny	%	11/2013			0	0,8	-0,2	0,3
USA	13.12.2013	14:30	Jádrový index cen v průmyslu	%	11/2013			0,1	1,4	0,2	1,4

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná						poslední změna	
		hodnota	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2		
Česko	2T repo	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	-20 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depo	3,20	4,25	3,60	3,75	4,00	4,50	-20 bps	11/26/2013
Polsko	2T inter. sazba	2,50	2,75	2,50	2,50	2,50	2,75	-25 bps	7/3/2013

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
Česko	PRIBOR 3M	0,38	0,44	0,42	0,43	0,45	0,48
Maďarsko	BUBOR 3M	3,18	4,20	3,56	3,50	3,50	3,70
Polsko	WIBOR 3M	2,65	2,73	2,67	2,75	2,75	3,00

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
Česko	CZ10Y	2,06	1,97	2,06	2,15	2,26	2,38
Maďarsko	HU10Y	5,45	5,84	5,17	5,90	6,10	6,20
Polsko	PL10Y	4,38	4,14	4,24	3,95	4,05	4,35

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
Česko	EUR/CZK	27,5	25,99	25,68	27,10	27,20	27,00
Maďarsko	EUR/HUF	302	295	297	300	300	300
Polsko	EUR/PLN	4,19	4,33	4,22	4,20	4,20	4,10

HDP

	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
Česko	-1,4	-2,3	-1,3	-1,6	-0,8	1,0	0,9
Maďarsko	-2,7	-0,9	0,5	1,7	1,9	2,2	2,3
Polsko	0,7	0,5	0,8	1,9	2,4	2,6	3,0

Inflace

	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
Česko	2,4	1,7	1,6	1,0	1,4	0,5	0,7
Maďarsko	5,0	2,2	1,9	1,4	0,2	0,5	0,6
Polsko	2,4	1,0	0,2	1,0	0,8	1,5	2,0

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

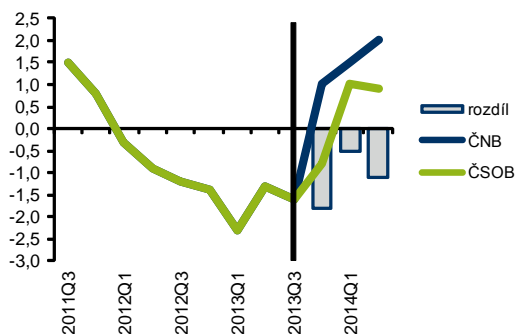
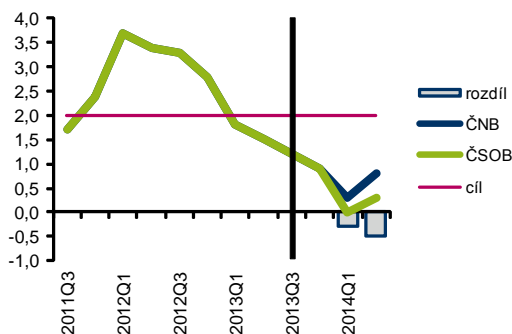
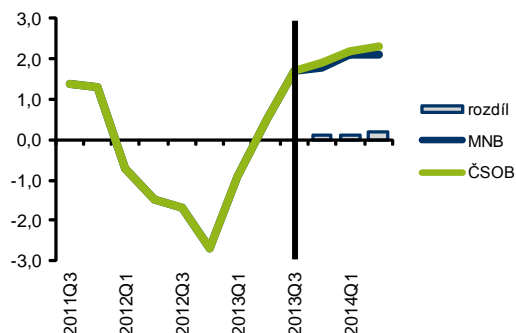
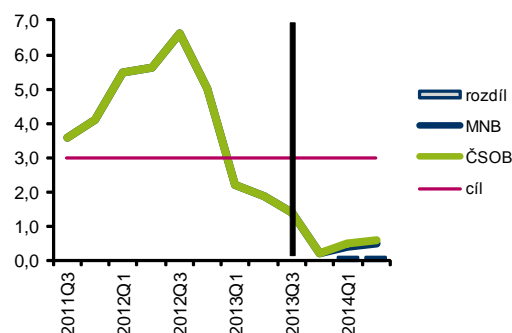
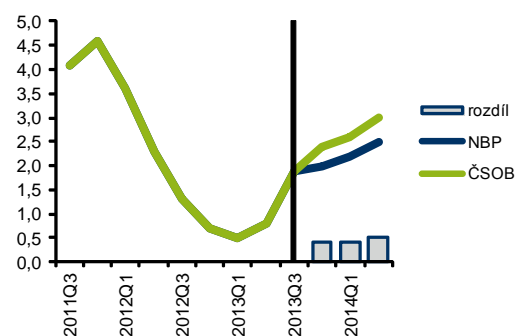
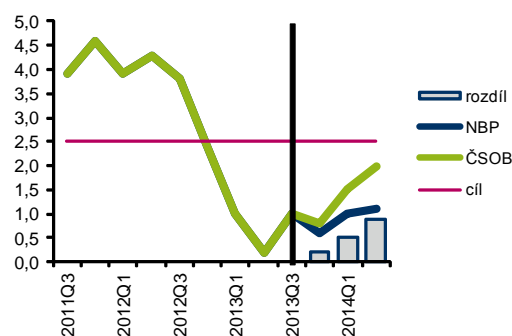
	2012	2013
Česko	-1,9	-1,7
Maďarsko	1,5	2,0
Polsko	-3,5	-1,7

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

	2012	2013
Česko	-4,4	-2,7
Maďarsko	-2,5	-2,7
Polsko	-3,9	-4,6

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.