



## ● Střední Evropa

Inflační tlaky v Evropě mizí 2

Ekonomický růst v regionu nabírá na síle 3

## ● Výhled na týden

Maďarská centrální banka znovu sníží svoje sazby 6

## Supernízká inflace versus akcelerující růst

|            | Dnes  | Další týden | Další měsíc |
|------------|-------|-------------|-------------|
| EUR/CZK    | 27.45 | →           | ↗           |
| EUR/HUF    | 309.0 | ↗           | ↗           |
| EUR/PLN    | 4.15  | ↗           | ↗           |
| 3M PRIBOR  | 0.37  | →           | →           |
| 3M BUBOR   | 2.85  | ↘           | →           |
| 3M WIBOR   | 2.71  | →           | →           |
| 10Y CZK    | 2.28  | →           | ↗           |
| 10Y PLN    | 4.51  | ↗           | ↗           |
| 10Y HUF    | 6.05  | ↗           | ↗           |
| 3M EURIBOR | 0.29  | →           | ↘           |
| 10Y EMU    | 1.69  | →           | ↗           |

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Tento týden přinesl klíčová makroekonomická data nejen z celého regionu, ale vlastně z celé Evropské unie.

Začněme hospodářským růstem, který vesměs na celém kontinentu překvapil pozitivně. Speciálně ve střední Evropě jsme se dočkali hned několika velmi příjemných překvapení. Růst byl zcela nečekaně silný v ČR, což lze zčásti přičíst růstu investic do dopravních prostředků a strojního vybavení. Je přitom otázkou, jak dlouho si mohou investice do aut – byť cenově velmi atraktivní – udržet tempo. Druhou otázkou je, nakolik je růst investic ovlivněn strachem ze zdražení po devalvaci. Z tohoto důvodu bychom měli být vůči českému výsledku opatrní. Na druhou stranu je třeba říci, že růst byl tažen zřejmě i exporty a to bude patrně případ i ostatních ekonomik v regionu (včetně té německé).

Druhou sadou dat, která v průběhu týdne musela nutně zaujmout, byla lednová inflační čísla. Ta byla napříč celým regionem velmi nízká, což odráží několik vzájemně provázaných skutečností - nízké ceny komodit, snižování regulovaných cen (energií, plynu, veřejných služeb) a trvale slabou poptávku. Výsledkem je tedy, že inflace v celém regionu je na rekordně nízkých hodnotách. V ČR a v Maďarsku je dokonce inflace prakticky nulová, což v praxi povede k tomu, že ČNB může být spokojena se svým měnově-intervenčním režimem a maďarská MNB bude motivována (a to dokonce již toto úterý) dále snižovat základní úrokovou sazbu.

## Inflační tlaky v Evropě mizí

Petr Dufek, Petr Báča, Jan Čermák

### *Inflace se podle očekávání přiblížila k nule.*

Na začátku letošního roku se spotřebitelské ceny meziměsíčně zvýšily jen o 0,1 %. Meziroční inflace cílovaná centrální bankou se propadla na 0,2 %. V lednu si oproti prosinci spotřebitelé připlatili za potraviny a naopak ušetřili za elektřinu (-9,9 %) a za poplatky ve zdravotnictví. I když je inflace z pohledu samotného meziročního čísla téměř nulová, je řada cen, které rozhodně nestagnují nebo neklesají. Výrazně si lidé připlácejí za potraviny, jako jsou mléčné výrobky a zelenina. Pozitivem je, že po delší době mohou lidem poklesnout náklady na bydlení. Zvláště pokud jde o výdaje za elektřinu a plyn. Mj. díky boomu břidlicového plynu v USA se propadly ceny komodit a následně i elektrické energie. Inkasujeme tak pozitivní nákladový šok, který jistě ocenění domácnosti, jimž se několik let po sobě snižovala reálná kupní síla, i podniky dosud zápasící s vysokými cenami energií. Meziroční inflace aktuálně klesá výrazně pod cíl ČNB, která předpokládala, že inflace dosáhne 0,4 %. Inflace je tedy nižší, avšak nemělo by to zatím znamenat nový zásah centrální banky v podobě dalšího nuceného oslabení koruny, i když inflace zůstane i nadále velmi blízko nule. Zvýšení inflace přinese až druhá polovina roku, avšak i tak se bude jen horko těžko dostávat nad hranici jednoho procenta.

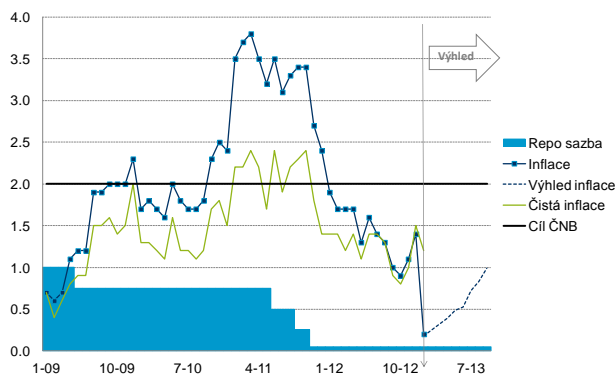
### *Polská inflace i nadále pod jedním procentem.*

Polská inflace v lednu letošního roku meziměsíčně vzrostla o 0,1 % a o 0,7 % meziročně, tedy méně, než jsme očekávali my i trh. Hlavním překvapením z hlediska struktury pro nás byla stagnace cen bydlení a mírný pokles cen dopravy (-1 % meziměsíčně). Naopak, rychleji než jsme čekali, rostly v lednu ceny potravin a nealkoholických nápojů (+1,4 % meziměsíčně). Připomeňme, že uvedené údaje se mohou změnit po zohlednění nového systému vah jednotlivých položek spotřebitelského koše, ke kterému dojde příští měsíc.

Co se týče výhledu pro letošní rok, tak relativně pomalý růst cen v lednu naznačuje, že inflace by v průměru mohla dosáhnout pouze 1,3 %, což umožní centrální bance ponechat úrokové sazby beze změny až do konce letošního roku.

### *Růst maďarské inflace byl v lednu nulový.*

Lednový přírůstek cen byl v Maďarsku nulový, když tohoto výsledku bylo dosaženo díky regulovaným cenám (snížením cen veřejných služeb a redukcí cen u hromadné dopravy) a nízkým cenám potravin. Meziroční míra inflace nicméně dosáhla dna a od února by měla mírně růst. Díky dalšímu očekávanému snížení regulovaných cen však bude růst cen letos velmi pozvolný a průměrná inflace dosáhne jen 1.1 %.

**CZ: Inflace vs. hlavní sazba ČNB**

**PL: Inflace**

meziročně, %



Source: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

## Ekonomický růst v regionu nabírá na síle

Petr Dufek, Petr Báča, Jan Čermák

### Nečekaně silně zřejmě rostla česká ekonomika v posledním čtvrtletí loňského roku.

Podle předběžného odhadu se HDP v posledním kvartále roku 2013 zvýšil mezičtvrtletně o 1,6 %, meziročně o 0,8 %. Výrazně tak překonal očekávání trhu. Jde ovšem jen o předběžné číslo, které může doznat velkých změn – jak jsme viděli třeba u výsledku za předchozí čtvrtletí. Ekonomiku podle statistického úřadu táhly nahoru především investice do dopravních prostředků a strojního vybavení. Je otázkou, na jakou dobu si mohou investice do aut – byť cenově velmi atraktivní – udržet tempo. Druhou otázkou je, nakolik je růst investic ovlivněný strachem ze zdražení po devalvaci. Z tohoto důvodu bych vliv investic – byť dominantní – nechtěl nijak přeceňovat. Zvláště když spotřeba ani zahraniční obchod s výkonem ekonomiky v závěru roku příliš nezahýbaly. Z pohledu nabídkové strany je evidentní, že o růst se přičinil zpracovatelský průmysl, naproti tomu většina služeb, stavebnictví a zemědělství nikoliv. I přes velmi solidní číslo HDP na konci roku se celkový výkon české ekonomiky i v roce 2013 snížil. Za poslední dva roky ekonomika odepsala dvě procenta a vrátila se na úroveň přelomu roku 2009/2010. Vyhledky pro růst českého hospodářství zůstávají pro letošní rok velmi příznivé. Pozitivní je pokračující růst Německa, soft ukazatele z tuzemska a blízkého okolí a především solidní zakázky, které v průmyslu rostou dvouciferným tempem.

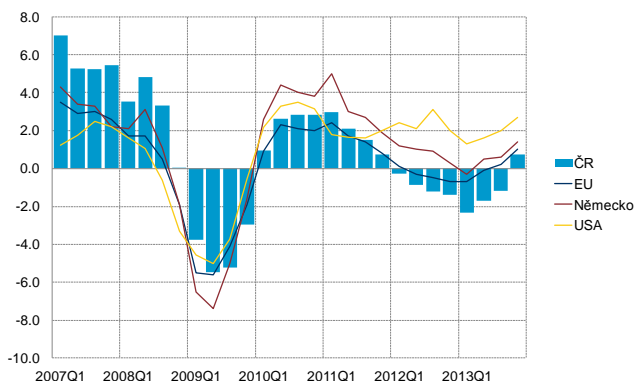
### Polsko stále ukazuje většinu Evropy záda.

Polská ekonomika v závěru loňského roku rostla o něco pomaleji, než jsme očekávali na základě bleskového odhadu ročního HDP zveřejněného před dvěma týdny. První odhad růstu za čtvrté čtvrtletí 2013 však i tak dosahuje hodnoty 2,7 % meziročně (po sezónním očištění o 2,2 % y/y, resp. 0,5 % q/q), což je v porovnání se zbytkem Evropy velice pozitivní výsledek. Růst byl pravděpodobně, jako v předchozích čtvrtletích, tažen zejména čistými exporty. Na druhou stranu, dále vzrostl i příspěvek spotřeby domácností a patrně i investic. Pro letošní rok odhadujeme růst ekonomiky o 3,4 %.

### Maďarsko hlásí návrat na čelo regionálního pelotonu.

Rovněž maďarská ekonomika v posledním čtvrtletí zrychlila, když mezikvartální růst dosáhl 0,6 % a meziroční dokonce 2,7 %, což je nejlepší výsledek z celého regionu. Zrychlování ekonomiky na mezikvartální bázi napovídá, že maďarské hospodářství by mohlo (tentokrát i díky silnější poptávce) dosáhnout v roce 2014 na námi odhadovaný růst 2 %.

HDP (meziročně, %)

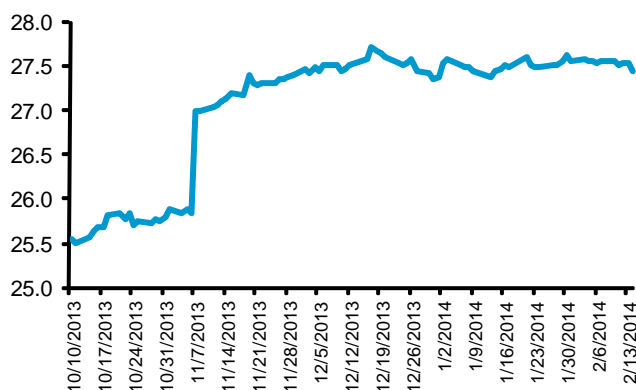


Polsko: HDP

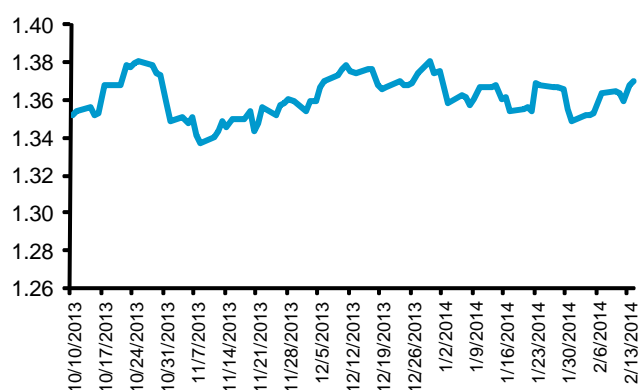


## Přehled trhů

**EURCZK**



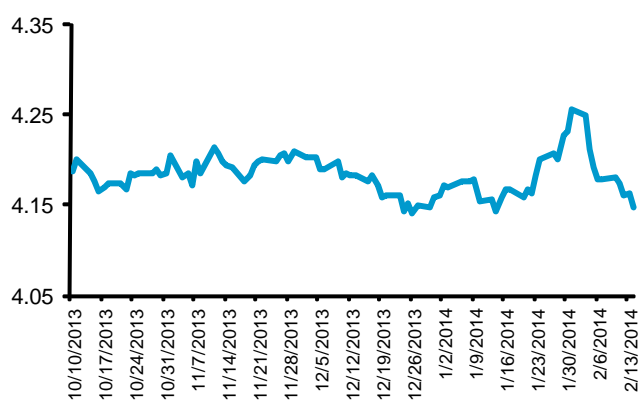
**EURUSD**



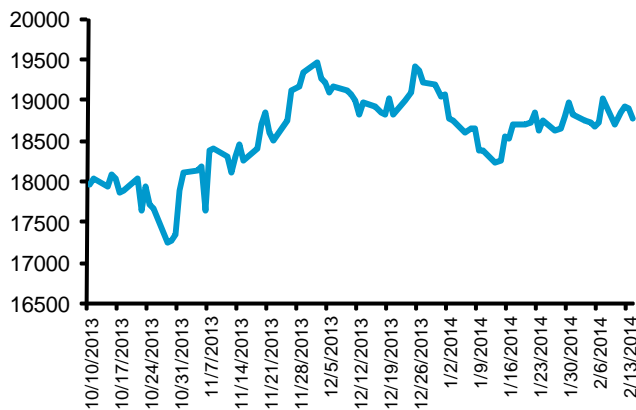
**USDCZK**



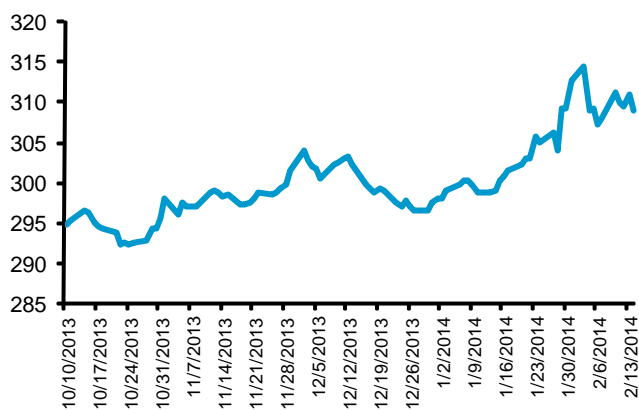
**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

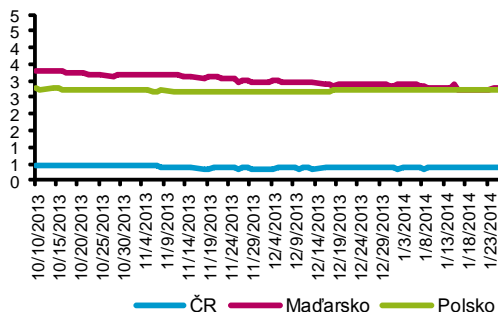


**EURHUF**

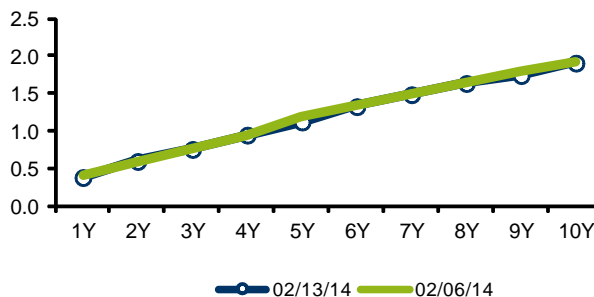


Zdroj: Thomson Reuters

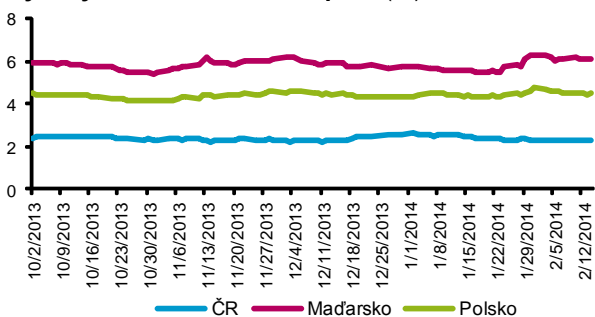
FRA 3x6 (%)



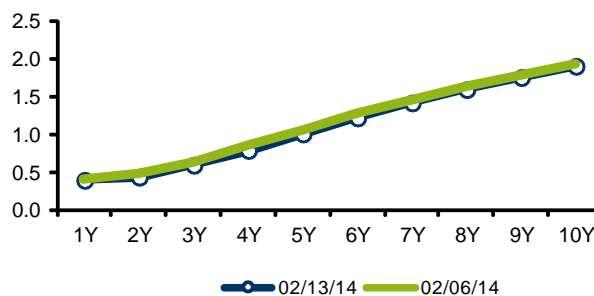
IRS CZK (%)



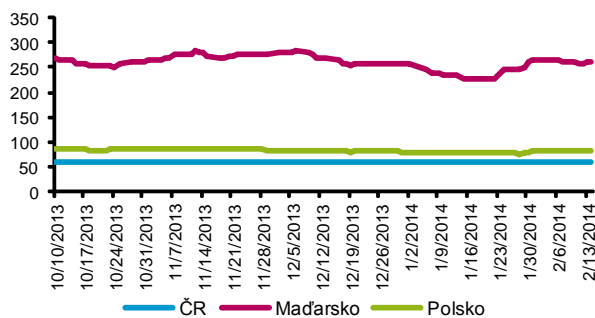
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



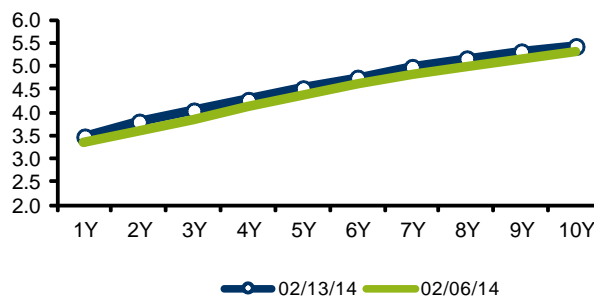
IRS EUR (%)



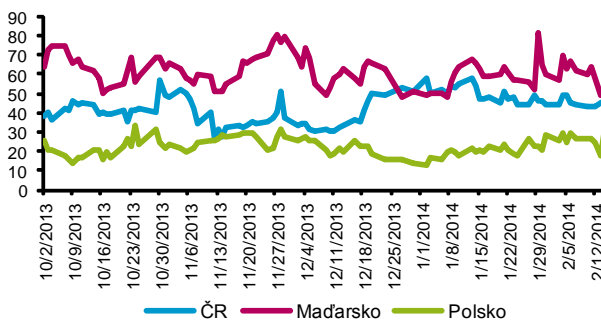
CDS 5Y (bps)



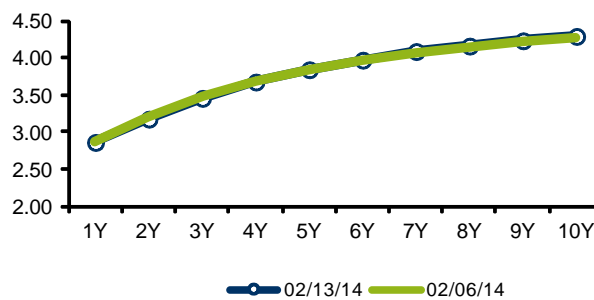
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

---

ÚT cca 14:00, HU Zasedání MNB

### HU: MNB znovu sníží svoje sazby

Maďarská centrální banka pokračuje ve snižování úrokové sazby tentokrát o 10 bps na úroveň 2,75 %. Důvodem je opět rekordně nízká inflace (a její velmi příznivý výhled) a fakt, že forint znovu posílil zpět pod hranici EUR/HUF 310.

|                    | <b>Náš odhad</b> | Poslední změna |
|--------------------|------------------|----------------|
| základní sazba v % | <b>2,75</b>      | 1/2014         |
| změna v b. bodech  | <b>-10</b>       | -15            |

## Kalendář očekávaných událostí

| země     | datum      | čas   | indikátor                                       |          | období     | odhad |     | konsenzus |      | předchozí |       |
|----------|------------|-------|---|----------|------------|-------|-----|-----------|------|-----------|-------|
|          |            |       |   |          |            | m/m   | y/y | m/m       | y/y  | m/m       | y/y   |
| EMU      | 17.02.2014 | 0:00  | Projev Nowotnyho v Londýně                      | ECB      | 02/2014    |       |     |           |      |           |       |
| Polsko   | 17.02.2014 | 15:00 | Rozpočtové saldo                                | mil. PLN | 01/2014    |       |     |           |      |           |       |
| EMU      | 18.02.2014 | 10:00 | Běžný účet                                      | mld. EUR | 12/2013    |       |     |           |      |           | 27.4  |
| Německo  | 18.02.2014 | 11:00 | Index Zew (hodnocení současné situace)          |          | 02/2014    |       |     | 44        |      |           | 41.2  |
| Německo  | 18.02.2014 | 11:00 | Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)      |          | 02/2014    |       |     | 61.5      |      |           | 61.7  |
| EMU      | 18.02.2014 | 11:20 | Projev Praeta v Portugalsku                     | ECB      | 02/2014    |       |     |           |      |           |       |
| EMU      | 18.02.2014 | 12:00 | Projev Lindeho v Madridu                        | ECB      | 02/2014    |       |     |           |      |           |       |
| Maďarsko | 18.02.2014 | 14:00 | Zasedání MNB                                    | %        | 02/2014    | 2.75  |     | 2.75      |      |           | 2.85  |
| Polsko   | 18.02.2014 | 14:00 | Mzdy  | %        | 01/2014    |       |     | -10       | 3.2  | 8.3       | 2.7   |
| USA      | 18.02.2014 | 14:30 | Podnikatelská nálada v e státě N.Y.             |          | 02/2014    |       |     | 9.75      |      |           | 12.51 |
| USA      | 18.02.2014 | 16:00 | Index stavitelů rodinných domů                  |          | 02/2014    |       |     | 56        |      |           | 56    |
| EMU      | 18.02.2014 | 16:30 | Projev Liikanena o bankovní unii v Helsinkách   | ECB      | 02/2014    |       |     |           |      |           |       |
| Polsko   | 19.02.2014 | 14:00 | Průmyslová výroba                               | %        | 01/2014    |       |     | 2.7       | 3.5  | -9.7      | 6.6   |
| Polsko   | 19.02.2014 | 14:00 | Výrobní ceny                                    | %        | 01/2014    |       |     | 0.1       | -0.8 | 0         | -0.9  |
| USA      | 19.02.2014 | 14:30 | Zahájení staveb nových domů                     |          | 01/2014    |       |     | 950       |      |           | 999   |
| USA      | 19.02.2014 | 14:30 | Výrobní ceny                                    | %        | 01/2014    |       |     |           |      | 0.4       | 1.2   |
| USA      | 19.02.2014 | 14:30 | Udělená stavební povolení                       |          | 01/2014    |       |     | 975       |      |           | 986   |
| USA      | 19.02.2014 | 14:30 | Jádrový index cen v průmyslu                    | %        | 01/2014    |       |     |           |      | 0.3       | 1.4   |
| USA      | 19.02.2014 | 18:15 | Projev Lockharta o americké ekonomice v Georgii | Fed      | 02/2014    |       |     |           |      |           |       |
| USA      | 19.02.2014 | 19:00 | Projev Bullarda v e Washingtonu                 | Fed      | 02/2014    |       |     |           |      |           |       |
| USA      | 19.02.2014 | 20:00 | Zápis ze zasedání FOMC                          |          | 02/2014    |       |     |           |      |           |       |
| USA      | 20.02.2014 | 1:00  | Projev Williamse o měnové politice v New Yorku  | Fed      | 02/2014    |       |     |           |      |           |       |
| Německo  | 20.02.2014 | 8:00  | Výrobní ceny                                    | %        | 01/2014    |       |     | 0.2       | -0.8 | 0.1       | -0.5  |
| Francie  | 20.02.2014 | 8:45  | Harmonizovaná inflace                           | %        | 01/2014    |       |     | -0.5      | 0.9  | 0.4       | 0.8   |
| Francie  | 20.02.2014 | 8:45  | Inflace   | %        | 01/2014    |       |     | -0.4      | 0.8  | 0.3       | 0.7   |
| EMU      | 20.02.2014 | 9:00  | Projev Barniera na konferenci v Bruselu         | ECB      | 02/2014    |       |     |           |      |           |       |
| Francie  | 20.02.2014 | 9:50  | Index nákupních manažerů v průmyslu             |          | 02/2014 *P |       |     | 49.5      |      |           | 49.3  |
| Německo  | 20.02.2014 | 9:55  | Index nákupních manažerů v průmyslu             |          | 02/2014 *A |       |     | 56.4      |      |           | 56.5  |
| EMU      | 20.02.2014 | 10:00 | Index nákupních manažerů v průmyslu             |          | 02/2014 *A |       |     | 53.9      |      |           | 54    |
| EMU      | 20.02.2014 | 10:00 | Index nákupních manažerů v e službách           |          | 02/2014 *A |       |     | 51.9      |      |           | 51.6  |
| EMU      | 20.02.2014 | 11:30 | Projev Constancia v Bruselu                     | ECB      | 02/2014    |       |     |           |      |           |       |
| USA      | 20.02.2014 | 14:30 | Inflace   | %        | 01/2014    |       |     | 0.1       | 1.6  | 0.3       | 1.5   |
| USA      | 20.02.2014 | 14:30 | Jádrová inflace                                 | %        | 01/2014    |       |     | 0.1       | 1.6  | 0.1       | 1.7   |
| USA      | 20.02.2014 | 14:30 | Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti          | tis.     | 02/2014    |       |     | 330       |      |           | 339   |
| USA      | 20.02.2014 | 14:30 | Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti   | tis.     | 02/2014    |       |     |           |      |           | 2953  |
| USA      | 20.02.2014 | 16:00 | Podnikatelská nálada philadelph. Fedu           |          | 02/2014    |       |     | 10        |      |           | 9.4   |
| EMU      | 20.02.2014 | 16:00 | Index spotřebitelské důvěry                     |          | 02/2014 *A |       |     | -11.1     |      |           | -11.7 |
| USA      | 20.02.2014 | 16:00 | Předstihové ukazatele                           |          | 01/2014    |       |     | 0.4       |      |           | 0.1   |
| USA      | 21.02.2014 | 16:00 | Prodej stávajících domů                         | mil.     | 01/2014    |       |     | 4.7       |      |           | 4.87  |
| USA      | 21.02.2014 | 19:10 | Projev Bullarda v St. Louis                     | Fed      | 02/2014    |       |     |           |      |           |       |

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         | 2.85     | 4.25   | 3.60   | 3.00   | 4.00   | 4.50   | -20 bps        | 1/21/2014 |
| 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 | 0.37     | 0.44   | 0.42   | 0.38   | 0.37   | 0.36   |
| Maďarsko | BUBOR 3M  | 2.85     | 4.20   | 3.56   | 2.99   | 3.50   | 3.70   |
| Polsko   | WIBOR 3M  | 2.71     | 2.73   | 2.67   | 2.71   | 2.75   | 3.00   |

### Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

|          |       | současná |        |        |        |        |        |
|----------|-------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
|          |       | hodnota  | 2013Q2 | 2013Q3 | 2013Q4 | 2014Q1 | 2014Q2 |
| Česko    | CZ10Y | 1.89     | 1.97   | 2.06   | 2.09   | 1.95   | 2.15   |
| Maďarsko | HU10Y | 5.40     | 5.84   | 5.17   | 5.25   | 6.10   | 6.20   |
| Polsko   | PL10Y | 4.23     | 4.14   | 4.24   | 4.25   | 4.05   | 4.35   |

### Devizové kurzy (konec období)

|          |         | současná |        |        |        |        |        |
|----------|---------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
|          |         | hodnota  | 2013Q2 | 2013Q3 | 2013Q4 | 2014Q1 | 2014Q2 |
| Česko    | EUR/CZK | 27.4     | 25.99  | 25.68  | 27.35  | 27.40  | 27.20  |
| Maďarsko | EUR/HUF | 309      | 295    | 297    | 297    | 300    | 300    |
| Polsko   | EUR/PLN | 4.15     | 4.33   | 4.22   | 4.16   | 4.20   | 4.10   |

### HDP

|          | 2012Q4 | 2013Q1 | 2013Q2 | 2013Q3 | 2013Q4 | 2014Q1 | 2014Q2 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Česko    | -1.4   | -2.3   | -1.7   | -1.2   | -0.3   | 1.2    | 1.3    |
| Maďarsko | -2.7   | -0.9   | 0.5    | 1.8    | 1.9    | 2.2    | 2.3    |
| Polsko   | 0.7    | 0.5    | 0.8    | 1.9    | 2.9    | 3.3    | 3.5    |

### 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    | 0.4    | 0.5    | 0.6    |
| Polsko   | 2.4    | 1.0    | 0.2    | 1.0    | 0.7    | 1.3    | 1.9    |

### Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

|          | 2012 | 2013 |
|----------|------|------|
| Česko    | -1.9 | -1.1 |
| Maďarsko | 1.5  | 2.0  |
| Polsko   | -3.5 | -1.7 |

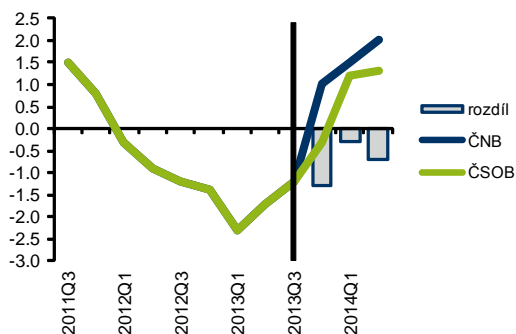
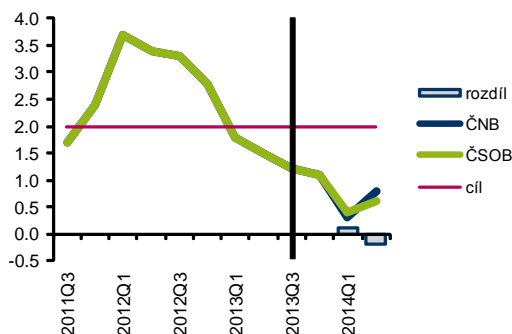
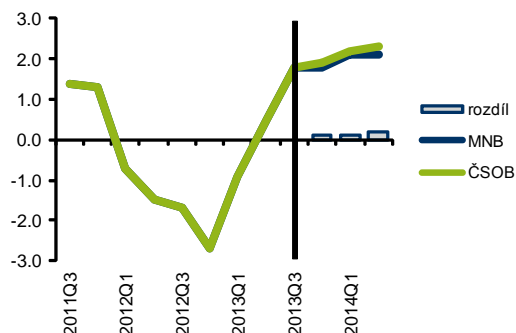
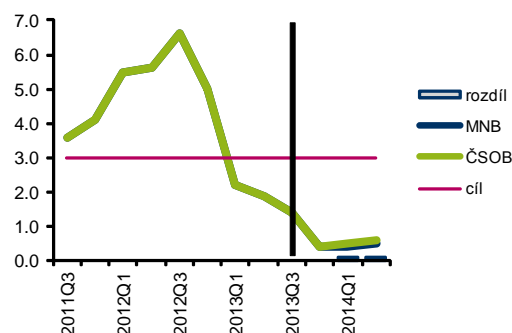
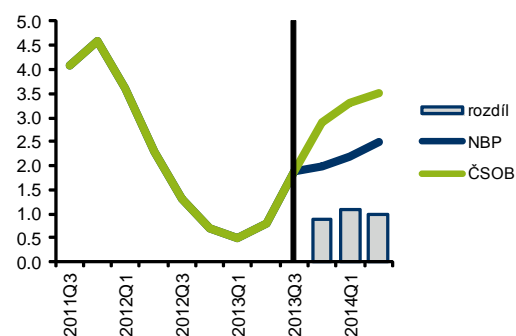
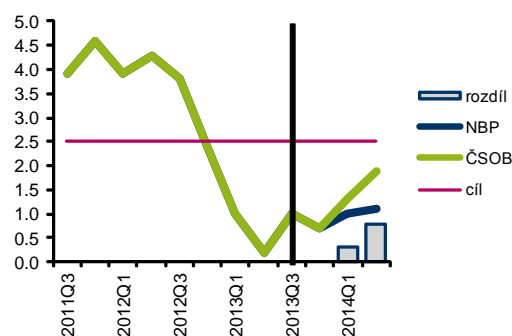
### Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

|          | 2012 | 2013 |
|----------|------|------|
| Česko    | -4.4 | -2.5 |
| 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.