



- **Česká republika**
Český HDP - jen první dojem nestačí 2
- **Polsko**
NBP prodlužuje období stability sazeb 3
- **Výhled na týden**
Týden ve znamení nízké inflace v regionu 6

Česká a maďarská ekonomika konečně na cestě vzhůru

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	27.36	↗	↗
EUR/HUF	310.0	↗	↗
EUR/PLN	4.20	↗	↗
3M PRIBOR	0.37	→	→
3M BUBOR	2.75	→	→
3M WIBOR	2.71	→	→
10Y CZK	2.23	→	↗
10Y PLN	4.23	↗	↗
10Y HUF	5.85	↗	↗
3M EURIBOR	0.30	→	→
10Y EMU	1.64	↘	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

S tím jak ukrajinská krize zmizela z hlavních radarů investorů, přesouvá se pozornost přece jenom více k fundamentům jednotlivých ekonomik. To konec konců platí i o střední Evropě. Zajímavý byl přitom pohled jak na details HDP, tak i na novou prognózu polské centrální banky a s tím související zprávu výboru pro měnovou politiku. Ten dal totiž trhům najevo, že NBP udrží oficiální sazby na stávající úrovni minimálně do konce třetího kvartálu tohoto roku, což polské vládní dluhopisy velmi přivítaly.

Pokud jde o makro data tak Česká republika reportovala details HDP, které ještě výrazněji ukázaly na to, že růst byl na konci roku 2013 opravdu výrazně vyšší, než se původně předpokládalo. Přesto, ač jde nepochybně o pozitivní výsledek tak jej prozatím nechceme příliš přeceňovat, neboť byl ovlivněn jednorázovými faktory, jako bylo např. předzásobení se cigaretami či např. vyšší prodeje automobilů a elektroniky (strach ze zdražení po devalvaci koruny). Podobně pozitivně pak vyzněla i maďarská data, která nejenže ukázala na to, že hospodářský růst byl na konci minulého roku nejvyšší za posledních osm let (2,7 % meziročně), ale konečně byl také podpořen domácí poptávkou. Dobré zprávy z Maďarska se přitom neomezily jen na details HDP. První tvrdá data z tohoto roku - maloobchodní tržby a průmyslová výroba za leden vykázaly rovněž velmi slušný růst.

Každopádně jak v případě české ekonomiky, tak i té maďarské můžeme konečně s klidem konstatovat, že dna recese již bylo dosaženo (v roce 2013) a obě ekonomiky jsou na cestě opatrného růstu.

Český HDP - jen první dojem nestačí

Petr Dufek

Česká ekonomika rostla ještě rychleji.

Nakonec ještě rychleji, než napovídal bleskový odhad, rostla česká ekonomika v závěru loňského roku. Ve srovnání s třetím čtvrtletím se HDP tentokrát zvýšil o necelá dvě procenta (+1,9 %), meziročně o 1,3 %.

Ke konci roku ekonomice pomáhaly vzhůru investice, export a nakonec i spotřeba domácností. Nicméně v největší míře v tomto období dopomohly k růstu HDP zásoby. Je to docela dobře vidět mezi tím, jak rostla přidaná hodnota a celé HDP. Přidaná hodnota vytvořená na konci roku v ekonomice se totiž zvýšila jen o 0,6 %, tedy rostla polovičním tempem. Vše ostatní zařídily spotřební daně u cigaret.

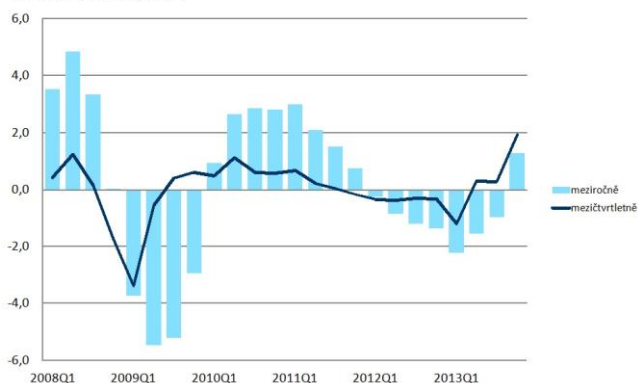
Ekonomice podařilo vyběhnout z recese, ale...

Vzhledem k silnému vlivu daní (a zásob) proto nemá smysl příliš jásat nad téměř dvouprocentním růstem ve čtvrtém čtvrtletí. Je rozhodně příjemné, že se ekonomice podařilo vyběhnout z recese a je také pozitivní, že už nepadá spotřeba a investice. Poslední kvartál je však ve značné míře výjimečný z titulu mimořádných faktorů.

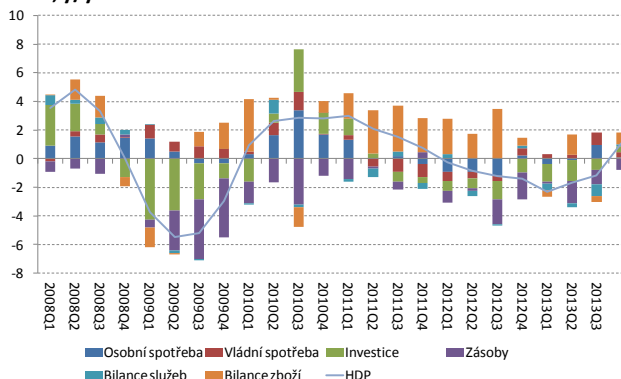
Z odvětví se dařilo především zpracovatelskému průmyslu, který možná trochu překvapivě následovalo i stavebnictví. Nemůžeme ovšem zapomenout i na výjimečné klimatické podmínky, které na rozdíl od předchozích let umožnily pokračovat ve stavbách i v době, kdy se obvykle příliš nestaví.

Ani tři čtvrtletí růstu nevykompenzovala předchozí útlum ekonomiky, a tak za celý rok 2013 ekonomika hlásí pokles o 0,9 %. Nicméně nejdelší recese českého hospodářství skončila a ekonomika se vrací na dráhu růstu díky exportu, respektive úspěšnému zpracovatelskému průmyslu.

CZ: Ekonomický růst



HDP, y/y v %



NBP prodlužuje období stability sazeb

Petr Báča

Sazby by měly zůstat beze změny nejméně do konce třetího čtvrtletí.

Polská centrální banka (NBP) ponechala na svém středečním zasedání úrokovou sazbu dle očekávání beze změny. Pozornost se tedy jako již tradičně v posledních měsících soustředila na oficiální prohlášení a následnou tiskovou konferenci. Hlavním výstupem obou událostí bylo prodloužení období, ve kterém NBP předpokládá stabilitu úrokových sazeb, o jedno čtvrtletí. Nově tedy NBP počítá s ponecháním oficiálních úrokových sazeb na historických minimech (2,5 %) nejméně do konce třetího čtvrtletí 2014. Oficiální prohlášení navíc prezident NBP Belka při setkání s novináři doplnil o holubičí komentáře, neboť uvedl, že by si trh neměl vykládat prohlášení tak, že se skončením uvedeného období dojde automaticky k růstu úrokových sazeb. Holubičí náladu panující ve Výboru pro měnovou politiku navíc ilustrovala i poznámka, že na prodloužení období stabilních sazeb se výbor shodl jednomyslně.

Inflace i letos zůstane hluboko pod cílem NBP.

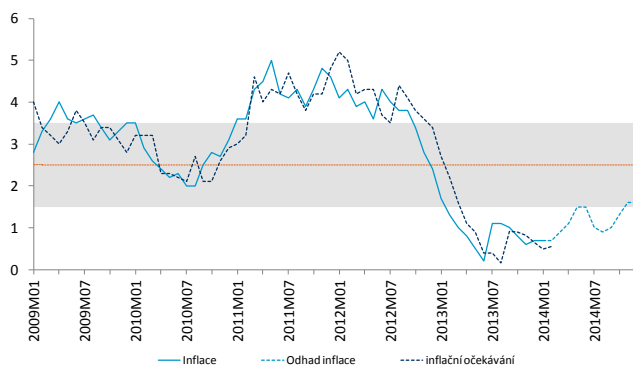
Hlavním důvodem pro prodloužení období bylo, že NBP měla k dispozici novou prognózu ekonomického vývoje. Ta oproti předchozí předpovědi předpokládá rychlejší růst ekonomiky a nižší inflační tlaky. NBP nově očekává, že růst HDP se v letošním roce bude pohybovat kolem 3,5 % a inflace kolem 1,1 %, což je v podstatě v souladu s našimi odhady (3,4 % a 1,2 %). Domníváme se, že ačkoliv kombinace nízké inflace a poměrně robustního hospodářského růstu vytváří z pohledu NBP komfortní situaci, tak by mohla k prvnímu zvýšení sazeb sáhnout v závěru letošního roku (ačkoliv rizika pozdějšího zásahu NBP narůstají).

Delší období nízkých sazeb a pomalý růst cen jsou dobrou zprávou pro dluhopisy.

Přesto, že nová prognóza byla oproti listopadové předpovědi změněna víceméně očekávaným způsobem, tak prodloužení výhledu na stabilní sazby a doprovodné holubičí komentáře měly citelný dopad na trhy. Kromě mírného oslabení zlotého se projeví zejména na výnosech dluhopisů, které se propadly po celé délce křivky (hlavně pokles na delším konci křivky byl razantní). Kromě toho se snížily i sázky trhu na růst sazeb v devítiměsíčním horizontu, a to o 5 bazických bodů (v současné době je rozdíl mezi sazbou FRA9x12 a tříměsíčním WIBOrem 13 bazických bodů).

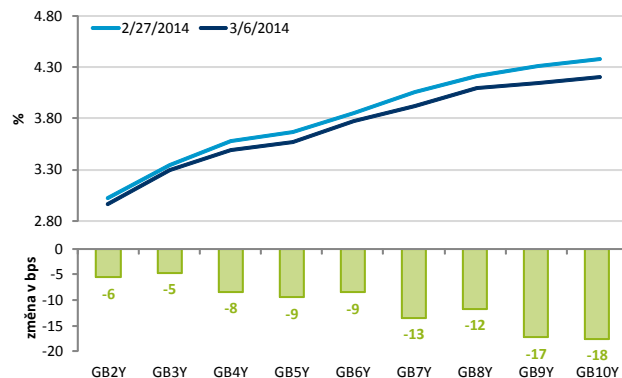
PL: Inflace a inflační očekávání

meziročně v %; šedá oblast označuje toleranční pásmo NBP, oranžová čárkovaná čára inflační cíl



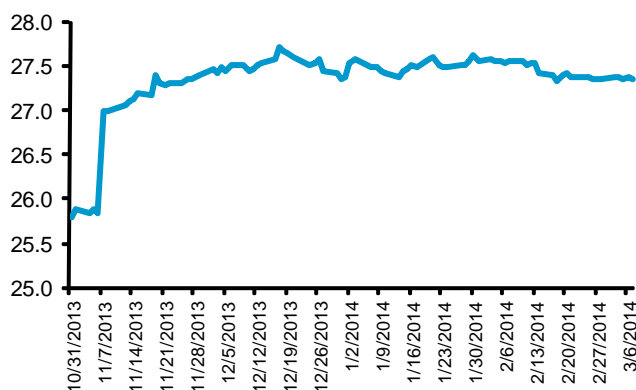
PL: výnosová křivka

vládní dluhopisy

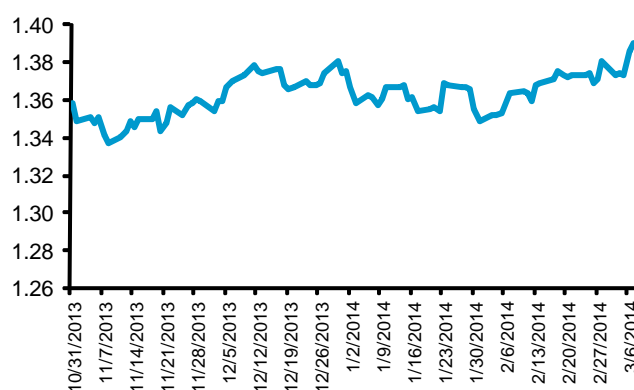


Přehled trhů

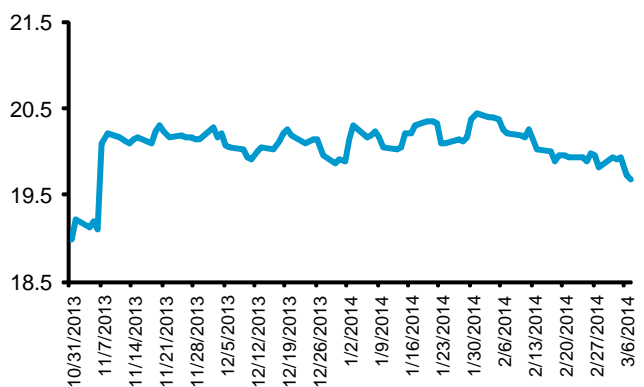
EURCZK



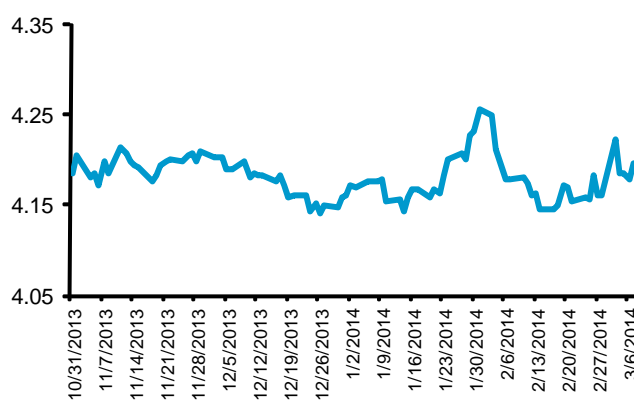
EURUSD



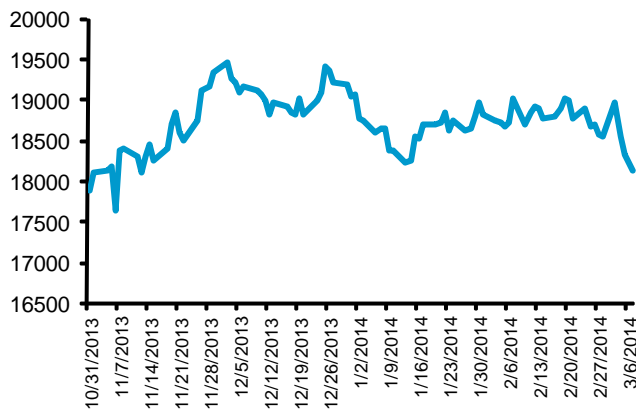
USDCZK



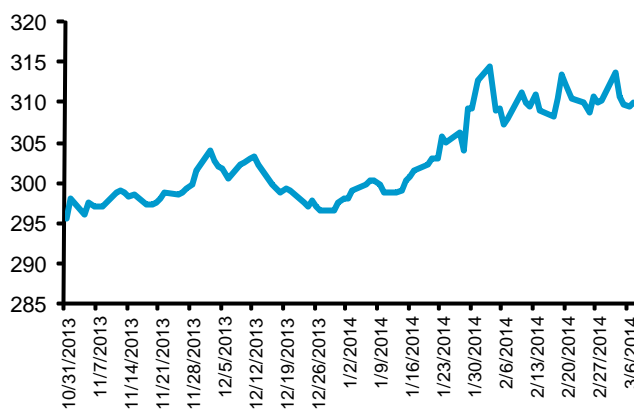
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

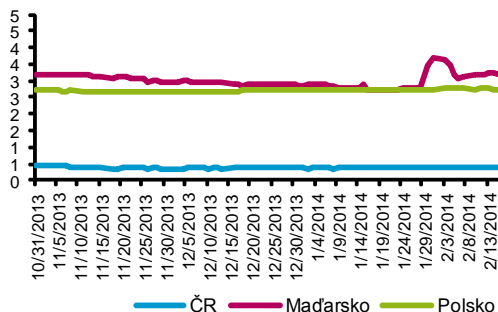


EURHUF

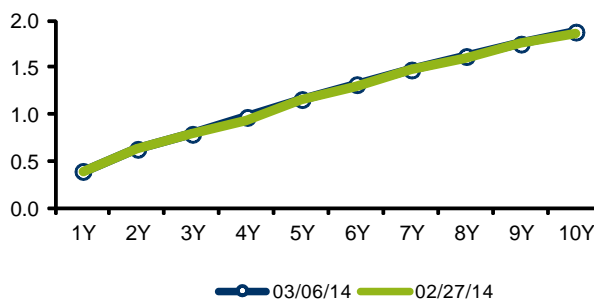


Zdroj: Thomson Reuters

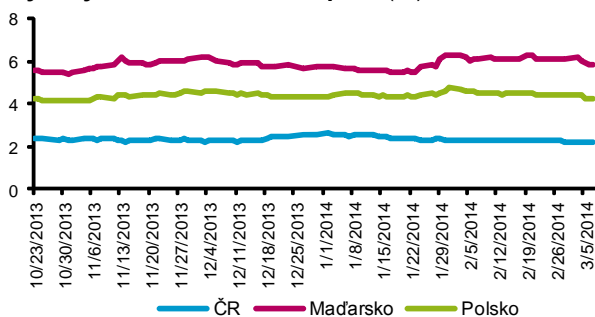
FRA 3x6 (%)



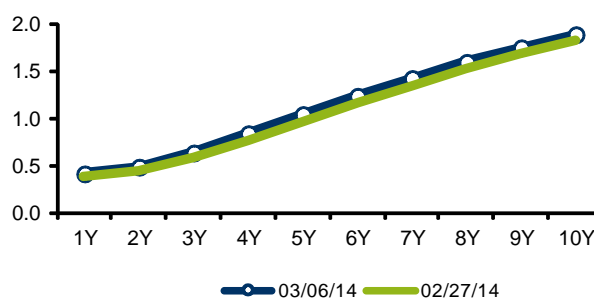
IRS CZK (%)



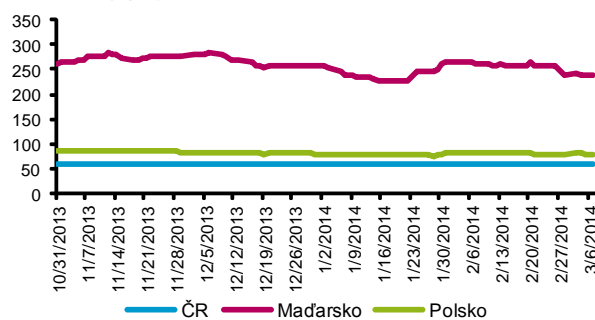
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



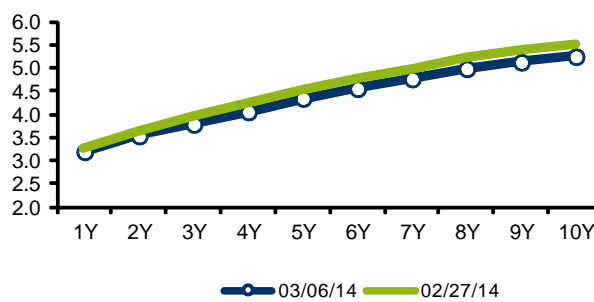
IRS EUR (%)



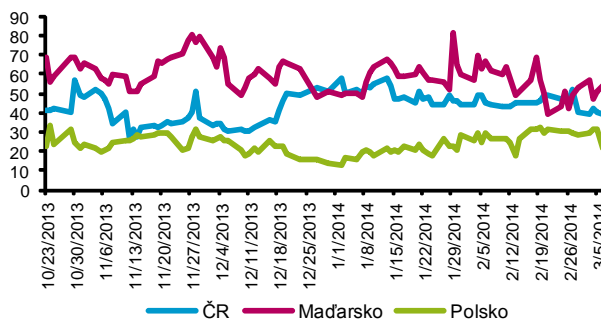
CDS 5Y (bps)



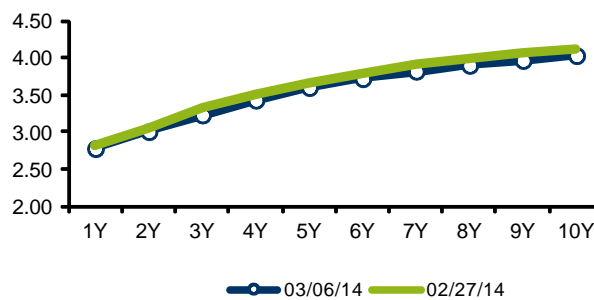
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

PO 9:00, CZ Inlace (%)

	I.14	XII.13	I.13
Inlace m/m	0,1	0,1	0,1
Inlace y/y	0,2	0,2	1,7
Měnově politická inlace y/y	0,1	0,1	0,9

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

	I.14	XII.13	I.13
Saldo	41,8	9,6	31,2
kumulativ. od ledna	41,8	350,8	31,2
Saldo (národní)	17,4	-9,3	3,0
kumulativ. od ledna	17,4	119,3	3,0

ÚT 9:00, CZ Mzdy (% y/y)

	Q4-13	Q3-13	Q4-12
Nominální mzda	-2,0	1,3	3,5
Reálná mzda	-3,2	0,1	0,7

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

	I.14	XII.13	I.13
Měsíčně	3,0	5,2	-0,4
kumul. od ledna	3,0	1,0	-0,4

PÁ 9:00, CZ Průmyslová výroba (% y/y)

	I.14	XII.13	I.13
Měsíčně	6,5	9,3	-4,2
kumul. od ledna	6,5	0,5	-4,2

PÁ 14:00, PL Inlace (% y/y)

	II.14	I.14	II.13
Inlace	0,7	0,7	1,3
Potraviny (bez alk.)	1,8	2,1	2,7
Doprava (vč. pohonných hmot)	-2,5	-1,2	-0,6

CZ: Inlace stále jen těsně nad nulou

I v únoru by se inflace měla udržet těsně nad nulou, nicméně je stále velmi hluboko pod dolní hranici tolerančního pásma ČNB. Důvody pro extrémně nízkou inflaci zůstávají stále stejné: zlevnění energie, nižší ceny služeb mobilních telefonních operátorů a v neposlední řadě i slabší tuzemská poptávka. Z inflace navíc vyprchává vliv loňského zvýšení obou sazeb DPH, a tak hlavním inflačním faktorem zůstává už jen oslabená koruna, která má podle ČNB popohnat ekonomiku rychle vzhůru a nastartovat inflaci. K růstu inflace však zřejmě dojde až ve druhé polovině letošního roku, kdy by se postupně mohla začít vracet do tolerančního pásma centrální banky.

CZ: Rekord obchodní bilance na obzoru

Od lednových čísel obchodní bilance očekáváme rekordní přebytek obchodu a současně i prudký růst hodnoty vývozu a dovozu. Výrazné navýšení korunového obrátu obchodu půjde nepochybně na vrub slabší koruně (efekt vyššího přepočítacího kurzu) a pokračující silné poptávce po tuzemské produkci v zahraničí. Jak už v minulých měsících naznačovaly průmyslové zakázky, úspěch českého exportu bude i tentokrát spojen především s rostoucí poptávkou po osobních automobilech, výrobcích strojírenství a elektrických přístrojů a zařízeních.

CZ: Rapidní pokles reálných mezd

Za očekávaným meziročním propadem mezd v nominálním i reálném vyjádření stál především vliv vysoké srovnávací základny. V posledním čtvrtletí roku 2012 totiž došlo k mimořádně silnému zvýšení průměrných mezd ve většině odvětví české ekonomiky v důsledku schváleného zavedení tzv. solidární daně platné od začátku roku 2013. Podniky tak v předstihu vyplácely prémie, aby se tomuto opatření alespoň v prvním roce jeho fungování vyhnuly.

CZ: Maloobchod stále pod vlivem aut

Předpokládaný růst maloobchodu v lednu není ani tak odrazem trvale se zvyšující domácí poptávky, jako především pokračujícího zájmu o nákup nových osobních automobilů s cílem využít jejich příznivých cen ještě před plným promítnutím „devalvace“ do cen. Maloobchodu bez motoristického segmentu se ani nadále příliš nedařilo. Výjimkou jsou stále internetové obchody a prodejci elektroniky. Naproti tomu ostatní segmenty obchodníků s růstem reálných prodejů příliš počítat nemohou.

CZ: Růst průmyslu ve znamení automobilek

Tuzemský průmysl s největší pravděpodobností pokračuje v solidním růstu i v úvodu letošního roku. Ostatně v tomto směru vyznívaly jak předchozí statistiky nových zakázek, tak soft ukazatele v podobě PMI a konjunkturálního průzkumu statistického úřadu. Největší podíl na růstu celého odvětví měla nepochybně výroba osobních automobilů s odstupem následovaná strojírenstvím, výrobou kovových a chemických výrobků. Solidní výsledky rovněž očekáváme u nových zakázek, jejichž tempo zůstane i v úvodu letošního roku nejspíše dvojčíferné. Průmysl tak prozatím zůstává hlavním a tak trochu i osamoceným motorem české ekonomiky.

PL: Inlace stále pod 1 %

Polská inflace podle našich odhadů v lednu meziročně dosáhla 0,7 %. Hlavní podíl na meziměsíční stagnaci cen měly na jedné straně rostoucí ceny potravin, které na druhé straně kompenzoval mírný pokles cen v dopravě a sezónně zlevňující ceny oblečení a obuvi. S nízkou inflací počítáme podobně jako centrální banka i ve zbytku letošního roku (v průměru by podle nás mohla dosáhnout 1,2 %). Dodejme, že statistický úřad s únorovým číslem zveřejní i novou strukturu spotřebitelského koše a kompletní strukturu inflace za leden.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Francie	10.03.2014	8:45	Průmyslová výroba	%	01/2014			0.5	1.3	-0.3	0.5
ČR	10.03.2014	9:00	Obchodní bilance	mld. CZK	01/2014	41.8		34.8		9.6	
ČR	10.03.2014	9:00	Inflace	%	02/2014	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2
ČR	10.03.2014	9:00	Míra nezaměstnanosti 15-64	%	02/2014	8.7		8.6		8.6	
USA	10.03.2014	11:15	Projev Plossera v Paříži	Fed	03/2014						
USA	10.03.2014	17:40	Projev Evanse v Georgii	Fed	03/2014						
Německo	11.03.2014	8:00	Obchodní bilance	mld. EUR	01/2014			15		14.2	
Německo	11.03.2014	8:00	Běžný účet	mld. EUR	01/2014			16		23.5	
ČR	11.03.2014	9:00	Reálné mzdy	%	4Q/2013		-3.2		-1.5		0.1
Maďarsko	11.03.2014	9:00	Inflace	%	02/2014			0.3	0.4	0.3	0
USA	11.03.2014	18:00	3letá aukce	mld. USD	03/2014			30			
Maďarsko	12.03.2014	9:00	Průmyslová výroba	%	01/2014 *F					3.1	6.1
Maďarsko	12.03.2014	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	01/2014 *P			383.7		303.2	
EMU	12.03.2014	9:00	Projev Lindeho v Madridu	ECB	03/2014						
EMU	12.03.2014	9:00	Projev Preato ve Frankfurtu	ECB	03/2014						
EMU	12.03.2014	11:00	Průmyslová výroba	%	01/2014			0.5	1.9	-0.7	0.5
EMU	12.03.2014	11:00	Projev Coeura a Issinga ve Frankfurtu	ECB	03/2014						
ČR	12.03.2014	12:00	Aukce st. dluhopisu x,xx %, 2014-2018	mld. CZK	03/2014						
ČR	12.03.2014	12:00	Aukce st. dluhopisu x,xx %, 2014-2025	mld. CZK	03/2014						
EMU	12.03.2014	14:00	Projev Mersche ve Frankfurtu	ECB	03/2014						
USA	12.03.2014	18:00	10letá aukce	mld. USD	03/2014			21			
USA	12.03.2014	19:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	02/2014			-218			
Francie	13.03.2014	8:45	Harmonizovaná inflace	%	02/2014			0.4	0.9	-0.6	0.8
Francie	13.03.2014	8:45	Inflace	%	02/2014			0.4	0.8	-0.6	0.7
EMU	13.03.2014	10:00	Měsíční zpráva ECB	ECB	03/2014						
USA	13.03.2014	13:30	Maloobchodní tržby	%	02/2014			0.2		-0.4	
USA	13.03.2014	13:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	02/2014			0.2		0	
USA	13.03.2014	13:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	03/2014					323	
USA	13.03.2014	13:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	02/2014					2907	
USA	13.03.2014	13:30	Index dovozních cen	%	02/2014			0.6		0.1	-1.5
USA	13.03.2014	15:00	Podnikatelské zásoby	%	01/2014			0.4		0.5	
USA	13.03.2014	18:00	30letá aukce	mld. USD	03/2014			13			
Německo	14.03.2014	8:00	Inflace	%	02/2014 *F			0.5	1.2	0.5	1.2
Německo	14.03.2014	8:00	Harmonizovaná inflace	%	02/2014 *F			0.5	1	0.5	1
ČR	14.03.2014	9:00	Průmyslová výroba	%	01/2014		6.5		6.7		9.3
ČR	14.03.2014	9:00	Stavební výroba	%	01/2014						1.4
ČR	14.03.2014	9:00	Maloobchodní tržby	%	01/2014		3		2.8		5.2
ČR	14.03.2014	10:00	Běžný účet	mld. CZK	4Q/2013			-310.5		-1127	
USA	14.03.2014	13:30	Výrobní ceny	%	02/2014			0.2	1.2	0.2	1.2
USA	14.03.2014	13:30	Jádrový index cen v průmyslu	%	02/2014			0.1	1.4	0.2	1.3
Polsko	14.03.2014	14:00	Peněžní zásoba M3	%	02/2014			0.6	5.3	-1.6	5.5
Polsko	14.03.2014	14:00	Inflace	%	02/2014	0	0.7	0.1	0.8	0.1	0.7
USA	14.03.2014	14:55	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		03/2014 *P			81.7		81.6	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná						poslední změna	
		hodnota	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3		
Česko	2T repo	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	-20 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depo	2.70	3.60	3.00	2.60	2.50	2.50	-15 bps	2/18/2014
Polsko	2T inter. sazba	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	-25 bps	7/3/2013

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
Česko	PRIBOR 3M	0.37	0.42	0.38	0.37	0.36	0.36
Maďarsko	BUBOR 3M	2.75	3.56	2.99	2.70	2.50	2.50
Polsko	WIBOR 3M	2.71	2.67	2.71	2.75	2.75	2.75

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
Česko	CZ10Y	1.88	2.06	2.09	1.95	2.15	2.30
Maďarsko	HU10Y	5.27	5.17	5.25	5.40	5.00	5.30
Polsko	PL10Y	4.02	4.24	4.25	4.10	4.10	4.45

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
Česko	EUR/CZK	27.3	25.68	27.35	27.40	27.20	27.20
Maďarsko	EUR/HUF	310	297	297	300	300	300
Polsko	EUR/PLN	4.19	4.22	4.16	4.20	4.10	4.00

HDP

	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
Česko	-2.3	-1.7	-1.2	0.8	1.2	1.3	1.7
Maďarsko	-0.9	0.5	1.8	2.7	2.2	2.3	2.3
Polsko	0.5	0.8	1.9	2.7	3.3	3.5	3.4

Inflace

	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
Česko	1.7	1.6	1.0	1.4	0.5	0.7	1.1
Maďarsko	2.2	1.9	1.4	0.4	0.5	0.6	0.7
Polsko	1.0	0.2	1.0	0.7	1.3	1.9	1.5

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

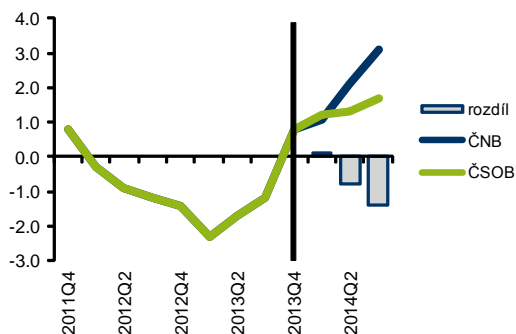
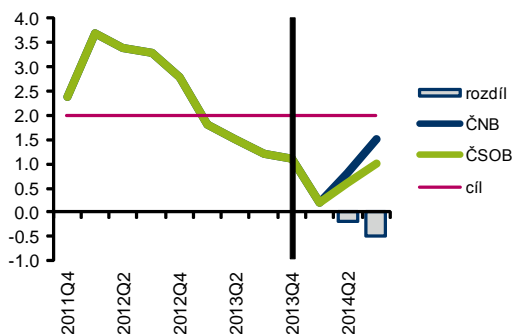
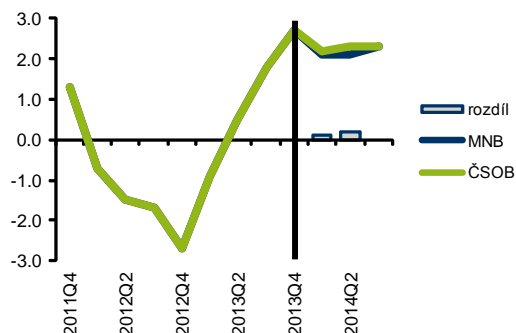
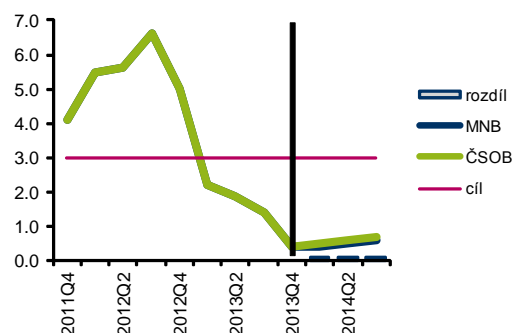
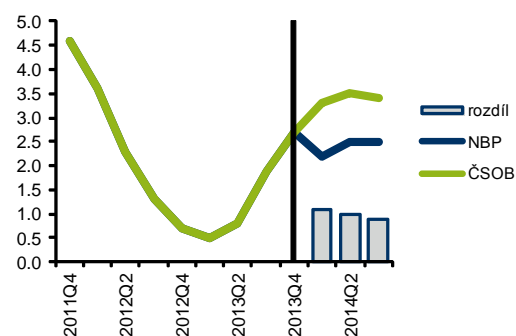
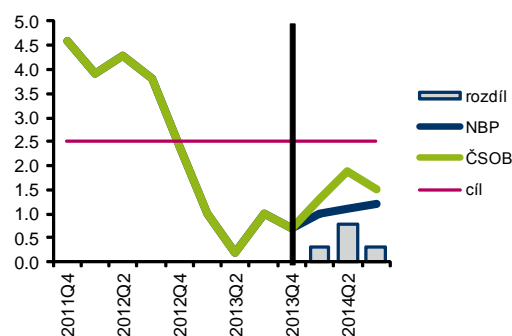
	2013	2014
Česko	-1.1	-1.2
Maďarsko	2.0	2.2
Polsko	-1.6	-1.6

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

	2013	2014
Česko	-2.5	-2.7
Maďarsko	-2.7	-3.0
Polsko	-4.4	4.5

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.