



● Česká republika

S novým výpočtem je HDP ČR o 200 mld. vyšší

2

● Výhled na týden

Inflace se blíží k jedničce

5

Hity týdne: česká a maďarská data a zasedání NBP

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	27,52	↘	↗
EUR/HUF	309,2	→	→
EUR/PLN	4,18	↘	→
3M PRIBOR	0,35	→	→
3M BUBOR	2,09	→	→
3M WIBOR	2,25	↘	↘
10Y CZK	1,17	↗	↗
10Y PLN	3,06	↗	↗
10Y HUF	4,65	↗	↗
3M EURIBOR	0,08	→	→
10Y EMU	0,93	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Nadcházející týden může být po delší době zajímavý čistě z regionálního hlediska, neboť vedle důležitých makroekonomických dat za inflaci a průmyslovou výrobu z České republiky a Maďarska se dočkáme i klíčového zasedání polské centrální banky. Zatímco by česká a maďarská inflační data za září měla (díky pozitivnímu bazickému efektu) poskočit vzhůru, tak NBP již na ně nebude čekat a přikročí po delší době k akci.

Očekáváme přitom, že NBP ve středu zřejmě obnoví po více než roce cyklus uvolňování měnové politiky a sníží sazby o 25 bazických bodů. Polská ekonomika sice v prvním pololetí rostla více než tříprocentním tempem, avšak inflace klesla v létě do záporu a kombinace vnějších nepříznivých faktorů v čele s krizí na Ukrajině se ve druhé polovině roku projeví zpomalením tempa růstu. To bude faktor, který bude brzdit rychlejší návrat inflace k cíli. Ačkoliv výraznější pokles sazeb o 50 bps nelze zcela vyloučit, tak ekonomická situace podle našeho názoru není natolik závažná, aby NBP takto zakročila. Proto očekáváme pokles sazeb o 25 bps v říjnu doprovázený stejným zásahem v listopadu. Rizika jsou přitom vychýlena k ještě výraznějšímu uvolnění měnových podmínek.

Vzhledem k tomu, že většina trhu sdílí náš názor na rozsah redukce sazeb (jen 25 bodů) neměl by takový výstup z jednání NBP být velkým překvapením. Nicméně část trhu počítající s větším snížením sazeb by mohla opatrnější postup NBP vzít jako záminku k posílení zlotého. Mnohé však bude záviset na tom, jak vyzní tisková konference prezidenta NBP Belky.

S novým výpočtem je HDP ČR o 200 mld. vyšší

Petr Dufek

Nová metodika nemění trendy českého hospodářství, ale především jeho velikost.

Evropa přechází na novou metodiku výpočtu HDP a tato změna se nevyhnula ani České republice. Statistický úřad tak v posledním týdnu zveřejnil nová data o HDP, která více méně potvrdila předchozí trend ekonomiky, nicméně k určitým viditelnějším změnám přece jen došlo. Předně to je zvýšení celého HDP o zhruba 200 mld. korun v posledních třech letech, které jde na vrub zpřesnění dat a změnám vykazování. HDP v běžných cenách tak už tři roky za sebou překročil 4 biliony korun, což bude mít nepochybně dopady i na bedlivě sledované ukazatele jako jsou výsledky veřejných rozpočtů, zadluženost nebo schodek běžného účtu platební bilance. Díky vyššímu jmenovateli (HDP) se tak tyto relativní ukazatele o několik desetín procentního bodu zlepšují, avšak rozhodně nejde o žádnou dramatickou změnu měnící pohled na realitu.

Nový výpočet ovlivnil i vykazovaný ekonomický růst v letošním roce. Zatímco ještě na počátku roku měla ekonomika růst téměř o tři procenta, podle aktuálních dat to bylo 2,6 % a ve druhém čtvrtletí 2,5 %. Mění se rovněž pohled na mezičtvrtletní vývoj hospodářství. Původně měla ekonomika ve druhém kvartále stagnovat, nyní data naznačují růst o tři desetiny, a to zásluhou spotřeby a investic, za nimiž tentokrát zaostávaly výsledky zahraničního obchodu. Potěšující je především růst investic, které se nesoustředí pouze na nákup dopravních prostředků, ale i strojů, výstavby komerčních nemovitostí a nyní dokonce i bytů. Z pohledu tvorby HDP nadále platí, že ekonomiku pohání zpracovatelský průmysl, kterému aktuálně sekundovalo i stavebnictví, IT služby dokonce mírně i realitní trh. S výjimkou stavebnictví nejde o zásadní překvapení, i když i v tomto případě bylo jen otázkou času, kdy se zvyšující se zakázky konečně promítnou do výkonu celého odvětví.

Nepředpokládáme, že by aktuální změna výpočtu HDP měla mít dopad třeba na rozhodování centrální banky a to navzdory faktu, že aktuálně vykazovaný růst viditelně zaostává za aktuální prognózou ČNB. Nejde totiž o změnu trendů ekonomiky, ale jen o revizi či změnu metod výpočtu, které kromě jiného lehce vylepšily obrázek předchozích dvou let a zvýšily tak srovnávací základ. Proto bychom se na všechny dosavadní prognózy měli dívat s jistým odstupem. Nová prognóza, o které se ČNB bude rozhodovat v listopadu, by však podle našeho názoru zásadní změnu politiky přinést nemusela.

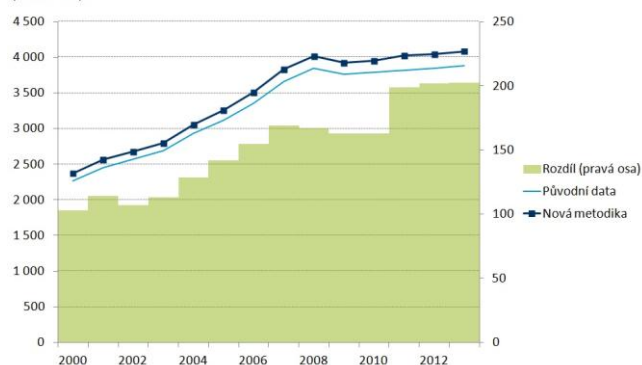
Pokud jde o náš pohled na vývoj ekonomiky, nepředpokládáme zatím, že bychom odhad ekonomického růstu pro letošní i příští rok (2,5 %) z titulu revize měnili. Lehkých změn nejspíše dozná jen struktura HDP a jeho absolutní výše.

Změna metodiky by neměla vyvolat změnu měnové politiky.

Tempo české ekonomiky
(mezičtvrtletně, %)

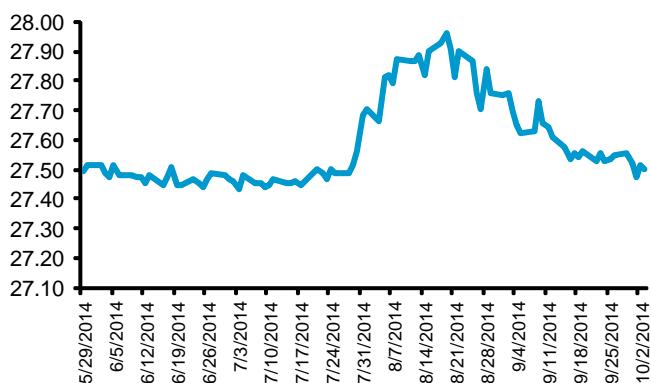


HDP ČR
(mld. CZK)

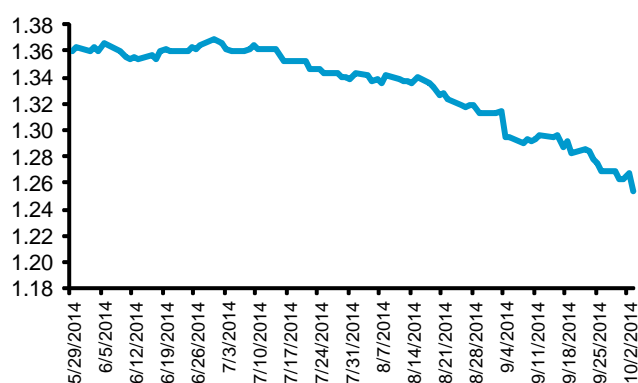


Přehled trhů

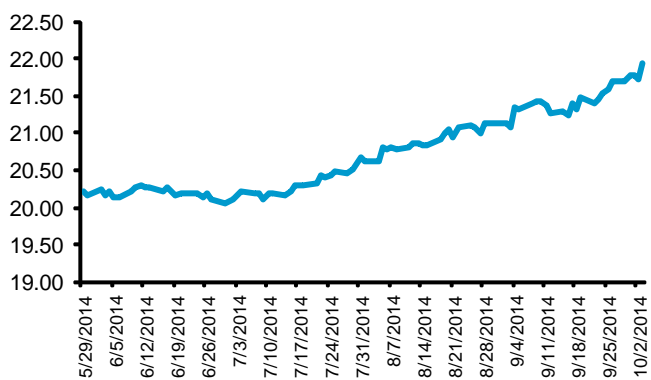
EURCZK



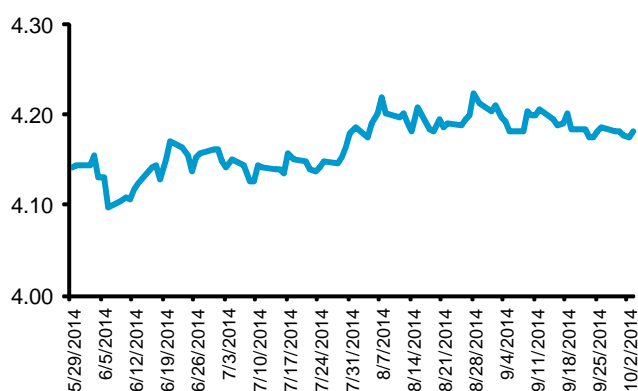
EURUSD



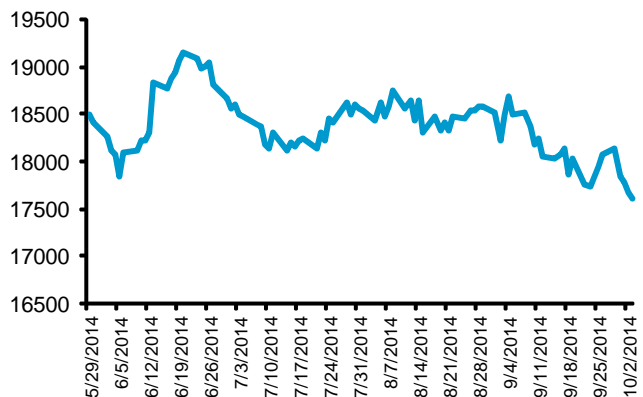
USDCZK



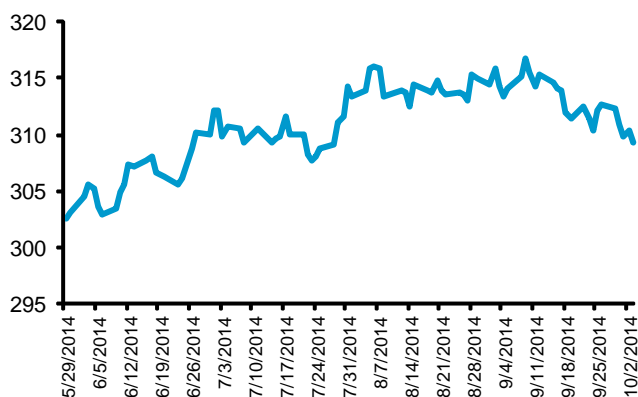
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

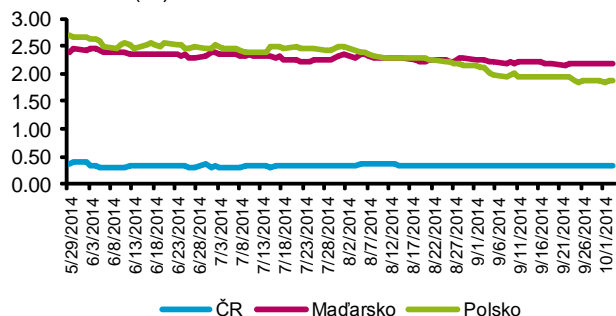


EURHUF

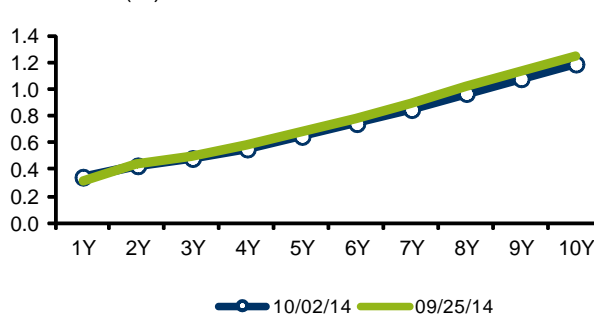


Zdroj: Thomson Reuters

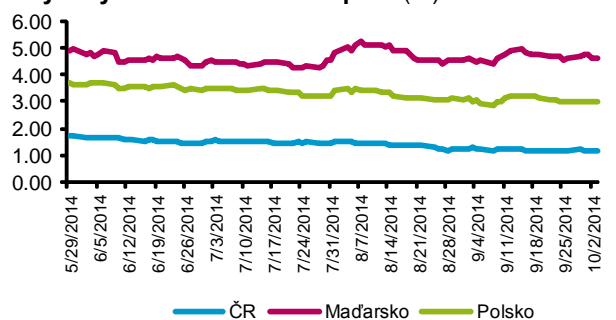
FRA 3x6 (%)



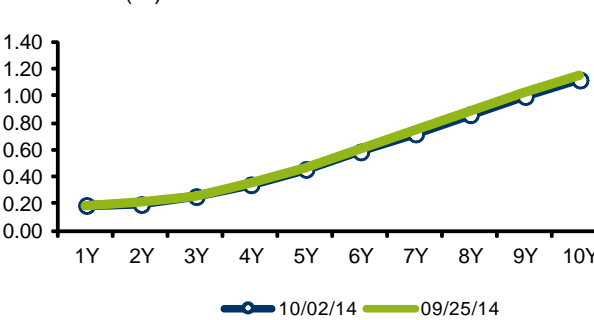
IRS CZK (%)



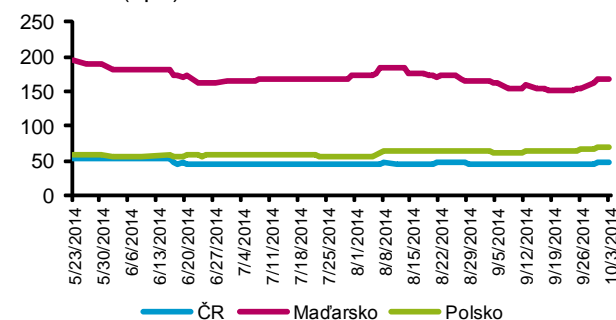
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



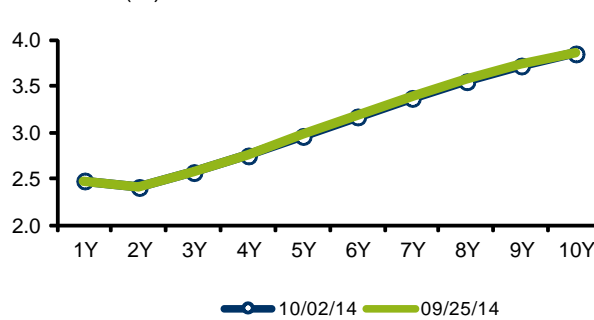
IRS EUR (%)



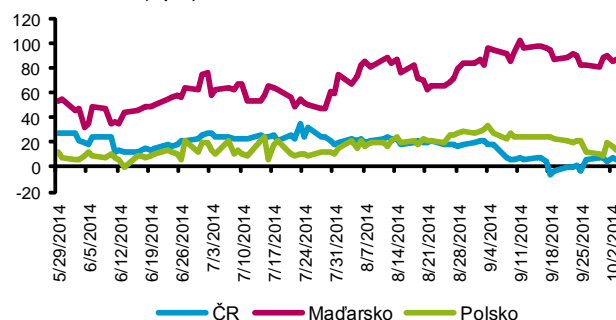
CDS 5Y (bps)



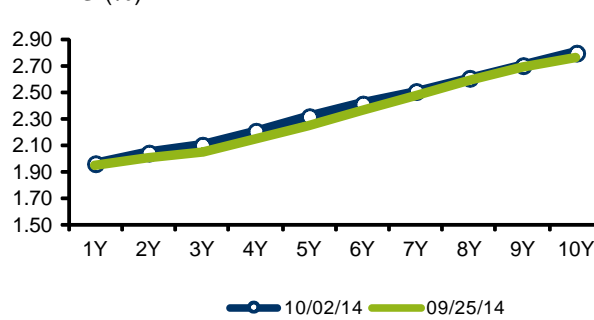
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

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

	VIII.14	VII.14	VIII.13
Tržby	3,8	6,2	-0,5
kumul. od ledna	5,5	5,8	-0,4

ÚT 9:00, CZ Průmyslová výroba (% y/y)

	VIII.14	VII.14	VIII.13
Měsíčně	4,7	8,6	1,9
kumul. od ledna	6,3	6,6	-2,8

ST 14:00, PL Zasedání NBP

	Náš odhad	Poslední změna
hlavní sazba v %	2,25	7/2013
změna v b. bodech	-25	-25

ČT 9:00, CZ Inflace (%)

	IX.14	VIII.14	IX.13
Inflace m/m	-0,1	-0,1	-0,4
Inflace y/y	0,9	0,6	1,0
Měnově politická inflace y/y	0,8	0,5	0,2

CZ: Auta stále táhnou obchod vzhůru

Na jedné straně o jeden den nižší počet pracovních dnů, na straně druhé pokračující silné prodeje nových vozů ovlivňovaly vývoj maloobchodní tržeb v srpnu. Maloobchod tak zůstává ve vleku silných výsledků motoristického segmentu, který jen za prvních sedm měsíců rostl o více než 13 %. Obchod bez aut roste podstatně umírněnějším tempem, které nepřesahuje tři procenta a odpovídá tak vývoji finanční situace domácností i náladě spotřebitelů. Navíc ani v této výši nevytváří dodatečné poptávkové inflační tlaky, a tak je možné jej stále považovat za poddimenzovaný.

CZ: Ovlivní dovolené výsledky průmyslu?

Měkká data i zakázky stále naznačují, že by výsledky průmyslu měly být ještě několik měsíců velmi silné. Zvláště díky automobilovému průmyslu, který by si díky inovacím i pozitivnímu vývoji celého evropského trendu měl udržet dvojciferné tempo. Určitým rizikem srpnového odhadu jsou však celozávodní dovolené ve velkých firmách, které se každý rok odehrávají v letních měsících. Stačí posun mezi červencem a srpnem a výsledek zpracovatelského průmyslu může být docela zavádějící. Proto budeme čísla za výrobu i nové zakázky posuzovat následně i z tohoto pohledu. Průmysl však v každém případě zůstává i ve třetím čtvrtletí hlavním motorem české ekonomiky.

PL: NBP obnovuje cyklus snižování sazeb

Polská centrální banka ve středu zřejmě obnoví po více než roce cyklus uvolňování měnové politiky a sníží sazby o 25 bps. Ekonomika sice v prvním pololetí rostla více než tříprocentním tempem, avšak inflace klesla v létě do záporu a kombinace vnějších nepříznivých faktorů v čele s krizí na Ukrajině se ve druhé polovině roku projeví zpomalením tempa růstu. To bude faktor, který bude brzdit rychlejší návrat inflace k cíli. Ačkoliv výraznější pokles sazeb o 50 bps nelze zcela vyloučit, tak ekonomická situace podle našeho názoru není natolik závažná, aby NBP takto zakročila. Proto očekáváme pokles sazeb o 25 bps v říjnu doprovázený stejným zásahem v listopadu. Rizika jsou přitom vychýlena k ještě výraznějšímu uvolnění měnových podmínek.

CZ: Inflace povolna na vzestupu

Konec léta byl podle našeho názoru ve znamení mírného zvýšení inflace. Konkrétně zářijový vývoj cen ovlivnily především sezónně levnější rekreace na jedné straně, a vyšší ceny sezónního zboží na straně druhé. Nejistotu představují především potraviny, které v tuto dobu obvykle – nikoliv však vždy – zdražují. Proinflačním faktorem „v rezervě“ zůstávají spotřební daně u tabákových výrobků, které se do cen na trhu stále ještě plně neprojeví. Inflace bude mít tendenci ve zbytku roku pomalu narůstat, avšak cílová hodnota ČNB zůstává stále

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí		
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y	
Německo	06.10.2014	8:00	Továrni zakázky	%	08/2014			2,6		4,6	4,9	
ČR	06.10.2014	9:00	Maloobchodní tržby	%	08/2014		3,8		3,2		6,2	
USA	07.10.2014	2:30	Projev George o U.S. ekon. v Novém Mexiku	Fed	10/2014							
Německo	07.10.2014	8:00	Průmyslová výroba	%	08/2014			-1,5	-0,5	1,9	2,5	
Maďarsko	07.10.2014	9:00	Průmyslová výroba	%	08/2014 *P					12,5	1,6	12,3
ČR	07.10.2014	9:00	Obchodní bilance (národní)	mld. CZK	08/2014	7,5		5,6		11,5		
ČR	07.10.2014	9:00	Průmyslová výroba	%	08/2014		4,7		0,7		8,6	
ČR	07.10.2014	9:00	Stavební výroba	%	08/2014						-3,7	
Maďarsko	07.10.2014	16:00	Rozpočtové saldo	mld. HUF	09/2014						-858,8	
USA	07.10.2014	19:00	3letá aukce	mld. USD	10/2014			27				
USA	07.10.2014	20:30	Projev Kocherlakota o měn. polit. v Jižní Dakotě	Fed	10/2014							
USA	07.10.2014	21:00	Projev Dudleye o ekonomice v New Yorku	Fed	10/2014							
ČR	08.10.2014	9:00	Míra nezaměstnanosti 15-64	%	09/2014	7,4		7,3		7,4		
ČR	08.10.2014	12:00	Aukce st. dluhopisu 2,40 %, 2014-2025	mld. CZK	10/2014							
ČR	08.10.2014	12:00	Aukce st. dluhopisu VAR %, 2014-2020	mld. CZK	10/2014							
Polsko	08.10.2014	14:00	Zasedání RPP	%	10/2014	2,25		2,25		2,5		
USA	08.10.2014	19:00	10letá aukce	mld. USD	10/2014			21				
USA	08.10.2014	20:00	Zápis ze zasedání FOMC		10/2014							
USA	08.10.2014	22:00	Kvartální zisk Alcoa	USD	3Q/2014							
USA	08.10.2014	22:30	Projev bývalého šéfa Fedu Bernankeho v NY	Fed	10/2014							
Německo	09.10.2014	8:00	Obchodní bilance	mld. EUR	08/2014			17,4		23,4		
Německo	09.10.2014	8:00	Běžný účet	mld. EUR	08/2014			13,8		21,7		
Francie	09.10.2014	8:45	Obchodní bilance	mld. EUR	08/2014			-5,4		-5,5		
ČR	09.10.2014	9:00	Inflace	%	09/2014	-0,1	0,9	-0,1	0,9	-0,1	0,6	
Maďarsko	09.10.2014	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	08/2014 *P			530		481,8		
EMU	09.10.2014	10:00	Měsíční zpráva ECB	ECB	10/2014							
USA	09.10.2014	13:00	Kvartální zisk PepsiCo	USD	3Q/2014							
USA	09.10.2014	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	10/2014					287		
USA	09.10.2014	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	09/2014					2398		
USA	09.10.2014	15:45	Projev Bullarda v St. Louis	Fed	10/2014							
USA	09.10.2014	17:00	Projev Draghiho a Fischera ve Washingtonu	ECB, Fed	10/2014							
USA	09.10.2014	19:00	30letá aukce	mld. USD	10/2014			13				
USA	09.10.2014	19:30	Projev Fischera o globální ekon. ve Washingtonu	Fed	10/2014							
USA	09.10.2014	21:40	Projev Williamse o ekonomice v Las Vegas	Fed	10/2014							
Francie	10.10.2014	8:45	Průmyslová výroba	%	08/2014			-0,3	-1	0,2	0,1	
Maďarsko	10.10.2014	9:00	Inflace	%	09/2014				-0,3	-0,2	0,2	
USA	10.10.2014	14:30	Index dovozních cen	%	09/2014			-0,6		-0,9	-0,4	
USA	10.10.2014	15:00	Projev Plossera o měnové politice v New Yorku	Fed	10/2014							
USA	10.10.2014	19:00	Projev George o ekonomice v Nebrasce	Fed	10/2014							
USA	10.10.2014	20:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	09/2014			72		75,1		
USA	10.10.2014	21:00	Projev Lackera v Chicagu	Fed	10/2014							

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	-15 bps	7/22/2014
Polsko	2T inter. sazba	2,50	2,50	2,50	2,50	2,00	2,00	-25 bps	7/3/2013

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Česko	PRIBOR 3M	0,35	0,37	0,35	0,35	0,35	0,35
Maďarsko	BUBOR 3M	2,09	2,67	2,34	2,15	2,15	2,15
Polsko	WIBOR 3M	2,25	2,71	2,68	2,45	2,20	2,20

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Česko	CZ10Y	1,23	1,84	1,34	1,35	1,50	1,61
Maďarsko	HU10Y	3,88	4,95	3,77	3,50	3,50	3,65
Polsko	PL10Y	2,82	4,03	3,39	2,75	2,60	2,60

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Česko	EUR/CZK	27,5	27,45	27,45	27,90	27,70	27,40
Maďarsko	EUR/HUF	309	307	310	310	310	310
Polsko	EUR/PLN	4,18	4,17	4,16	4,19	4,17	4,17

HDP

	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Česko	-1,0	1,1	2,9	2,7	2,8	1,5	1,5
Maďarsko	1,8	2,7	3,5	3,9	2,3	2,3	2,2
Polsko	1,9	2,7	3,4	3,3	3,2	3,2	3,2

Inflace

	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Česko	1,0	1,4	0,2	0,0	0,9	1,4	1,9
Maďarsko	1,4	0,4	0,1	-0,3	0,3	0,8	1,9
Polsko	1,0	0,7	0,7	0,3	-0,3	0,2	0,8

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

	2013	2014
Česko	-1,4	-1,4
Maďarsko	2,0	2,2
Polsko	-1,2	-2,5

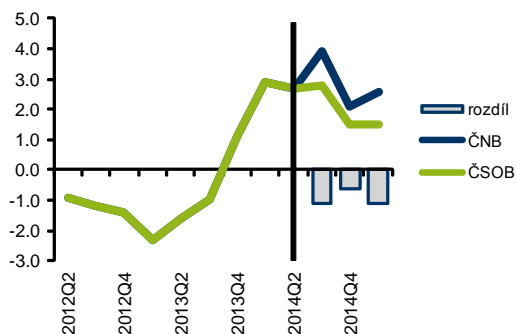
Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	2013	2014
Česko	-1,5	-2,1
Maďarsko	-2,7	-3,0
Polsko	-4,4	-3,5

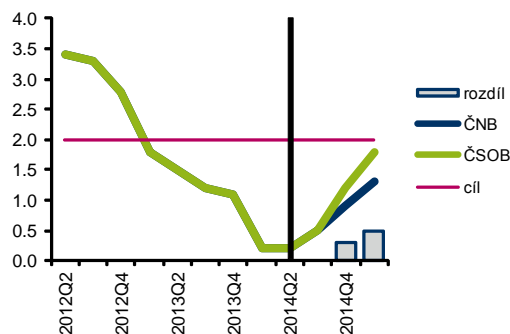
Zdroj dat: ČSOB, Bloomberg

Výhledy centrálních bank

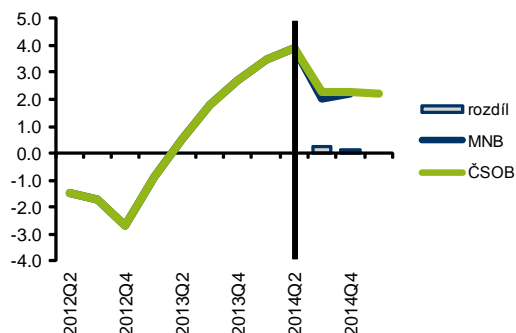
CZ: Výhled na růst HDP (y/y, %)



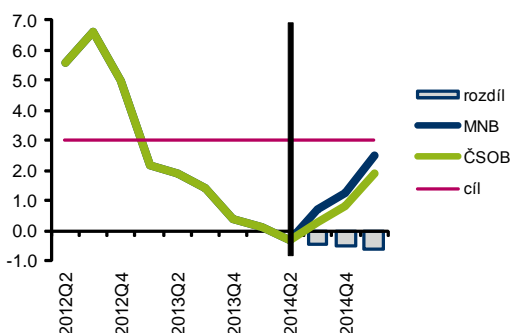
CZ: Výhled na inflaci (y/y, %)



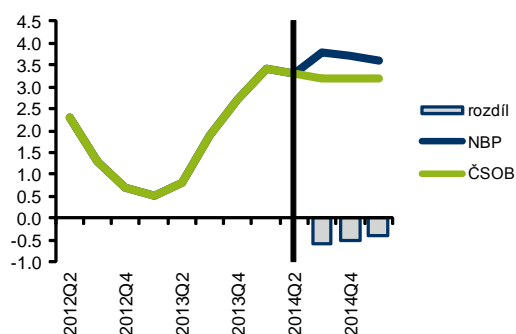
HU: Výhled na růst HDP (y/y, %)



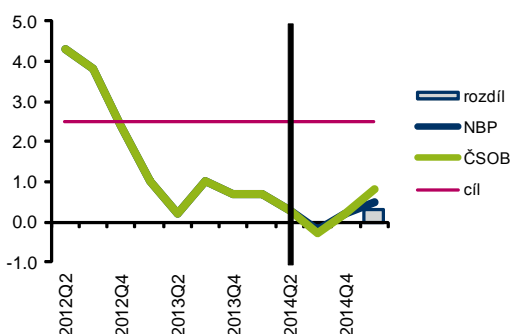
HU: Výhled na inflaci (y/y, %)



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.