



## • Střední Evropa

Polsko stále hlouběji v deflaci	2
Středoevropský růst i ve 3. kvartále silný	3

## Střední Evropa a slabý výkon německé ekonomiky

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	27,67	↘	↘
EUR/HUF	306,2	→	→
EUR/PLN	4,23	↘	↘
3M PRIBOR	0,34	→	→
3M BUBOR	2,10	→	→
3M WIBOR	2,04	→	→
10Y CZK	0,80	→	↗
10Y PLN	2,59	→	↗
10Y HUF	3,79	→	↗
3M EURIBOR	0,08	→	→
10Y EMU	0,79	→	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Zatímco německá ekonomika po stagnaci ve druhém kvartále ve třetím nijak neoslnila a roste pouze o 0,1 %, ve střední Evropě je veseleji. Česká ekonomika sice zaostala za naším očekáváním, ale roste o 0,3 %, zatímco Maďarsko o 0,5 % a Polsko o 0,9 % mezikvartálně. V Polsku a v Maďarsku tak meziroční dynamika růstu přesahuje 3 %, zatímco v Německu spadla na 1,2 %.

Slabší výkon největší evropské ekonomiky tak zatím ve střední Evropě není příliš cítit. Pokud by mělo ale klopýtání Německa trvat delší dobu, bude mít v našem regionu bezesporu dozvuky. To je přitom docela pravděpodobné. Klíčová německá podnikatelská nálada lfo padá šestým měsícem v řadě a je na nejnižších úrovních od konce roku 2012. Německu také bude brát dynamiku snaha vlády dosáhnout za každé ceny přebytkového rozpočtu. Německé ministerstvo financí počítalo na začátku roku s rychlejším růstem okolo dvou procent, na kterém postavilo odhad svého letošního hospodaření. Ten se nakonec nedostavil. Snaha dosáhnout za každou cenu rychle rozpočtového přebytku tak tlačí největší evropskou ekonomiku v nanejvýš nešťastnou dobu do utahování rozpočtových kohoutů. Pokud bude kvůli tomu Německo dál ztrácet dynamiku, pocítí to brzy i středoevropské ekonomiky - především Česko a Maďarsko.

## Polsko stále hlouběji v deflaci

Petr Dufek, Petr Báča, Magdalena Středová

### Česká inflace zůstává na 0,7 %.

Spotřebitelské ceny se v říjnu oproti září zvýšily o 0,2 %, a to především v důsledku zvýšení cen sezónního oblečení a obuvi. To rozhodně nebylo nijak malé. Zdá se, že právě tyto dvě položky reagují na slabou korunu v posledním roce asi nejvíce. Ostatní zboží a služby včetně pohonných hmot tentokrát s čísly příliš nezamíchaly. Navzdory rapidnímu propadu cen ropy na světových trzích, ceny u čerpacích stanic v ČR reagovaly v posledním měsíci jen velmi opatrně.

Meziroční inflace sledovaná centrální bankou setrvala podle očekávání na zářijových 0,7 %. Je to stále výrazně pod inflačním cílem a aktuálně i jednu desetinu pod nejnovější prognózou centrální banky prezentovanou v uplynulém týdnu.

V posledním roce rostou i nadále nejrychleji ceny oblečení a obuvi následované potravinami. Naproti tomu domácnosti stále pociťují pozitivní vliv nižších cen elektrické energie a elektroniky. Ta nezdražuje navzdory slabé koruně, protože konkurenční a inovační tlaky na zahraničních trzích nijak nepolevují a nevykompenzuje je ani slabá koruna.

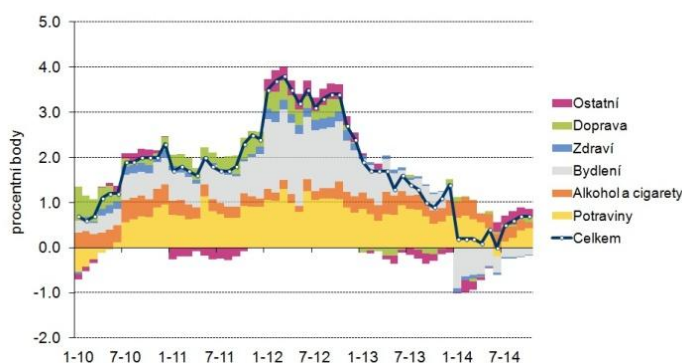
### Polsko zůstane v deflaci patrně do konce roku

Podobně jako v Maďarsku, tak i v Polsku zůstala v říjnu inflace v záporu a meziroční pokles cen oproti minulému měsíci dokonce zrychlil, neboť dosáhl 0,6 %. Inflaci sice tlačily dolů zejména ceny komodit (z našeho pohledu překvapivější byl meziměsíční pokles cen potravin, neboť ty tradičně v říjnu spíše zdražují), ale výrazně se snížila i inflace jádrová. Meziměsíční stagnace cen v říjnu však znamená, že polská inflace se do kladných hodnot může přehoupnout až v druhém čtvrtletí příštího roku. Ve světle velice dobrého výsledku HDP ve třetím čtvrtletí však očekáváme, že centrální banka ponechá v prosinci úrokové sazby beze změny.

### Maďarská inflace oproti očekávání skončila níže.

Maďarská inflace oproti očekávání skončila níže, když v říjnu meziročně poklesla o 0,4 %. Nicméně vzhledem k tomu, že k maďarské deflaci opět přispělo zejména administrativní snížení cen energií spolu s poklesem cen potravin, nedomníváme se, že by marginálně nižší inflace mohla přimět centrální banku změnit současnou politiku stabilních sazeb.

Struktura meziroční inflace v ČR (vliv jednotlivých složek koše)



PL: Inflace

meziročně, %



Source: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

## Středoevropský růst i ve 3. kvartále silný

Petr Dufek, Petr Báča, Jan Čermák

### **HDP ve třetím čtvrtletí přidal tři desetiny procenta.**

Podle předběžných odhadů statistického úřadu se český HDP ve třetím kvartále zvýšil o tři desetiny procenta. Ekonomika tak pokračovala v růstu a to bezpochyby zejména díky úspěšnému automobilovému průmyslu.

Nové modelové řady tuzemských automobilek spolu s obnoveným růstem evropského trhu s novými auty tak pomáhají české ekonomice vzhůru.

Meziroční růst na druhou stranu o něco zvolnil ve srovnání s prvním pololetím. Ekonomika nyní roste jen o 2,3 %, zatímco v úvodu roku to bylo 2,6 %.

Je to však ještě stále docela dobrý výsledek, který vede k vytváření nových pracovních míst a podílí se tak na zlepšování situace na českém trhu práce.

### **Růst polské ekonomiky zůstává velice robustní.**

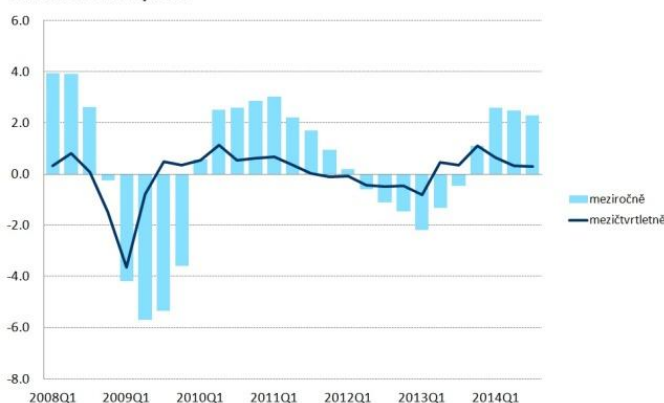
Polská ekonomika si podle předběžných odhadů v minulém čtvrtletí zachovala velice solidní dynamiku a rostla o 3,3 % meziročně, což bylo pro trh i pro nás vcelku výrazné překvapení (očekával se růst o 2,7 % y/y). Detaily sice budou zveřejněny až na konci tohoto měsíce, ale zdá se pravděpodobné, že k růstu opět přispěly zejména domácí faktory. Kromě pravděpodobně velmi výrazného přírůstku spotřeby domácností mohlo však jít i o růst zásob, který (pokud se tato teze potvrdí) může zavdávat jisté pochybnosti do budoucna. Každopádně rychlý růst ekonomiky (pokud nebude revidován či nebude obsahovat nějaké zásadní překvapení z hlediska struktury) by měl z hlediska centrální banky více než neutralizovat další pokles inflace do záporu a sazby by tak na prosincovém zasedání měly zůstat beze změny.

### **Maďarská ekonomika rostla ve třetím kvartále rychleji, než se očekávalo.**

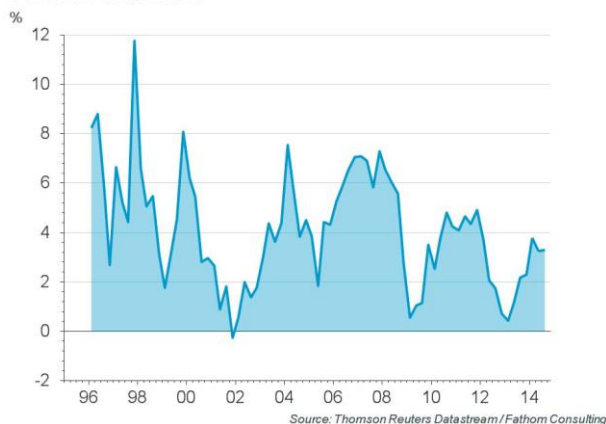
Maďarská ekonomika rostla ve třetím kvartále rychleji, než se očekávalo, když meziroční růst činil 3,2 %. Růst byl zřejmě opět tažen průmyslem, nicméně svoji pozitivní roli sehrálo stavebnictví (tažené veřejnou infrastrukturou) a zemědělstvím.

Z hlediska mezikvartálního růstu, ale ekonomika zpomalila (na 0,5 % q/q), přičemž další přibrzdění lze očekávat i ve zbytku roku. Maďarský HDP by tak v roce 2014 mohl vzrůst o solidní 3,3 %.

CZ: Ekonomický růst

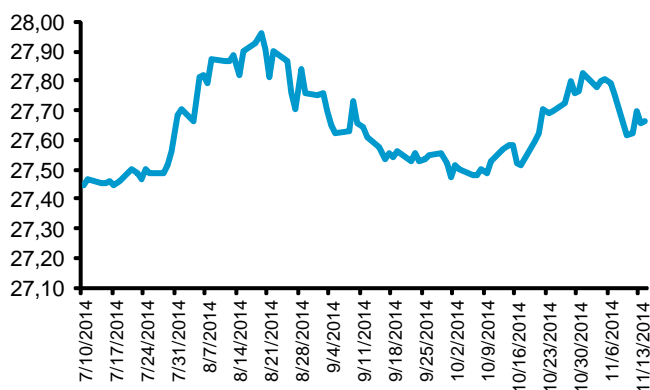


Polsko: Růst HDP

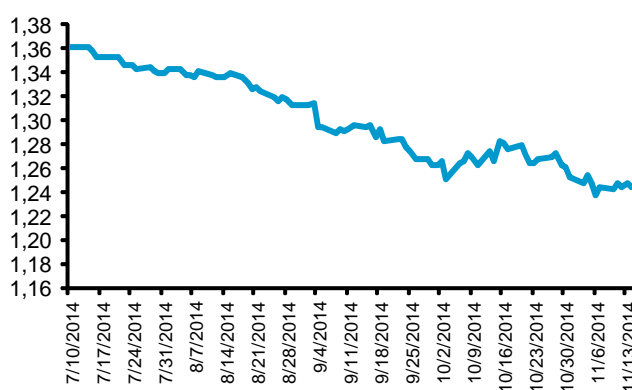


## Přehled trhů

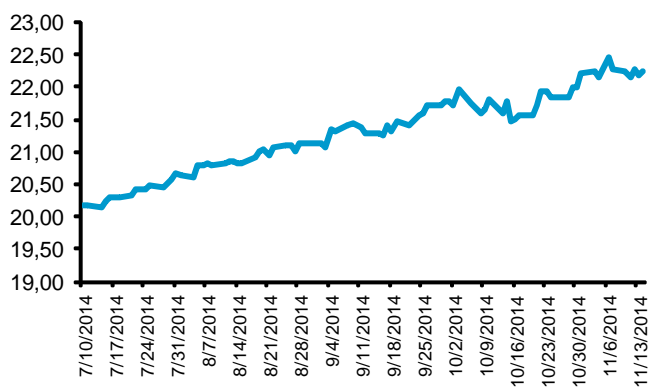
**EURCZK**



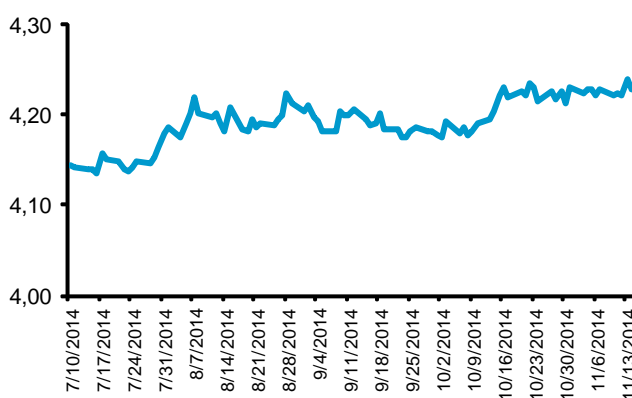
**EURUSD**



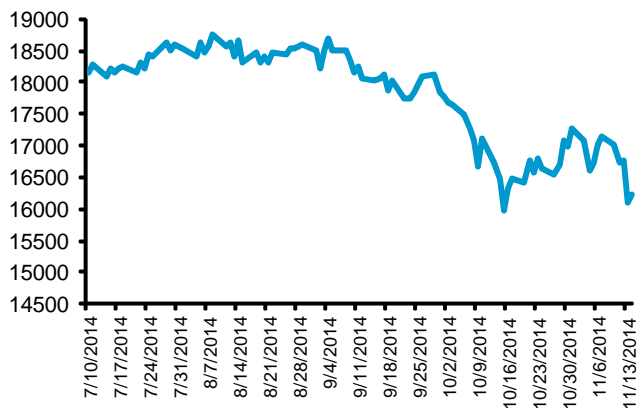
**USDCZK**



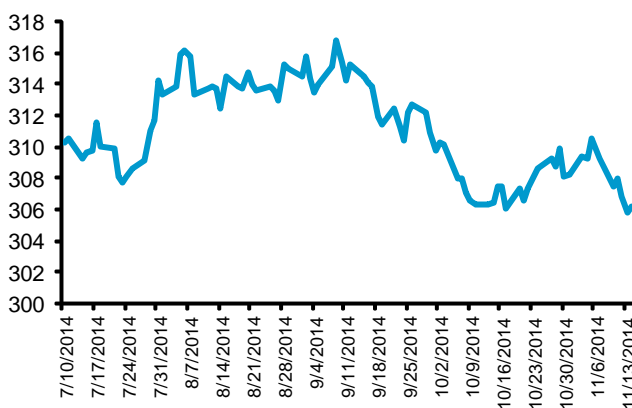
**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

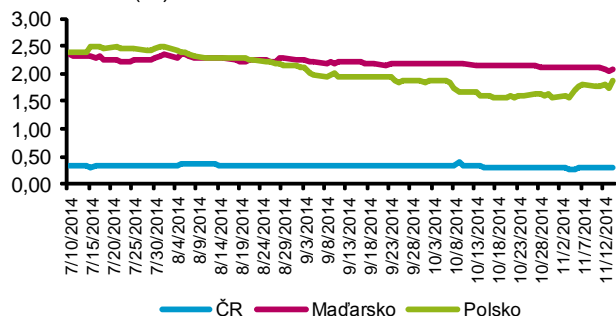


**EURHUF**

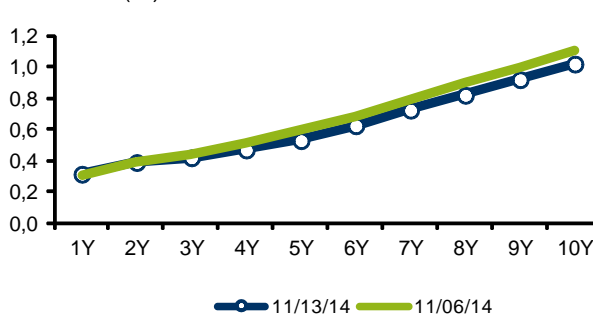


Zdroj: Thomson Reuters

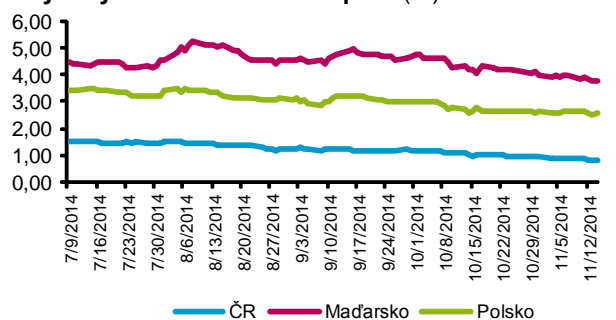
FRA 3x6 (%)



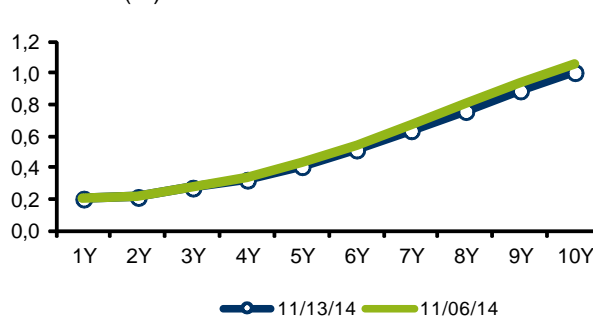
IRS CZK (%)



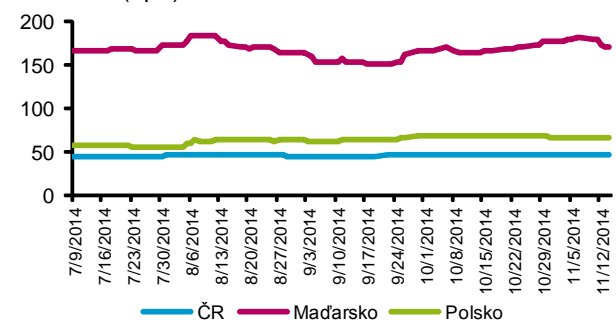
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



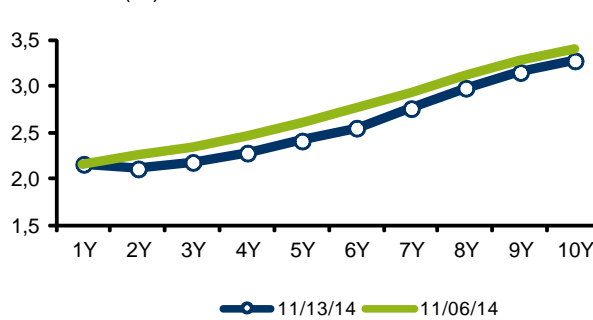
IRS EUR (%)



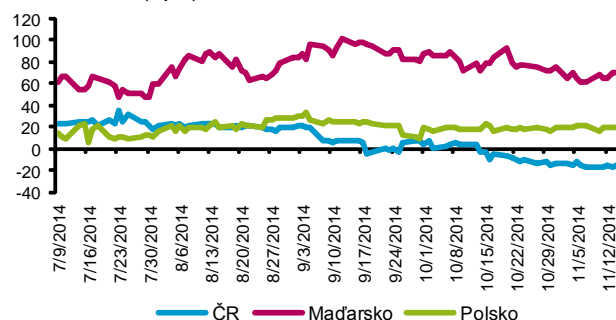
CDS 5Y (bps)



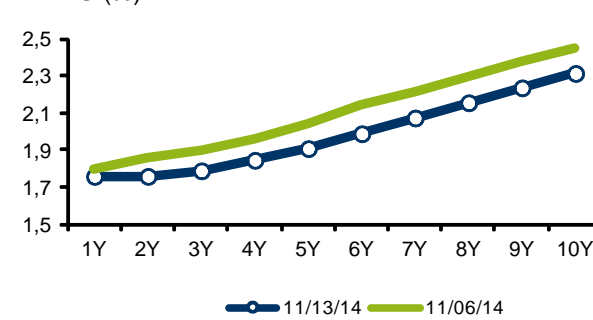
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	17.11.2014	10:00	Projev Mersche ve Frankfurtu	ECB	11/2014						
EMU	17.11.2014	11:00	Obchodní bilance	mil. EUR	09/2014					9,2	
USA	17.11.2014	14:30	Podnikatelská nálada v e státě N.Y.		11/2014			12		6,17	
EMU	17.11.2014	14:30	Projev Praeta v Londýně	ECB	11/2014						
Polsko	17.11.2014	15:00	Rozpočtové saldo	mil. PLN	10/2014						-22373
EMU	17.11.2014	15:00	Projev Draghiho v Bruselu	ECB	11/2014						
USA	17.11.2014	15:15	Průmyslová výroba	%	10/2014			0,2		1	
USA	17.11.2014	15:15	Využití kapacit	%	10/2014			79,3		79,3	
EMU	17.11.2014	15:45	Projev Coeureho ve Frankfurtu	ECB	11/2014						
ČR	18.11.2014	9:00	Výrobní ceny	%	10/2014	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3
EMU	18.11.2014	9:30	Projev Lautenschlaefera ve Frankfurtu	ECB	11/2014						
Německo	18.11.2014	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)		11/2014			1,3		3,2	
Německo	18.11.2014	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)		11/2014			0,9		-3,6	
USA	18.11.2014	14:30	Výrobní ceny	%	10/2014			-0,1	1,3	-0,1	1,6
USA	18.11.2014	14:30	Jádrový index cen v průmyslu	%	10/2014			0,1	1,5	0	1,6
USA	18.11.2014	16:00	Index stavitelů rodinných domů		11/2014			55		54	
USA	18.11.2014	19:30	Projev Kocherlakota o měnové politice v Minnesotě	Fed	11/2014						
EMU	19.11.2014	10:00	Běžný účet	mln. EUR	09/2014					15,1	
EMU	19.11.2014	10:00	Projev Preato ve Frankfurtu	ECB	11/2014						
Polsko	19.11.2014	14:00	Mzdy	%	10/2014			1,7	3,4	0,2	3,4
USA	19.11.2014	14:30	Zahájení staveb nových domů		10/2014			1025		1017	
USA	19.11.2014	14:30	Udělená stavební povolení		10/2014			1038		1018	
USA	19.11.2014	20:00	Zápis ze zasedání FOMC		11/2014						
Německo	20.11.2014	8:00	Výrobní ceny	%	10/2014			-0,2	-1	0	-1
Francie	20.11.2014	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		11/2014 *P					48,3	
Německo	20.11.2014	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		11/2014 *P			51,5		51,4	
EMU	20.11.2014	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		11/2014 *P			50,9		50,6	
EMU	20.11.2014	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		11/2014 *P			52,4		52,3	
USA	20.11.2014	13:45	Projev Tarulla v New Yorku	Fed	11/2014						
Polsko	20.11.2014	14:00	Průmyslová výroba	%	10/2014			3,7	1,4	16,5	4,2
Polsko	20.11.2014	14:00	Výrobní ceny	%	10/2014			-0,2	-1,2	0,1	-1,6
USA	20.11.2014	14:30	Inflace	%	10/2014			-0,1	1,6	0,1	1,7
USA	20.11.2014	14:30	Jádrová inflace	%	10/2014			0,2	1,8	0,1	1,7
USA	20.11.2014	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	11/2014					290	
USA	20.11.2014	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	11/2014					2392	
EMU	20.11.2014	15:30	Projev Mersche v Dortmundu	ECB	11/2014						
USA	20.11.2014	16:00	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu		11/2014			18,5		20,7	
USA	20.11.2014	16:00	Prodej stávajících domů	mil.	10/2014			5,15		5,17	
EMU	20.11.2014	16:00	Index spotřebitelské důvěry		11/2014 *A			-10,7		-11,1	
USA	20.11.2014	16:00	Předstihové ukazatele		10/2014			0,6		0,8	
USA	20.11.2014	19:30	Projev Mestera v Londýně	Fed	11/2014						
EMU	21.11.2014	9:00	Projev Draghiho ve Frankfurtu	ECB	11/2014						
EMU	21.11.2014	11:15	Projev Nouye ve Frankfurtu	ECB	11/2014						

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	2,00	2,50	2,50	2,50	1,75	1,75	-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	2,04	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	1,02	1,84	1,34	1,22	1,15	1,20
Maďarsko	HU10Y	3,14	4,95	3,77	3,92	3,50	3,65
Polsko	PL10Y	2,39	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	306	307	310	311	310	310
Polsko	EUR/PLN	4,23	4,17	4,16	4,18	4,17	4,17

### HDP

	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Česko	-0,5	1,1	2,6	2,5	2,6	1,7	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	2,7	2,5	2,2

### 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	0,8	1,9
Polsko	1,0	0,7	0,9	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

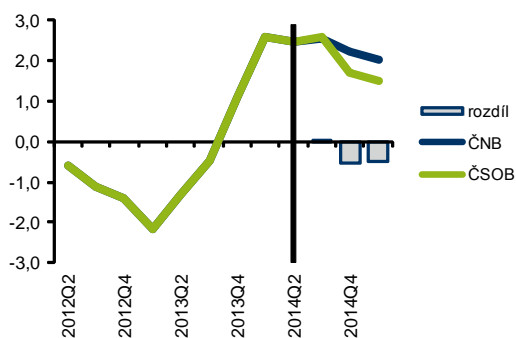
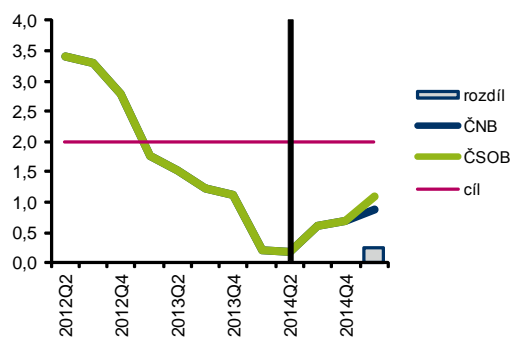
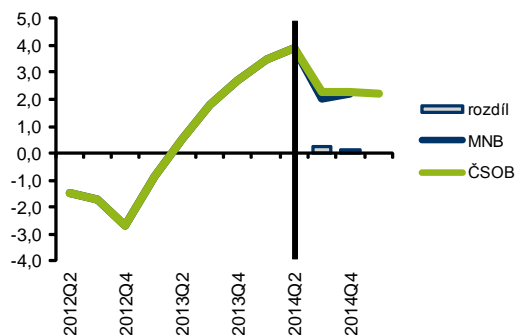
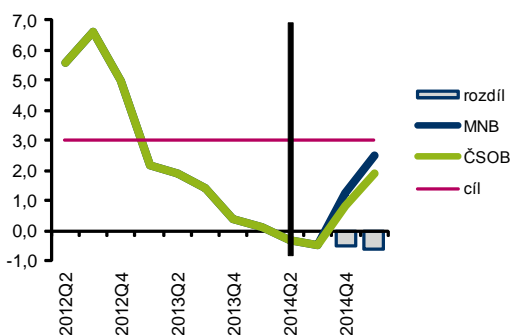
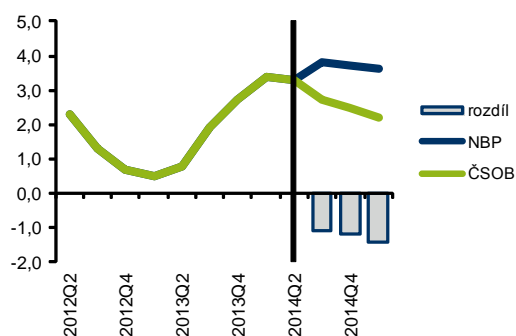
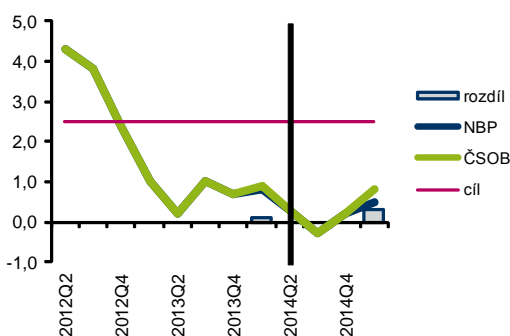
### Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	2013	2014
Česko	-1,3	-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.