



## ● Česká republika a Polsko

Český HDP se zvýšil, polský bez revize

2

## ● Výhled na týden

NBP ponechá sazby beze změny

5

## Vládní dluhopisy v regionu dále neohroženě zdražují

|            | Dnes  | Další týden | Další měsíc |
|------------|-------|-------------|-------------|
| EUR/CZK    | 27,67 | →           | ↘           |
| EUR/HUF    | 306,8 | →           | ↘           |
| EUR/PLN    | 4,18  | →           | ↘           |
| 3M PRIBOR  | 0,34  | →           | →           |
| 3M BUBOR   | 2,10  | →           | →           |
| 3M WIBOR   | 2,06  | →           | →           |
| 10Y CZK    | 0,73  | →           | →           |
| 10Y PLN    | 2,41  | →           | →           |
| 10Y HUF    | 3,62  | →           | →           |
| 3M EURIBOR | 0,08  | →           | →           |
| 10Y EMU    | 0,70  | →           | →           |

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Extrémně příznivé likvidní podmínky na globálních trzích, jež s výjimkou komoditních trhů ženou prakticky všechna finanční aktiva vzhůru, přispívají k tomu, že ceny vládních dluhopisů nepřestávají růst. Tak tomu bylo i v posledních dnech, kdy k růstu cen dluhopisů v regionu přispěla kombinace zpráv o uvolnění měnové politiky v Asii (Japonsko, Čína) a nízká inflační čísla z eurozóny. Ta spolu s holubičí rétorikou centrálních bankéřů z ECB vybudila očekávání, že banka bude nakonec dotlačena k tomu nakupovat vládní dluh zemí měnové unie. Není pochyb o tom, že to by byl další býčí signál pro středoevropské vládní dluhopisy.

Těm přitom nemusí ani nijak zásadně vadit, že centrální banky jako je NBP a MNB již v tomto roce rozhodně nepřistoupí ke snižování úroků. Neutrální postoj centrálních bank pak může přispět k tomu, že ve zbytku roku by mohly zlotý s forintem posilovat, což si však trhy dluhopisů mohou vysvětlit tak, že v celkově deflačním prostředí se dále zesiluje tlak na pokles spotřebitelských cen. A takováto interpretace tržního vývoje (resp. jeho makroekonomické implikace) nemohou cenám dluhopisů v regionu ublížit.

## Český HDP se zvýšil, polský bez revize

Petr Dufek, Petr Báča

### Česká ekonomika si udržuje solidní tempo.

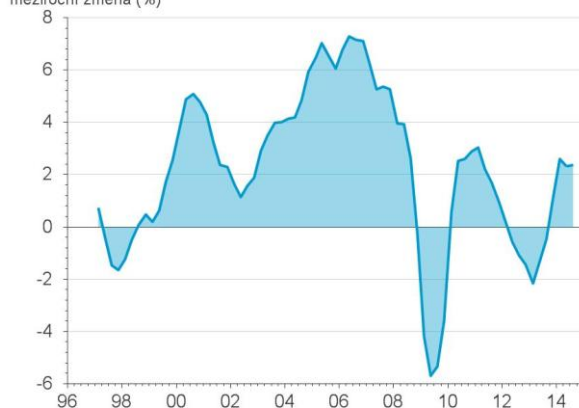
Zpřesněné údaje statistického úřadu vylepšily původní odhad růstu české ekonomiky za třetí čtvrtletí. Podle nových dat se HDP zvýšil ve srovnání s předchozím čtvrtletím o 0,4 %, meziročně o 2,4 %. Česká ekonomika si tak udržuje obdobně svižné tempo jako v první polovině roku. Za růstem našeho hospodářství stojí především investice, které jsou meziročně vyšší o téměř 4 %. Silný je nárůst investic do strojního vybavení. Zvýšená ochota podniků investovat (nejen do strojů, ale i do nových budov) vytváří solidní základy pro ekonomický růst v dalších letech. Navíc se ukazuje, že rostou investice do budov a staveb a to znamená další podporu pro tuzemské stavebnictví. V meziročním srovnání roste v ekonomice i spotřeba, nicméně podstatně pomalejším tempem než investice. Spotřeba domácností se zvýšila o 1,5 % a odpovídá tak pozvolna se zlepšující reálné finanční situaci domácností podpořené letošním reálným růstem mezd a zaměstnanosti. Hlavním motorem české ekonomiky zůstává zpracovatelský průmysl a nepochybně jeho nejvýznamnější část - výroba osobních automobilů. Právě zpracovatelský průmysl stojí nejen za celkovým hospodářským oživením, výbornými výsledky exportu, ale i za tvorbou nových pracovních míst a tedy i klesající nezaměstnaností. Nová čísla z ekonomiky potvrzují její dosavadní trend růstu založeného na solidních základech. Dokáže totiž využít aktuální vzestup zahraniční poptávky a reagovat na něj a navíc ji letos po letech pomáhá i poptávka domácností a firem. Předpokládáme, že letos česká ekonomika vzroste o 2,4 %, nicméně pro rok 2015 zůstáváme opatrnější v důsledku nejistot přetrvávajících v evropském hospodářství. V následujícím roce by tak české hospodářství mohlo vzrůst o 2 %.

### Domácí poptávka zůstává hlavním motorem polského růstu.

Zveřejnění detailů polského HDP se na rozdíl od Česka odehrálo bez revize a meziroční růst tedy zůstal na úrovni 3,3 %. Vzhledem ke značnému překvapení, které s sebou pro trhy růst přinesl, se tak čekalo zejména na jeho strukturu. A ta byla velice pozitivní. Hlavní změnou oproti předchozímu čtvrtletí byl výrazně nižší příspěvek změny zásob k růstu HDP. Ten se tak z poptávkového pohledu opíral zejména o růst spotřeby domácností (+2,0 p.b.) a investice (+1,8 p.b.). Celkově vzato tak růst polské ekonomiky v letošním roce patrně hravě překoná 3 %.

#### ČR: HDP

meziroční změna (%)



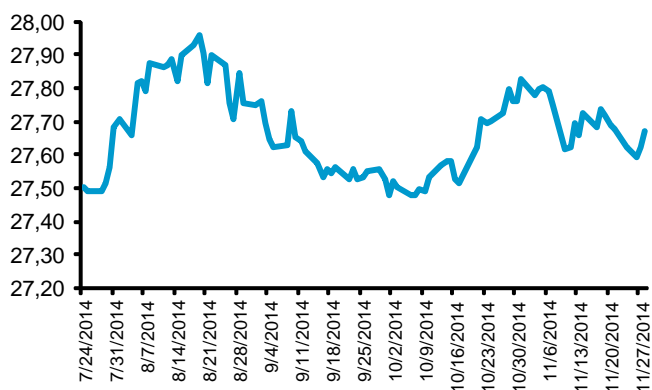
#### Polsko: Růst HDP

%

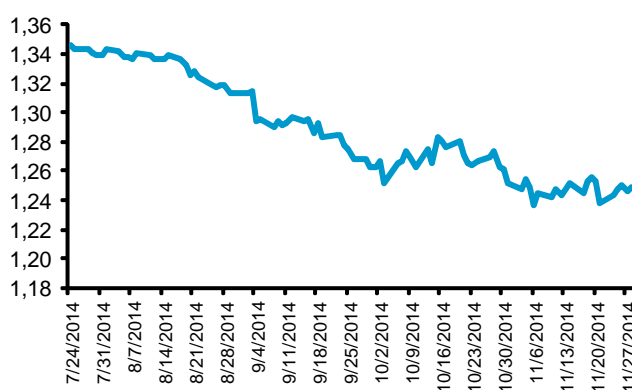


## Přehled trhů

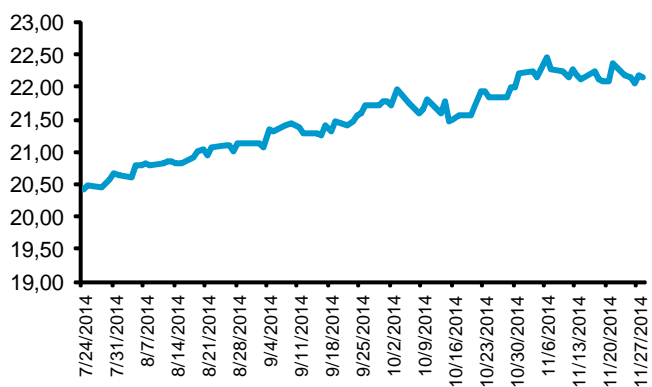
**EURCZK**



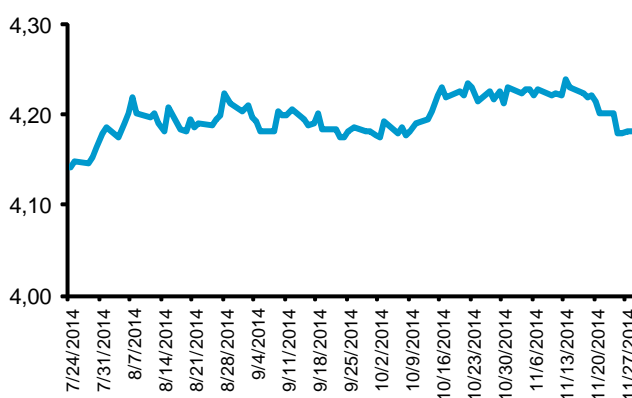
**EURUSD**



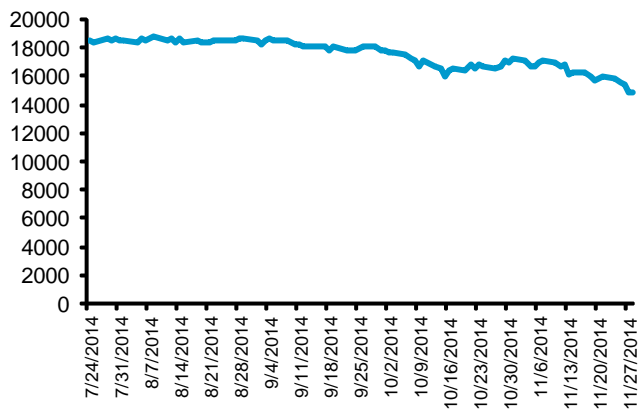
**USDCZK**



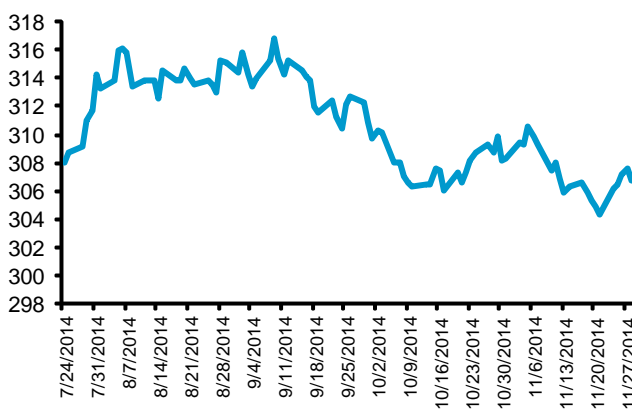
**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

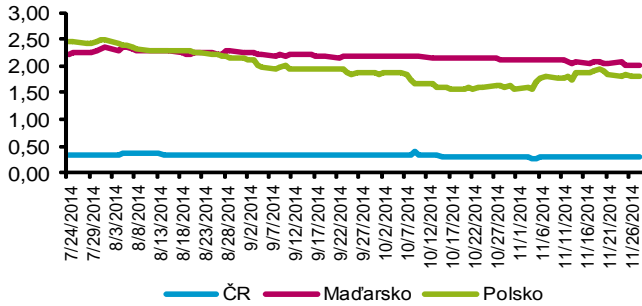


**EURHUF**

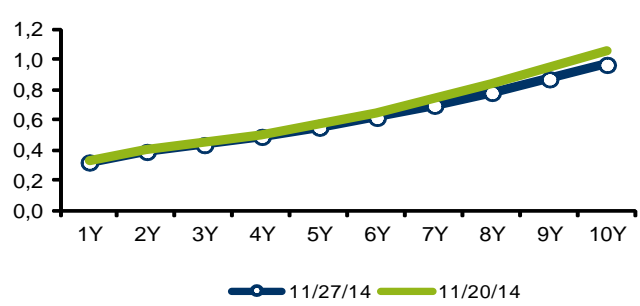


Zdroj: Thomson Reuters

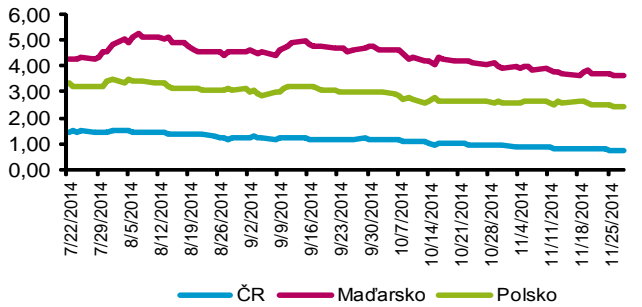
FRA 3x6 (%)



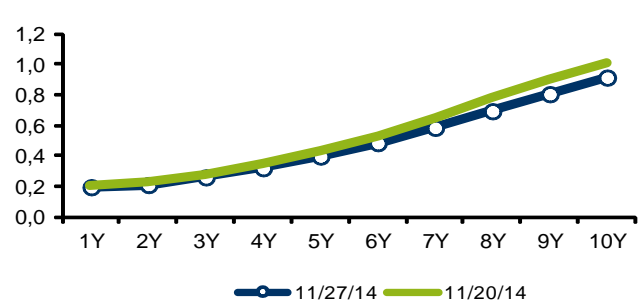
IRS CZK (%)



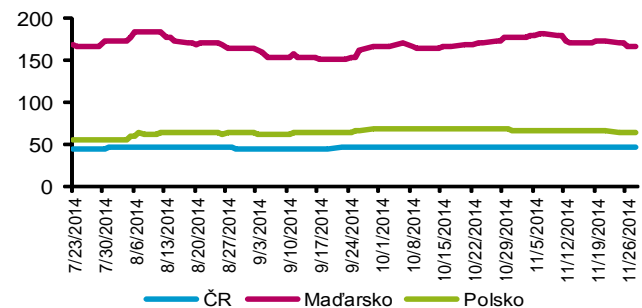
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



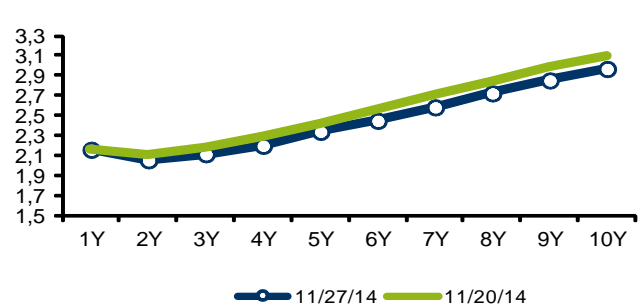
IRS EUR (%)



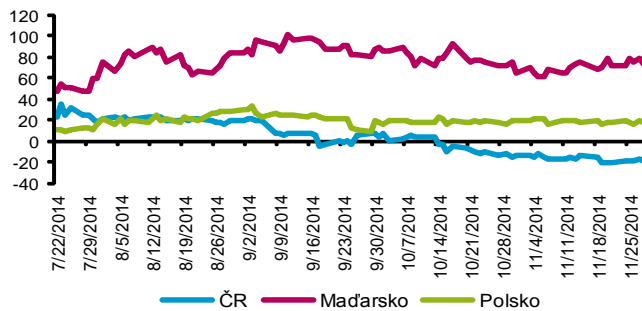
CDS 5Y (bps)



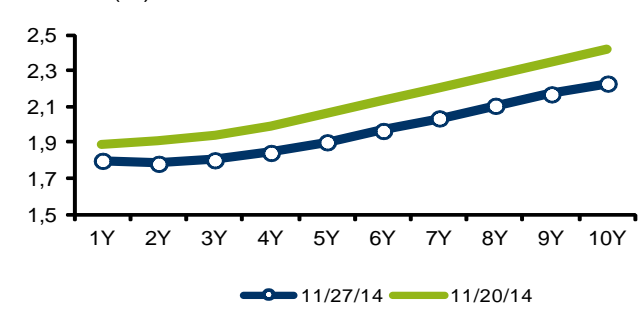
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

---

### ST 14:00, PL Zasedání NBP

|                   | Náš odhad   | Poslední změna |
|-------------------|-------------|----------------|
| hlavní sazba v %  | <b>2,00</b> | 10/2014        |
| změna v b. bodech | <b>0</b>    | -50            |

### PL: Silný růst znamená stabilní sazby

Čerstvě zveřejněné detaily polského HDP, které kromě nečekaně rychlého růstu ekonomiky odhalily i jeho příznivou strukturu, jsou (pozitivním) překvapením i pro polskou centrální banku. Dobrá čísla navíc přišla i z trhu práce a z maloobchodu (oboje za říjen) a tím pádem očekáváme, že centrální banka ponechá ve středu hlavní úrokovou sazbu beze změny na historickém minimu (2 %).

### ČT 9:00, CZ Mzdy (% , y/y)

|             | Q3-14      | Q2-14 | Q3-13 |
|-------------|------------|-------|-------|
| Reálná mzda | <b>2,0</b> | 2,1   | 0,2   |

### CZ: Růst reálných mezd pokračuje

Předpokládáme, že průměrná mzda v české ekonomice vzrostla ve třetím čtvrtletí o zhruba 2,7 %. V reálném vyjádření to díky velmi nízké inflaci znamená zvýšení o dvě procenta. Tempo mezd zatím zůstává umírněné i v nejúspěšnějších oborech odvětví a ekonomiky. Finanční situace domácností se po čtyřech letech konečně zlepšuje. Přispívá k tomu i rostoucí zaměstnanost podporovaná ekonomickým růstem. Předpokládáme, že letos mzdy vzrostou v průměru o 2,8 %, což bude vzhledem k nízké inflaci znamenat více než dvouprocentní reálné navýšení.

## Kalendář očekávaných událostí

| země     | datum      | čas   | indikátor                                       |          | období     | odhad |     | konsenzus |      | předchozí |       |      |
|----------|------------|-------|---|----------|------------|-------|-----|-----------|------|-----------|-------|------|
|          |            |       |   |          |            | m/m   | y/y | m/m       | y/y  | m/m       | y/y   |      |
| Maďarsko | 01.12.2014 | 9:00  | Index nákupních manažerů v průmyslu             |          | 11/2014    |       |     |           |      |           | 54,9  |      |
| Polsko   | 01.12.2014 | 9:00  | Index nákupních manažerů v průmyslu             |          | 11/2014    |       |     | 51        |      |           | 51,2  |      |
| ČR       | 01.12.2014 | 9:30  | Index nákupních manažerů v průmyslu             |          | 11/2014    |       |     |           |      |           | 54,4  |      |
| Francie  | 01.12.2014 | 9:50  | Index nákupních manažerů v průmyslu             |          | 11/2014 *F |       |     | 47,7      |      |           | 47,6  |      |
| Německo  | 01.12.2014 | 9:55  | Index nákupních manažerů v průmyslu             |          | 11/2014 *F |       |     | 50        |      |           | 50    |      |
| EMU      | 01.12.2014 | 10:00 | Index nákupních manažerů v průmyslu             |          | 11/2014 *F |       |     | 50,4      |      |           | 50,4  |      |
| ČR       | 01.12.2014 | 14:00 | Rozpočtové saldo                                | mln. CZK | 11/2014    |       |     |           |      |           | -45,4 |      |
| USA      | 01.12.2014 | 16:00 | Index nákupních manažerů v průmyslu ISM         |          | 11/2014    | 58,9  |     | 57,8      |      |           | 59    |      |
| USA      | 01.12.2014 | 16:00 | Cenový subindex ISM                             |          | 11/2014    |       |     | 52,5      |      |           | 53,5  |      |
| EMU      | 01.12.2014 | 16:00 | Projev Costy na konferenci v Lisabonu           | ECB      | 12/2014    |       |     |           |      |           |       |      |
| USA      | 01.12.2014 | 18:15 | Projev Dudleye o ekonomice v New Yorku          | Fed      | 12/2014    |       |     |           |      |           |       |      |
| USA      | 01.12.2014 | 19:00 | Projev Fishera v New Yorku                      | Fed      | 12/2014    |       |     |           |      |           |       |      |
| EMU      | 02.12.2014 | 11:00 | Výrobní ceny                                    | %        | 10/2014    |       |     |           |      |           | 0,2   | -1,4 |
| USA      | 02.12.2014 | 14:10 | Projev Fischera o globální ekon. ve Washingtonu | Fed      | 12/2014    |       |     |           |      |           |       |      |
| USA      | 02.12.2014 | 23:00 | Prodej domácích automobilů                      | mil. USD | 11/2014    |       |     | 13,1      |      |           | 13,12 |      |
| USA      | 02.12.2014 | 23:00 | Celkový prodej automobilů                       | mil. USD | 11/2014    |       |     | 16,5      |      |           | 16,35 |      |
| Maďarsko | 03.12.2014 | 9:00  | Maloobchodní tržby                              | %        | 10/2014    |       |     |           |      |           |       | 4,5  |
| Maďarsko | 03.12.2014 | 9:00  | Obchodní bilance                                | mil. EUR | 09/2014 *F |       |     |           |      |           | 952,7 |      |
| Maďarsko | 03.12.2014 | 9:00  | HDP   | %        | 3Q/2014 *F |       |     |           |      |           | 0,5   | 3,2  |
| EMU      | 03.12.2014 | 10:00 | Index nákupních manažerů ve službách            |          | 11/2014 *F |       |     | 51,3      |      |           | 51,3  |      |
| EMU      | 03.12.2014 | 11:00 | Maloobchodní tržby                              | %        | 10/2014    |       |     | 0,5       |      |           | -1,3  | 0,6  |
| EMU      | 03.12.2014 | 11:00 | HDP   | %        | 3Q/2014 *P |       |     | 0,2       | 0,8  |           | 0,2   | 0,8  |
| Polsko   | 03.12.2014 | 14:00 | Zasedání RPP                                    |          | 12/2014    | 2     |     | 2         |      |           | 2     |      |
| USA      | 03.12.2014 | 14:15 | ADP report z trhu práce                         | tis.,nsa | 11/2014    |       |     | 222       |      |           | 230   |      |
| USA      | 03.12.2014 | 16:00 | Index nákupních manažerů ve službách ISM        |          | 11/2014    |       |     | 57,5      |      |           | 57,1  |      |
| USA      | 03.12.2014 | 18:30 | Projev Plossera o ekon. výhledu v S. Karolíně   | Fed      | 12/2014    |       |     |           |      |           |       |      |
| USA      | 03.12.2014 | 20:00 | Běžová kniha                                    | Fed      | 12/2014    |       |     |           |      |           |       |      |
| ČR       | 04.12.2014 | 9:00  | Reálné mzdy                                     | %        | 3Q/2014    |       | 2   |           |      |           |       | 2,1  |
| EMU      | 04.12.2014 | 13:45 | Zasedání ECB                                    | %        | 12/2014    | 0,05  |     | 0,05      |      |           | 0,05  |      |
| EMU      | 04.12.2014 | 14:30 | Projev Draghiho na měsíční tiskové konferenci   | ECB      | 12/2014    |       |     |           |      |           |       |      |
| USA      | 04.12.2014 | 14:30 | Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti          | tis.     | 11/2014    |       |     |           |      |           | 313   |      |
| USA      | 04.12.2014 | 14:30 | Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti   | tis.     | 11/2014    |       |     |           |      |           | 2316  |      |
| Německo  | 05.12.2014 | 8:00  | Tovární zakázky                                 | %        | 10/2014    |       |     | 0,5       | -0,2 |           | 0,8   | -1   |
| ČR       | 05.12.2014 | 9:00  | Maloobchodní tržby                              | %        | 10/2014    |       | 5   |           |      |           |       | 6,2  |
| Maďarsko | 05.12.2014 | 9:00  | Průmyslová výroba                               | %        | 10/2014 *P |       |     |           |      |           | 2,7   | 5,2  |
| USA      | 05.12.2014 | 14:30 | Míra nezaměstnanosti                            | %        | 11/2014    |       |     | 5,8       |      |           | 5,8   |      |
| USA      | 05.12.2014 | 14:30 | Obchodní bilance                                | mln. USD | 10/2014    |       |     | -41       |      |           | -43   |      |
| USA      | 05.12.2014 | 14:30 | Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství      | tis.,nsa | 11/2014    | 253   |     | 225       |      |           | 214   |      |
| USA      | 05.12.2014 | 14:30 | Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru  | tis.,nsa | 11/2014    | 240   |     | 220       |      |           | 209   |      |
| USA      | 05.12.2014 | 14:30 | Průměrná hodinová mzda                          | %        | 11/2014    |       |     | 0,2       | 2,1  |           | 0,1   | 2    |
| USA      | 05.12.2014 | 14:45 | Projev Mestera na konferenci ve Washingtonu     | Fed      | 12/2014    |       |     |           |      |           |       |      |
| USA      | 05.12.2014 | 16:00 | Tovární zakázky                                 | %        | 10/2014    |       |     | -0,2      |      |           | -0,6  |      |

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   | -20 bps        | 7/22/2014 |
| Polsko   | 2T inter. sazba | 2,00     | 2,50   | 2,50   | 2,50   | 2,00   | 2,00   | -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  | 2,06     | 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 | 0,97     | 1,84   | 1,34   | 1,22   | 1,15   | 1,20   |
| Maďarsko | HU10Y | 2,97     | 4,95   | 3,77   | 3,92   | 3,50   | 3,65   |
| Polsko   | PL10Y | 2,22     | 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 | 307      | 307    | 310    | 311    | 310    | 310    |
| Polsko   | EUR/PLN | 4,18     | 4,17   | 4,16   | 4,18   | 4,20   | 4,20   |

### HDP

|          | 2013Q3 | 2013Q4 | 2014Q1 | 2014Q2 | 2014Q3 | 2014Q4 | 2015Q1 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Česko    | -0,5   | 1,1    | 2,6    | 2,5    | 2,3    | 1,7    | 1,5    |
| Maďarsko | 1,8    | 2,7    | 3,5    | 3,9    | 3,2    | 2,8    | 2,2    |
| Polsko   | 1,9    | 2,7    | 3,4    | 3,3    | 3,3    | 3,1    | 2,8    |

### 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   | -0,1   | 0,6    |
| Polsko   | 1,0    | 0,7    | 0,9    | 0,3    | -0,3   | -0,4   | 0,0    |

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

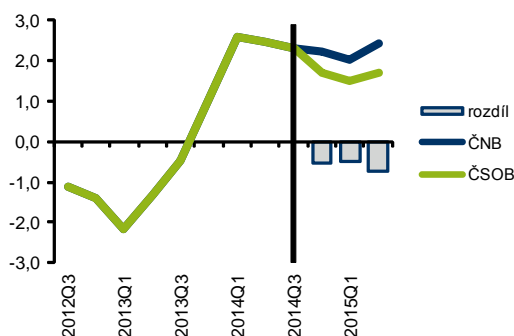
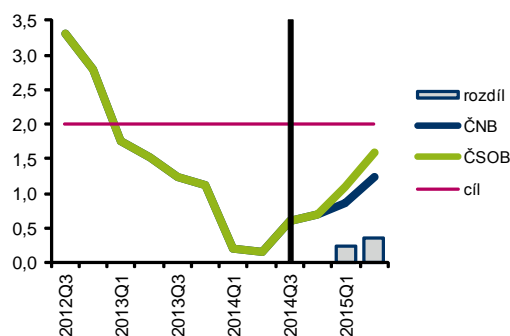
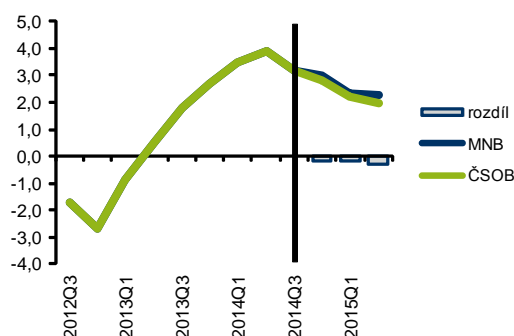
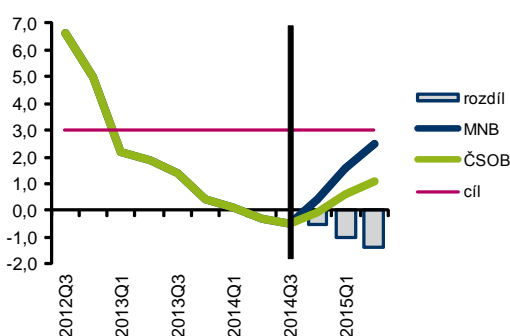
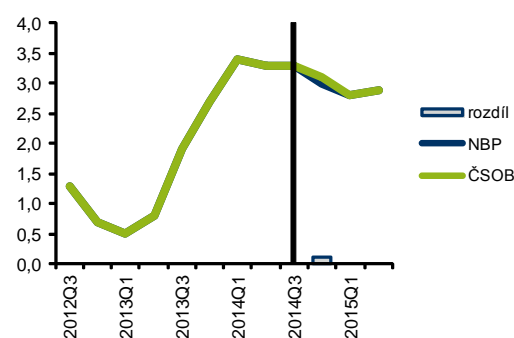
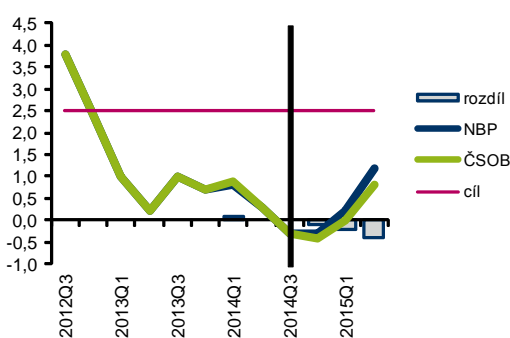
|          | 2013 | 2014 |
|----------|------|------|
| Česko    | -1,4 | -1,4 |
| Maďarsko | 2,0  | 2,2  |
| Polsko   | -1,2 | -2,5 |

### 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.