



www.csob.cz

www.csob.cz/Analzy

7. listopadu 2014

- **Česká republika**  
Česká ekonomika roste 2
- **Polsko**  
Polská centrální banka znovu překvapuje 3
- **Výhled na týden**  
Týden ve znamení inflace a HDP 6

## Pozitivně naladěná ČNB a holubičí ECB - býčí signály pro korunu

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	27,70	↘	↘
EUR/HUF	309,7	→	→
EUR/PLN	4,23	↘	↘
3M PRIBOR	0,34	→	→
3M BUBOR	2,10	→	→
3M WIBOR	2,03	→	→
10Y CZK	0,87	↗	↗
10Y PLN	2,68	↗	↗
10Y HUF	3,95	↗	↗
3M EURIBOR	0,08	→	→
10Y EMU	0,83	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Česká národní banka měla před včerejším zasedáním na výběr jak interpretovat globální makroekonomický vývoj a jeho průsaky do inflace a růstu. Při hodnocení se mohla inspirovat nedávno relativně jestřábím Fedem, který v poklesu cen surovin vidí v zásadě pozitivní věc anebo převzít rétoriku Bank of Japan, jež na stejný fenomén zareagovala holubičím způsobem (neboli tiskem nových yenu).

Guvernér ČNB Singer na své tiskovce včera nenechal nikoho na pochybách, že zvítězila první varianta. Ta vnímá nízkou cenu ropy jako pozitivní nákladový šok, který bude tlumit inflaci i v ČR, ale jinak spíše podpoří růst. Ten má být dále stimulován dozvuky devalvace koruny, takže ani tolik nevdává, že situace v eurozóně je horší než se čekalo.

Ve své nejnovější prognóze přitom ČNB očekává ekonomický růst v letošním a příštím roce 2,5 %, což je zhruba půl procentního bodu pod minulým výhledem. O stejnou hodnotu snížila i inflaci očekávanou pro konec příštího roku. Zároveň prognóza očekává ukončení kurzového režimu o něco později (v úvodu roku 2016, původně ve třetím čtvrtletí 2015), čímž se dostává do souladu s dřívějším postojem bankovní rady. Pozdější bude i růst krátkých tržních úrokových sazeb. Mělo by k němu dojít až ve druhém čtvrtletí 2016, kdy by tříměsíční pribar měl prolomit hranici 1 %.

Fakticky jde o zrealnění výhledu centrální banky nicméně i tak jej považujeme za poměrně optimistický. Alespoň pokud jde úrokové sazby. Myslíme si, že kurzový závazek nebude až tak snadné opustit a hned zvyšovat úrokové sazby. Předpokládáme, že k obojímu dojde později a mezi těmito kroky navíc uběhne přece jen více času. „Normalizace“ úrokových sazeb proto bude podle našeho názoru probíhat déle a pomaleji.

Druhou pochybnost vyvolává přesvědčení centrální banky o výrazném zrychlení růstu mezd v podnikatelském sektoru. Byť se naší ekonomice daří už v letošním roce, růst mezd zůstává stále velmi umírněný a nepředpokládáme, že dojde k jeho silné akceleraci už v příštím roce. Ačkoliv zatím nemáme k dispozici podrobnou prognózu ČNB, stačí uvést, že minule centrální banka předpokládala, že mzdy porostou o více než 5 % už příští rok.

## Česká ekonomika roste

Petr Dufek

### Po krátké přestávce průmysl opět nabírá tempo.

V září se výroba v tomto největším odvětví meziročně zvýšila o 8,3 %. K výsledku průmyslu přispěl v září i jeden pracovní den navíc. Po zohlednění tohoto vlivu dosáhlo tempo průmyslu i tak úctyhodných 5,6 %. Podle očekávání se průmysl vrací do kondice a pomáhá mu letos především extrémně úspěšná výroba osobních automobilů. Pozitivní čísla vykazuje i energetika a tradiční strojírenství. Pozitivní vývoj v průmyslu a velmi slušné vyhlídky umožňují firmám nabírat nové zaměstnance a průmysl se tak dominantní mírou podílí na zlepšování situace na českém trhu práce. Od průmyslu můžeme očekávat pozitivní výsledky i v dalších měsících, neboť nové zakázky opět výrazně rostou. Týká se to především automobilek, výroby elektroniky a elektrických zařízení.

### Stavebnictví nabírá dech.

Po dvou měsících poklesu se výroba ve stavebnictví zvýšila o 9,5 %, přičemž něco málo přidal i jeden pracovní den navíc. Bez něj se tempo vyšplhalo na 8,2 %. Výsledky stavebnictví táhne vzhůru především inženýrské stavitelství, které získává nové zakázky z veřejného sektoru. Pozitivní výsledky přineslo září i v případě bytové výstavby, která v posledním půlroce nabrala příznivý směr. Roste počet nově stavěných bytů, což nepochybně souvisí i se zvýšenou poptávkou na realitním trhu. Nízké úrokové sazby u hypoték spolu s příznivou náladou spotřebitelů vrací chuť investovat do vlastního bydlení.

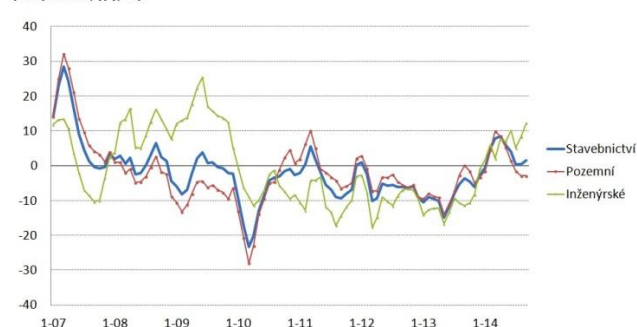
### Export opět roste dvojciferným tempem.

Zářijové tempo exportu překonalo hranici 14 %, zatímco dovoz přidal jen něco přes 11 %. Obchodní bilance v září vykazovala meziročně téměř dvojnásobný přebytek, který tentokrát dosáhl 19,3 mld. korun (podle národní metodiky), respektive 47,3 mld. podle dříve používané přes-hraniční statistiky. Stále vidíme dva nejzřetelnější trendy v zahraničním obchodě ČR, a sice pokračující silný růst vývozu automobilů a jejich dílů na jedné straně a pozitivní efekt klesajících cen dovážených surovin na straně druhé. Výborné výsledky exportu jdou na vrub úspěšných tuzemských průmyslových oborů, jako jsou často zmiňované automobily, výrobci elektrických zařízení a elektroniky. Zahraniční obchod ČR směřuje k novému rekordnímu výsledku. Je proto velmi pravděpodobné, že právě obchod respektive export se i nadále podílí na solidním ekonomickém růstu naší země.

Průmyslová výroba  
(3m průměr)



CZ: Stavebnictví  
(3m průměr, y/y, %)



## Polská centrální banka znovu překvapuje

Petr Báča

**NBP zhoršila výhled, ale sazby nesnížila.**

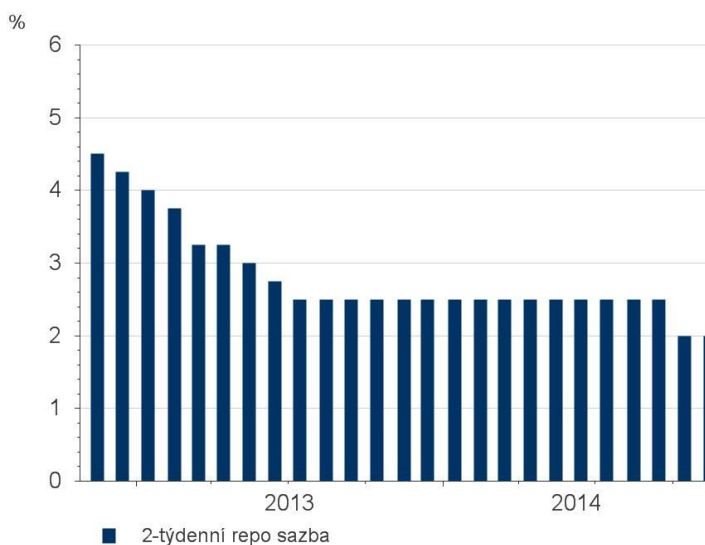
Polská centrální banka (NBP) výsledky svého listopadového zasedání podruhé v řadě překvapila trhy (včetně nás). Poté, co v říjnu razantně snížila úrokové sazby o 50 bps namísto očekávaných 25 se tentokrát členové Výboru pro měnovou politiku (RPP) rozhodli ponechat je beze změny. Ačkoliv nová prognóza z dílny NBP revidovala odhady pro vývoj inflace a HDP směrem dolů na celém horizontu prognózy (v případě inflace to znamená, že NBP očekává její setrvání pod cílem i v následujících dvou letech), tak prezident NBP Belka na tiskové konferenci uvedl, že nízká inflace padá na vrub vnějších faktorů. A s nimi toho NBP příliš nenadělá.

Belka kvitoval, že polská ekonomika nevykazuje negativní dopady deflace - situace na trhu práce se má i nadále tendenci zlepšovat a to se projevuje i v růstu mezd - ty v letošním roce prozatím rostou asi o 4 % nominálně a vzhledem k fakticky nulové inflaci i reálně. Dokonce i jedna z nejvíce holubičích členek RPP - Elzbieta Chojna-Duch - na tiskové konferenci dodala, že ekonomice se nedaří špatně a že zpomalení růstu ve třetím čtvrtletí se může ukázat jako dočasné. Celkově se členové RPP přítomní na tiskové konferenci shodovali, že z hlediska NBP je vzhledem k vnější povaze desinflačních (či deflačních) tlaků v současnosti důležitější domácí ekonomický vývoj.

**Holubičí nálada však stále převládá a pokles sazeb v příštím roce je proto reálný.**

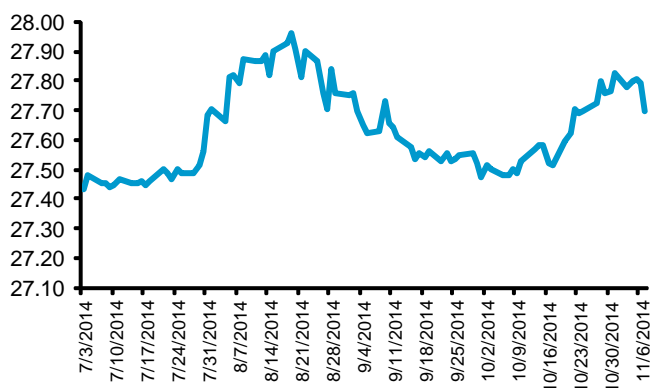
Na druhou stranu, i přes tyto poměrně umírněné komentáře se RPP shoduje na tom, že bilance rizik zůstává vychýlena protiinflačním směrem a celkové vyznění listopadového zasedání tedy bylo holubičí. I podle oficiálního tiskového prohlášení tedy RPP nevyklučuje, že v následujících měsících dále upraví měnovou politiku, pokud příchozí data potvrdí kumulaci rizik na protirůstové straně. Z tohoto důvodu podle nás nelze vyloučit, že se dočkáme dalšího snížení sazeb během prvního čtvrtletí příštího roku.

Sazba NBP

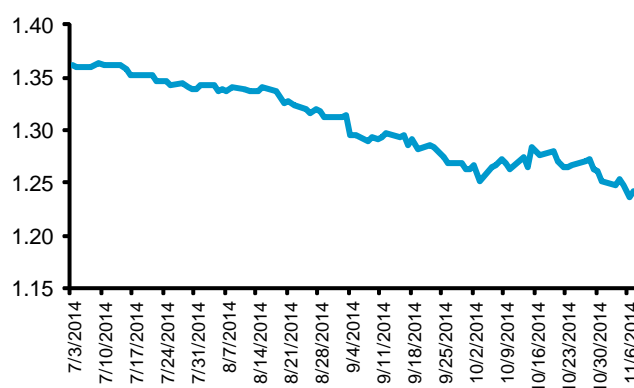


## Přehled trhů

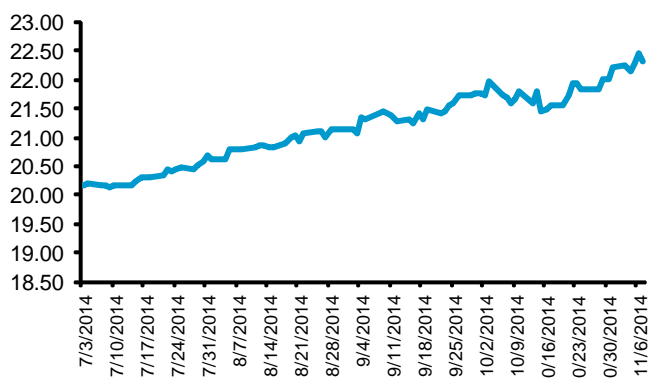
**EURCZK**



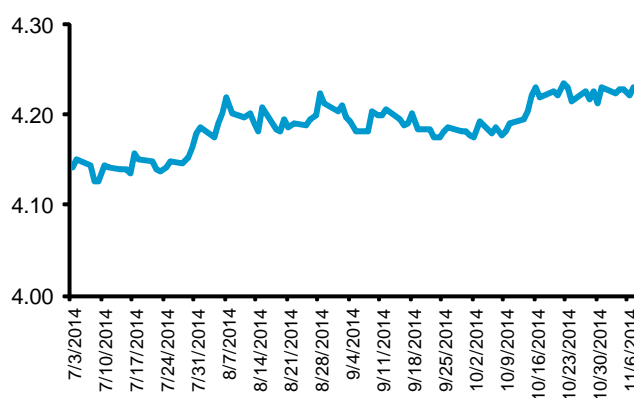
**EURUSD**



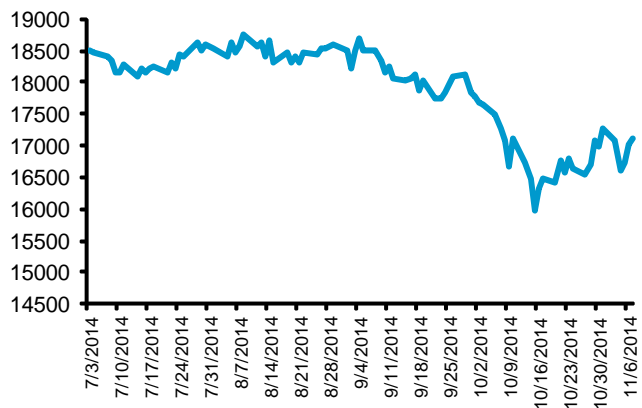
**USDCZK**



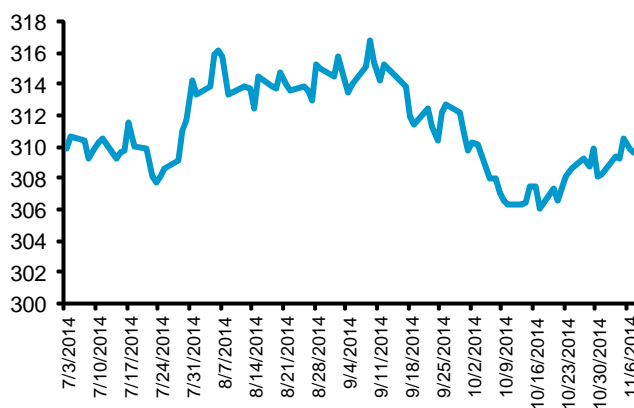
**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

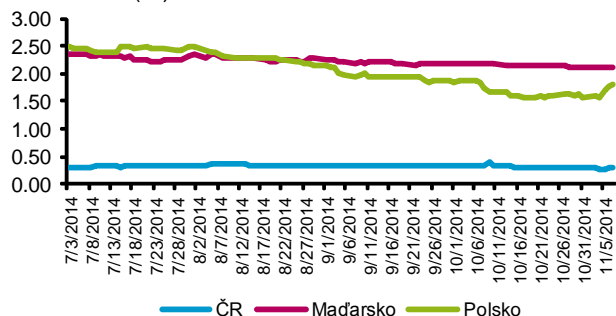


**EURHUF**

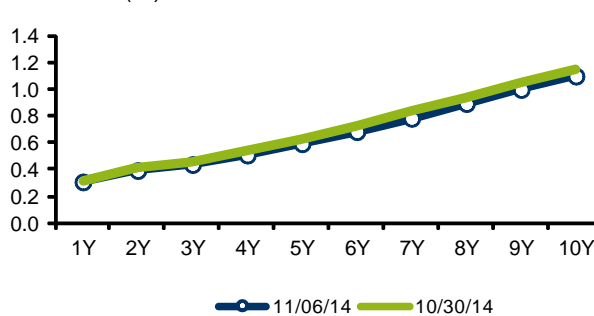


Zdroj: Thomson Reuters

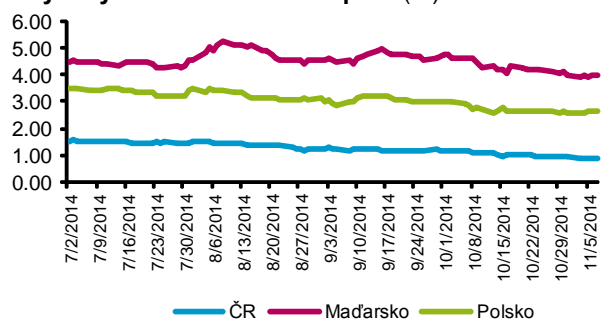
FRA 3x6 (%)



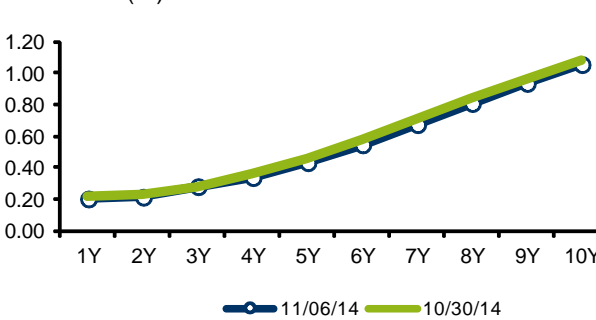
IRS CZK (%)



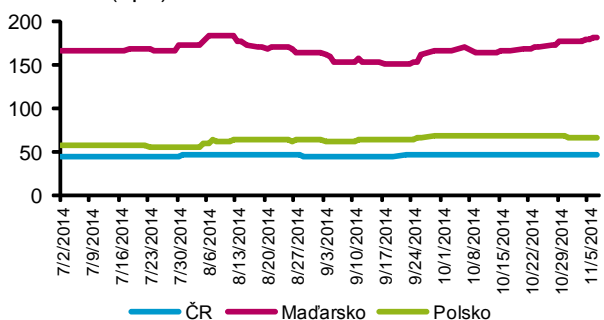
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



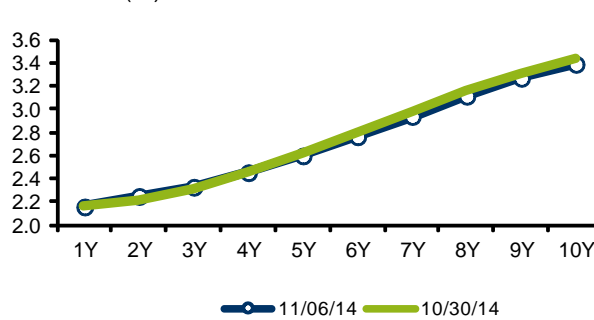
IRS EUR (%)



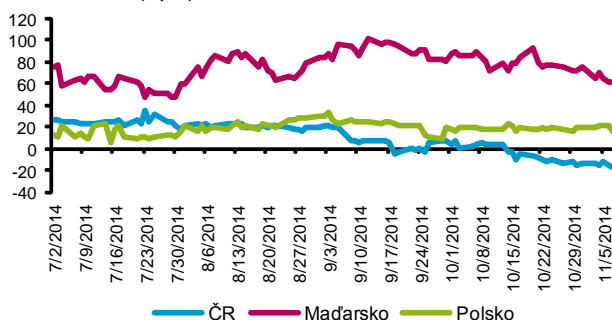
CDS 5Y (bps)



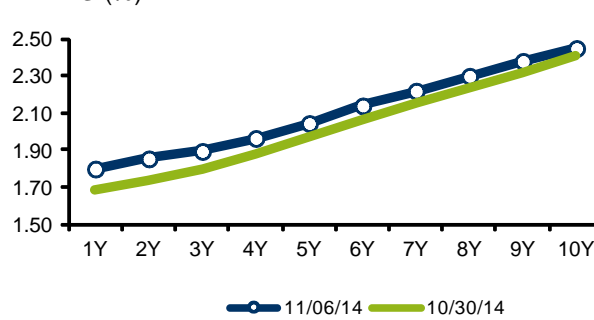
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

### PO 9:00, CZ Inlace (%)

	X.14	IX.14	X.13
Inlace m/m	0,1	-0,2	0,2
Inlace y/y	0,7	0,7	0,9
Měnově politická inlace y/y	0,5	0,6	0,1

### ČT 14:00, PL Inlace (% y/y)

	X.14	IX.14	X.13
Inlace	-0,3	-0,3	0,8
Potravin (bez alk.)	-1,7	-2,0	1,9
Doprava (vč. pohonných hmot)	-3,2	-3,2	-2,3

### PÁ 15.5., 9:00, CZ HDP - odhad (%)

	Q3-14	Q2-14	Q3-13
HDP (q/q)	0,5	0,3	0,4
HDP (y/y)	2,6	2,5	-0,5

### PÁ 10:00, PL HDP (% y/y)

	Q3-14	Q2-13	Q3-13
HDP	2,7	3,3	2,0

## CZ: Pohonné hmoty inflaci nebrzdí

Meziroční inflace v říjnu nejspíše setrvala na úrovni 0,7 %, a to především v důsledku pomalé reakce cen pohonných hmot na aktuální propad světové ceny ropy. Trh navíc začíná pomalu pocítovat dopad vyšších spotřebních daní u tabákových výrobků, které se stanou jedním z významných inflačních faktorů v dalších měsících. Celkově zůstávají inflační tlaky velmi utlumené v důsledku silné konkurence a jen pozvolna rostoucí poptávky.

## PL: Inlace stále v záporu

Inlace v Polsku zůstala podle našich odhadů v záporu i v říjnu a meziročně dosáhla hodnoty -0,3 %. Roli sehrály podobně jako i v předchozích měsících zejména vnější faktory v podobě zlevňujících potravin a cen paliv. Nízká inflace je z pohledu polských domácností - alespoň z krátkodobého pohledu - dobrou zprávou, neboť růst mezd zůstává velice solidní a reálné disponibilní příjmy domácností se tím pádem zvyšují.

## CZ: HDP v režii automobilek

První odhad HDP za třetí kvartál by mohl potvrdit pozitivní kondici zpracovatelského průmyslu a především výrobců automobilů. Na poptávkové straně nejspíše sehraje „pozitivní“ roli předzásobením se tabákovými výrobky, jinak předpokládáme, že pokračuje mírný růst spotřeby a akcelerace investic. Celkový ekonomický růst pro rok 2014 odhadujeme na 2,4 %.

## PL: Polská ekonomika solidně roste

Bleskový odhad růstu polského HDP by měl i přes citelné zpomalení oproti předchozím čtvrtletím poukázat na stále velice solidní růst polské ekonomiky (minimálně v evropském srovnání). Podle našich odhadů rostlo polské HDP ve třetím čtvrtletí o 2,7 % meziročně, přičemž hlavním prorůstovým faktorem podle nás byla (stejně jako ve druhém čtvrtletí) domácí poptávka. Té pomáhají zejména solidně rostoucí příjmy domácností.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	10.11.2014	9:00	Inflace	%	10/2014	0,1	0,7	0,1	0,6	-0,2	0,7
ČR	10.11.2014	9:00	Míra nezaměstnanosti 15-64	%	10/2014	7,2		7,1		7,3	
USA	10.11.2014	19:00	3letá aukce	mld. USD	11/2014			26			
EMU	10.11.2014	19:00	Projev Mersche v Herrenbergu	ECB	11/2014						
USA	10.11.2014	23:10	Projev Rosengrena ve Washingtonu	Fed	11/2014						
Maďarsko	11.11.2014	9:00	Inflace	%	10/2014			-0,2	-0,3	-0,2	-0,5
Maďarsko	12.11.2014	9:00	Průmyslová výroba	%	09/2014 *F					2,7	5,2
USA	12.11.2014	9:00	Projev Plossera o měnové politice v Londýně	Fed	11/2014						
EMU	12.11.2014	11:00	Průmyslová výroba	%	09/2014			0,7	-0,4	-1,8	-1,9
USA	12.11.2014	18:00	Projev Kocherlakota ve Wisconsinu	Fed	11/2014						
USA	12.11.2014	19:00	10letá aukce	mld. USD	11/2014			24			
Německo	13.11.2014	8:00	Inflace	%	10/2014 *F			-0,3	0,8	-0,3	0,8
Německo	13.11.2014	8:00	Harmonizovaná inflace	%	10/2014 *F			-0,3	0,7	-0,3	0,7
EMU	13.11.2014	8:00	Projev Lautenschlaegera ve Stockholmu	ECB	11/2014						
Francie	13.11.2014	8:45	Harmonizovaná inflace	%	10/2014			-0,1	0,4	-0,4	0,4
Francie	13.11.2014	8:45	Inflace	%	10/2014			-0,1	0,3	-0,4	0,3
EMU	13.11.2014	10:00	Měsíční zpráva ECB	ECB	11/2014						
ČR	13.11.2014	10:00	Běžný účet	mld. CZK	09/2014	-7		-9		-15,54	
Polsko	13.11.2014	14:00	Běžný účet	mil. EUR	09/2014			-460		-986	
Polsko	13.11.2014	14:00	Obchodní bilance	mil. EUR	09/2014			400		-64	
Polsko	13.11.2014	14:00	Inflace	%	10/2014	0,2	-0,3	0,2	-0,4	0	-0,3
USA	13.11.2014	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	11/2014					278	
USA	13.11.2014	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	11/2014					2348	
USA	13.11.2014	18:45	Uvítací projev Yellenové na svět. fóru ve Washing	Fed	11/2014						
USA	13.11.2014	19:00	30letá aukce	mld. USD	11/2014			16			
USA	13.11.2014	20:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	10/2014			-111,7			
Francie	14.11.2014	7:30	HDP	%	3Q/2014 *P			0,2	0,4	0	0,1
Německo	14.11.2014	8:00	HDP	%	3Q/2014 *P			0,1	1,1	-0,2	1,2
ČR	14.11.2014	9:00	HDP	%	3Q/2014 *A	0,5	2,6	0,4	2,5	0,3	2,5
Maďarsko	14.11.2014	9:00	HDP	%	3Q/2014 *P			0,3	2,9	0,8	3,9
Polsko	14.11.2014	10:00	HDP	%	3Q/2014 *P		2,7	0,5	2,7	0,6	3,3
EMU	14.11.2014	11:00	Inflace	%	10/2014 *F			0	0,4	0,4	0,4
EMU	14.11.2014	11:00	Jádrová inflace	%	10/2014 *F				0,8		0,7
EMU	14.11.2014	11:00	HDP	%	3Q/2014 *A			0,1	0,7	0	0,7
EMU	14.11.2014	13:50	Projev Lautenschlaegera ve Stockholmu	ECB	11/2014						
Polsko	14.11.2014	14:00	Peněžní zásoba M3	%	10/2014			0,9	7,9	0	7,8
USA	14.11.2014	14:30	Maloobchodní tržby	%	10/2014			0,2		-0,3	
USA	14.11.2014	14:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	10/2014			0,2		-0,2	
USA	14.11.2014	14:30	Index dovozních cen	%	10/2014			-1,8		-0,5	-0,9
USA	14.11.2014	15:10	Projev Bullarda v St. Louis	Fed	11/2014						
USA	14.11.2014	15:55	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		11/2014 *P			87,5		86,9	
USA	14.11.2014	16:00	Podnikatelské zásoby	%	09/2014			0,3		0,2	
EMU	14.11.2014	22:00	Projev Coeure ve Washingtonu	ECB	11/2014						
USA	14.11.2014	22:00	Projev Fischera na jednání Fedu	Fed	11/2014						
USA	14.11.2014	22:00	Projev Powella na svět. fóru ve Washingtonu	Fed	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	2,03	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	1,11	1,84	1,34	1,22	1,25	1,30
Maďarsko	HU10Y	3,37	4,95	3,77	3,92	3,50	3,65
Polsko	PL10Y	2,51	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	27,90	27,70
Maďarsko	EUR/HUF	310	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	-1,0	1,1	2,9	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	1,0	1,3
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, %)

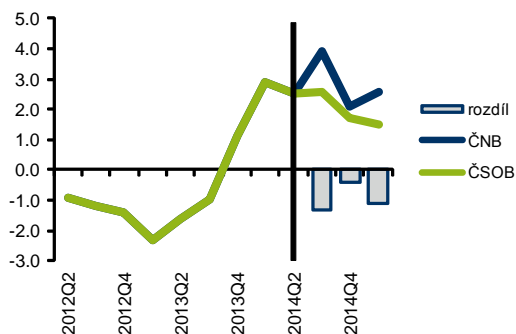
	2013	2014
Česko	-1,5	-2,0
Maďarsko	-2,7	-3,0
Polsko	-4,4	-3,5

Zdroj dat: ČSOB, Bloomberg

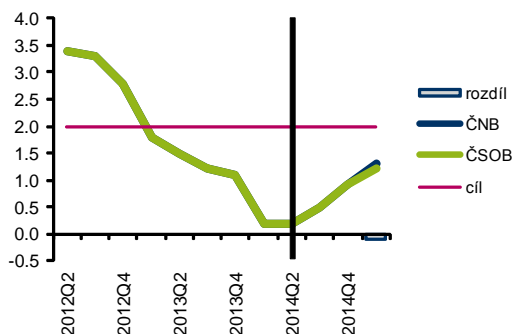


## Výhledy centrálních bank

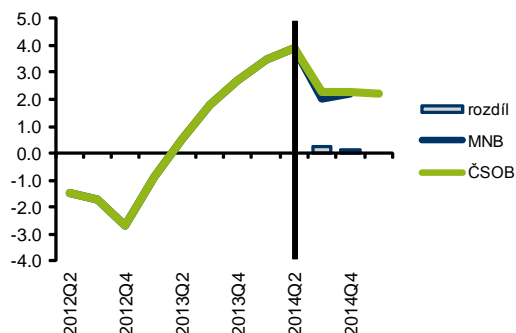
**CZ: Výhled na růst HDP (y/y, %)**



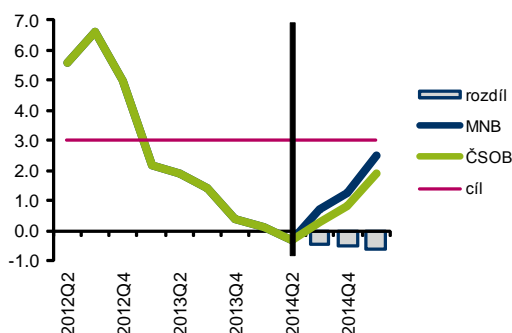
**CZ: Výhled na inflaci (y/y, %)**



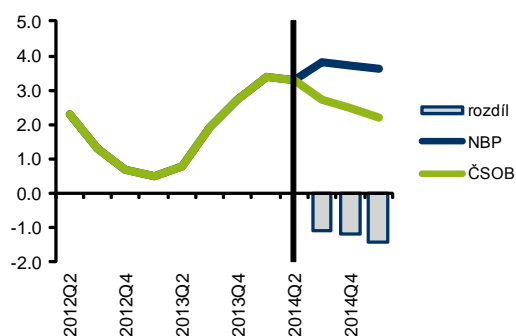
**HU: Výhled na růst HDP (y/y, %)**



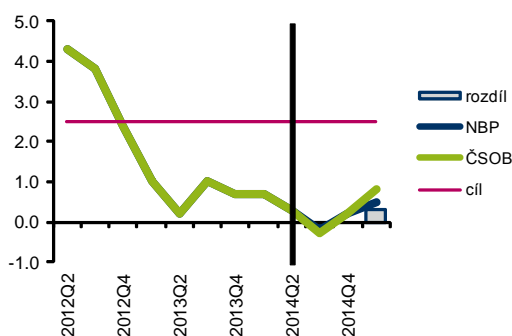
**HU: Výhled na inflaci (y/y, %)**



**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.