



- **Česká republika**
Vlna dobrých zpráv z Česka zatím nekončí 2
- **Polsko**
NBP nadále straší nízká inflace 3
- **Výhled na týden**
Česká i polská inflace hluboko pod cílem centrálních bank 6

Posílí kroky ECB střední Evropu?

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	27.47	↘	→
EUR/HUF	303.5	↘	→
EUR/PLN	4.12	↘	→
3M PRIBOR	0.36	→	↘
3M BUBOR	2.45	→	↘
3M WIBOR	2.69	→	↘
10Y CZK	1.66	→	→
10Y PLN	3.54	→	→
10Y HUF	4.50	→	→
3M EURIBOR	0.27	↘	↘
10Y EMU	1.36	→	→

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

ECB podle očekávání reagovala na slabá inflační čísla a o něco pomalejší růst dalším uvolněním měnových kohoutů. I když v souhrnu ECB pravděpodobně udělala o něco více, než očekávala většina analytiků, dopad na trhy tak zatím není jednoznačný. Přijatá opatření jsou velice komplexní a až nastávající týdny ukáží jak kombinace negativní depozitní sazby a připravovaných LTRO na trhy dopadne.

V případě středoevropských trhů očekáváme spíše lehce pozitivní odezvu na krok ECB. Ekonomiky s vyššími výnosy mohou totiž teoreticky zažít příliv spekulativního kapitálu, který se bude snažit utéct z pasti velice nízkých sazeb v eurozóně. Atraktivní mohou být zejména vyšší polské a maďarské výnosy, příliv kapitálu ale teoreticky může dopadnout i na Česko a pomoci české koruně. Zisky středoevropských měn ale budou omezené politikou místních centrálních bank. ČNB nenechá korunu proplout pod 27,00 a další zisky forintů i zlotého by otevíraly dveře ke snížení maďarských a polských úrokových sazeb. Polský guvernér Marek Belka v uplynulém týdnu kromě snížení úroků také připustil intervence proti zlotému. Ten navíc spolu s forintem již od začátku května posílil skoro o 2,5 % a Varšava s Budapeští mohou být z dalších zisků svých měn značně nervózní.

Vlna dobrých zpráv z Česka zatím nekončí

Petr Dufek

Revize HDP příjemně překvapila.

Nadílku dobrých zpráv z české ekonomiky zahájila ve středu data o vývoji HDP za první čtvrtletí. Zpřesnění bleskového odhadu HDP ČR za první kvartál letošního roku totiž přineslo velmi příjemné překvapení. Zatímco původně měla ekonomika růst jen o 2 procenta a mezičtvrtletně dokonce jen stagnovat, nová čísla hovoří o růstu 2,5 % a mezičtvrtletním vzestupu 0,4 %. Je to velmi dobrý výsledek, za který vděčíme především zpracovatelskému průmyslu na straně nabídky a domácí spotřebě, investicím a exportu na straně poptávky. Podle očekávání prim hraje automobilový průmysl, který profituje z rekordně vysokých zakázek přicházejících především ze zahraničí. Svoji roli sehrála i nízká inflace, která umožnila spotřebitelům více nakupovat.

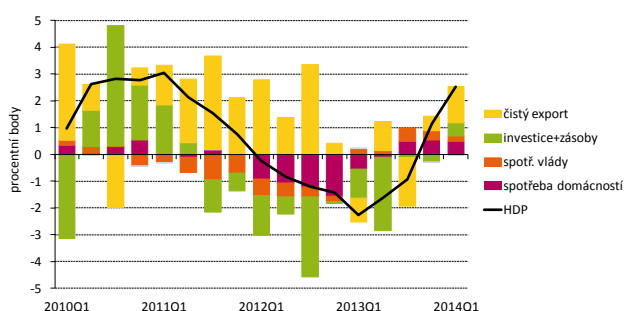
Maloobchodní tržby pokračují v rychlém růstu.

A že nezůstalo jen u dobrých čísel za první čtvrtletí, potvrdila čtvrtletní a páteční nadílka dat za duben. I nejnovější výsledky maloobchodu potvrzují, že se tržby v obchodech stále rychle zvyšují. Tentokrát meziročně vzrostly o 4,9 %, přičemž výraznou roli opět sehrával motoristický segment. Prodej aut a dílů se zvýšil o více než 10 %, zatímco obchod bez aut vykázal – bez zahrnutí efektu Velikonoc – růst jen o 2,6 %. Prodeje aut tak zůstávají i nadále velmi silné a vypadá to, že letos dosáhnou rekordní úrovně. Otázkou je, kolik aut nakupují tuzemští spotřebitelé a kolik jde na vrub firmám, nerezidentům a faktickým reexportům. Předpokládáme, že další měsíce přinesou zpomalení růstu jak prodeje aut, tak i celkových maloobchodních tržeb s tím, jak bude odeznívat efekt nízkých základů z loňského roku. Přesto jejich trend zůstane i nadále pozitivní.

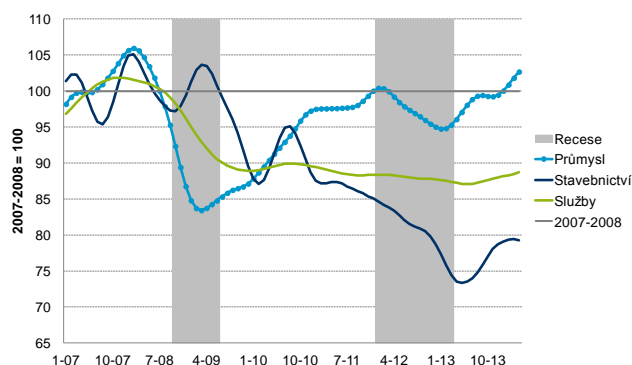
Další skvělý výsledek průmyslu v řadě, slibné jsou i zakázky pro další měsíce.

Podle očekávání se dobře dařilo průmyslu i v dubnu. Výroba se meziročně zvýšila o 7,7 % a velmi slušně rostla i ve srovnání s březnem (+1,1 %). Prim opět hrají automobilky, jejichž výroba roste o 16,5 % následovaná výrobou elektrických zařízení (+11,6 %). Trend z předchozích měsíců se tak nemění. Velkým firmám orientovaným na export se díky inovacím daří využívat rostoucí zahraniční poptávku k silné expanzi. Potěšující je i výhled zakázek, které se tentokrát zvýšily o necelých 15 %. Jejich dvouciferný růst je příslibem příznivých výsledků průmyslu i pro další měsíce. Dominují opět automobilky, které tak výrazně přispějí k růstu české ekonomiky i ve druhém čtvrtletí. Příznivé výsledky průmyslových podniků vedou firmy i k nabírání nových zaměstnanců. Průmysl tak vytváří nová pracovní místa a zlepšuje situaci na trhu práce.

CZ: Příspěvek poptávky k růstu HDP (sezónně očištěná data)



CZ: Trend hlavních odvětví české ekonomiky



NBP nadále straší nízká inflace

Petr Báča

***Rozhodnutí ponechat sazby
beze změny i na podzim stále
trvá.***

Polská centrální banka (NBP) v souladu s očekáváními ponechala na svém červnovém zasedání úrokové sazby beze změny. Celkové vyznění zasedání se však oproti předchozím měsícům posunulo dále holubičím směrem. Navzdory zrychlení mezičtvrtletního hospodářského růstu v prvním čtvrtletí letošního roku i jeho robustní struktuře zůstává totiž inflace v Polsku hluboko pod cílem centrální banky a v letních měsících, zejména v srpnu, je dokonce možný její propad do záporných hodnot. Rostoucí nespokojenost s pomalým růstem cen byla tentokrát patrná i v oficiálním tiskovém prohlášení, ze kterého "vypadla" věta, že cyklus uvolnění měnové politiky ukončený v loňském roce podpoří postupný návrat inflace k cíli. NBP nicméně v prohlášení zopakovala, že úrokové sazby by měly i letos na podzim zůstat beze změny.

***Prezident NBP Belka však
nově naznačil i možnost
poklesu sazeb.***

Na tiskové konferenci následující po zasedání se prezident NBP Marek Belka svěřil, že ve světle událostí z posledních měsíců nevyklučuje možnost dalšího poklesu úrokových sazeb, nicméně takový scénář rozhodně neoznačil za hlavní. Co se týče načasování případného snížení sazeb, tak Belka jej příliš nespécifikoval a pouze uvedl, že by se mohlo odehrát v "delším období". K tomu ještě dodal, že v současnosti nedokáže říct, zda je v případě změny oficiálních sazeb ve čtvrtém čtvrtletí (pro které již neplatí "závazek" NBP držet sazby beze změny) pravděpodobnější jejich pokles či růst. A co se týče již zmíněného možného poklesu míry inflace pod nulu během letních měsíců, tak k tomu Belka dodal, že je důležité rozlišovat mezi krátkodobým poklesem inflace do záporu a dlouhodobou deflací.

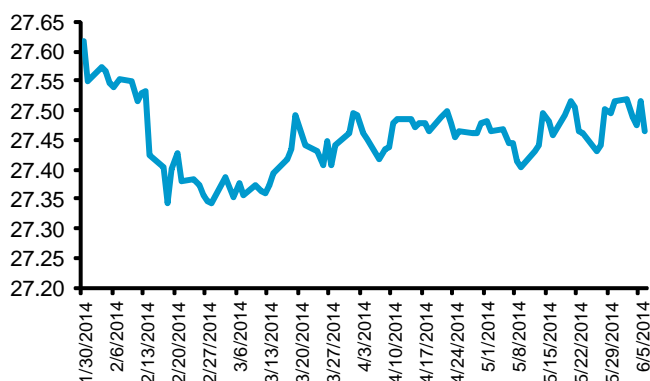
***Trhy budou opět věnovat
pozornost měsíčním
statistikám, zejména s
ohledem na probíhající krizi
na Ukrajině.***

Fakt, že možné snižování sazeb se opět dostává do slovníku NBP znamená, že v následujících měsících budou trhy po delší době opět věnovat pozornost měsíčním makroekonomickým indikátorům. Samotný pokles inflace k nule či mírně pod nulu pravděpodobně není z hlediska NBP dostatečným důvodem pro další snížení oficiálních sazeb. K tomu by podle našeho názoru bylo potřeba i citelnější zpomalení tempa hospodářského růstu, které zpravidla jako první naznačují měsíční čísla jako je průmyslová produkce, maloobchodní tržby či s předstihem (a jistou dávkou nejistoty) "měkké" ukazatele v podobě indexu podnikatelské nálady (PMI).

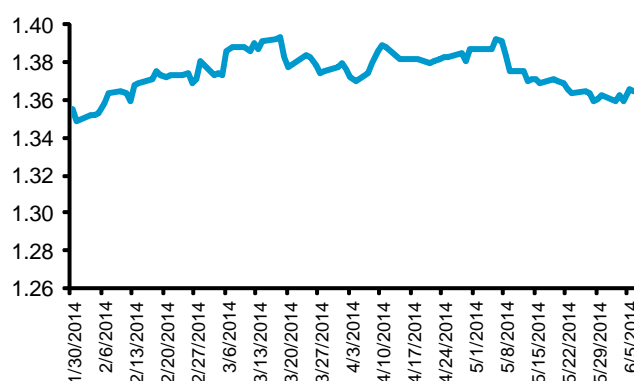
Právě zhoršení PMI, které jde na vrub zejména ukrajinské krizi a jehož svědky jsme byli v posledních měsících, naznačuje o něco horší vyhlídky polského průmyslu do následujících měsíců. Ačkoliv důležitost čistých exportů pro růst polské ekonomiky v poslední době klesala a otázkou zůstává i to, jak se nakonec dění na Ukrajině promítne do "tvrdých" statistik, tak kombinace pomalejšího hospodářského růstu a nízké inflace by riziko zásahu ze strany NBP jednoznačně zvyšovala. Podobné riziko představuje uvolnění měnové politiky ze strany ECB, které je hlavním faktorem stojícím za posílením zlotého o bezmála 2 % od začátku května. První slovní intervence proti polské měně na sebe nenechaly příliš dlouho čekat a dnes zazněly z úst představitelů ministerstva financí.

Přehled trhů

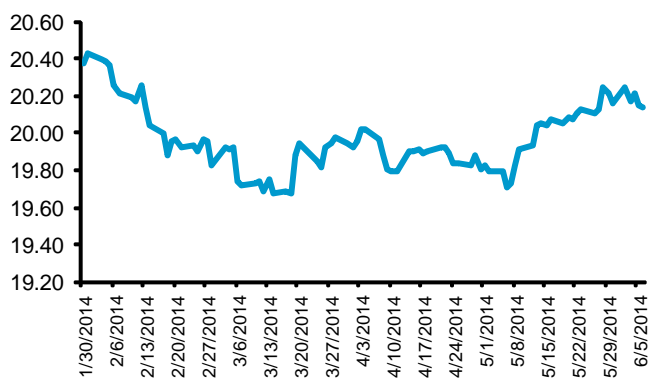
EURCZK



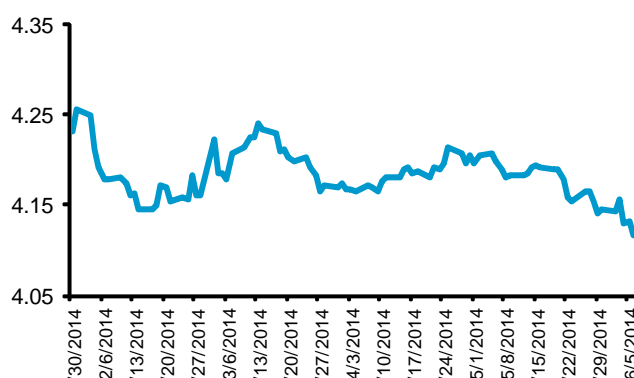
EURUSD



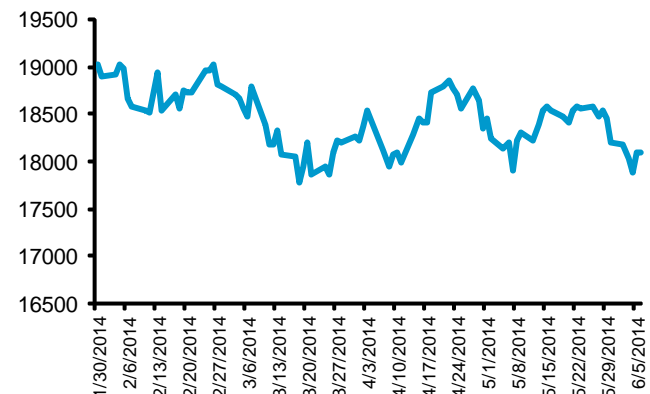
USDCZK



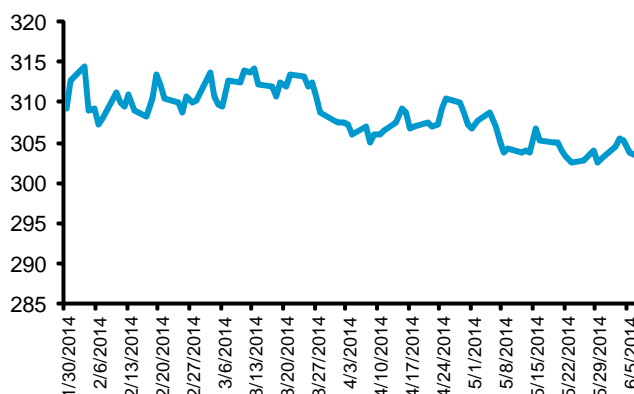
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

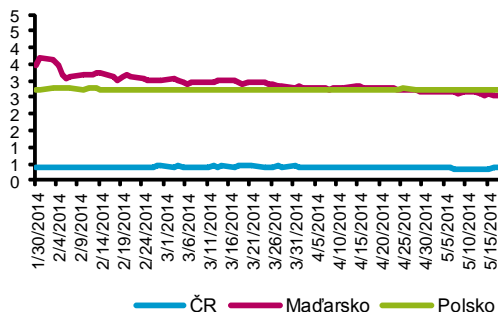


EURHUF

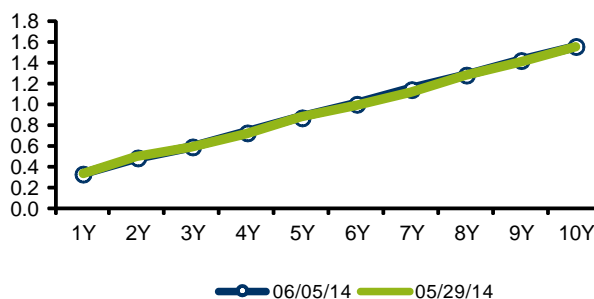


Zdroj: Thomson Reuters

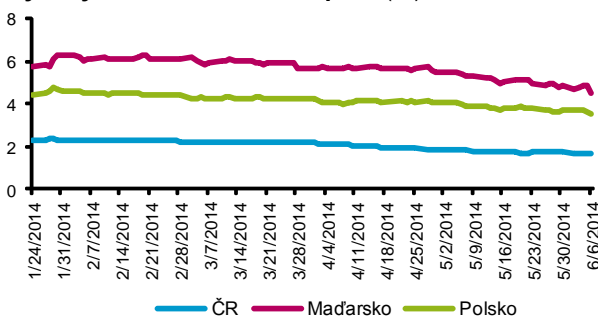
FRA 3x6 (%)



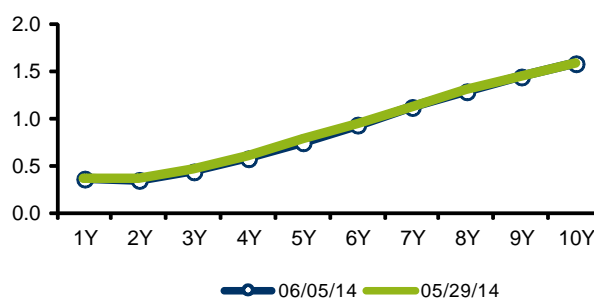
IRS CZK (%)



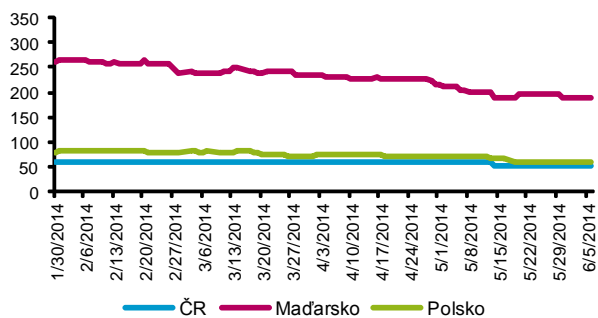
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



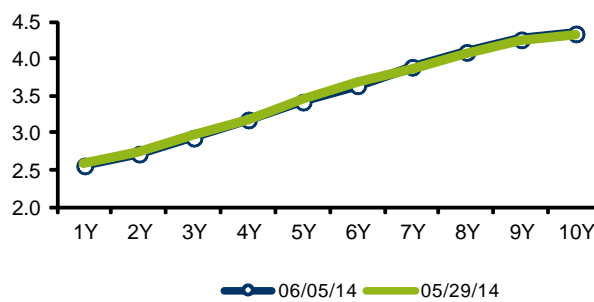
IRS EUR (%)



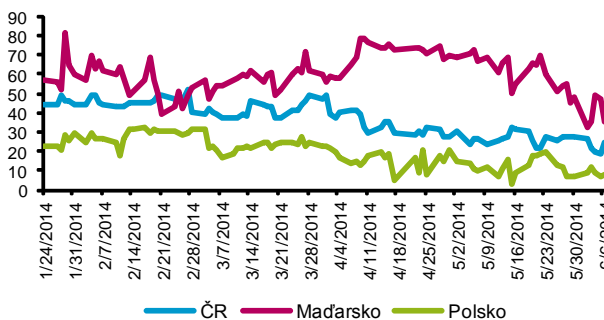
CDS 5Y (bps)



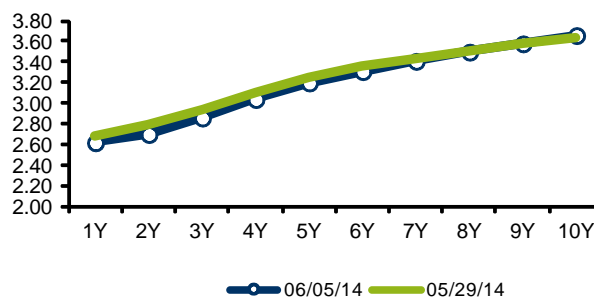
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

PO 9:00, CZ Inlace (%)

	V.14	IV.14	V.13
Inlace m/m	0,0	0,0	-0,2
Inlace y/y	0,3	0,1	1,3
Měnově politická inlace y/y	0,1	-0,1	0,6

PÁ 10:00, CZ Běžný účet (mld. CZK)

	IV.14	III.14	IV.13
Běžný účet	11,7	7,4	7,4
kumul. od ledna	67,1	55,4	17,3
Obchodní bilance	25,0	31,2	21,8
kumul. od ledna	99,9	74,9	74,8

PÁ 14:00, PL Inlace (% , y/y)

	V.14	IV.14	V.13
Inlace	0,4	0,3	0,5
Potraviny (bez alk.)	-0,5	0,3	1,6
Doprava (vč. pohonných hmot)	0,3	-2,1	-4,2

CZ: Inflační tlaky stále chybí

Ani listopadové devalvace prozatím nevyvážila pozitivní efekt lednového zlevnění energií a pokračující snižování cen telekomunikačních služeb, takže i nadále se inflace drží těsně nad nulou. Květen by v tomto směru nemusel přinést nic zajímavého. Výraznější výkyvy v rámci spotřebitelského koše zřejmě květen ještě nepřinesl, a tak sezónní výkyvy u zájezdů, potravin a efekt vyšší spotřební daně u tabáku očekáváme až v dalších měsících. Inflace tak i nadále zůstane hluboko pod cílovou hodnotou ČNB, k níž se vrátí nejspíše až v příštím roce.

CZ: Běžný účet stále v přebytku

Díky velmi dobrým výsledkům zahraničního obchodu, slušnému přebytku bilance služeb a ještě nezapočaté dividendové sezóně by se měl běžný účet platební bilance udržet i nadále v černých číslech. Předpokládáme vůbec nejlepší dubnový výsledek v historii. V dalších měsících se již vnější bilance ČR bude v důsledku odlivu dividend postupně dostávat do deficitu, který bude s největší pravděpodobností nižší, než byl v loňském roce.

PL: Inlace v květnu nepatrně vzrostla

Meziroční míra inflace v Polsku podle našich odhadů v květnu nepatrně vzrostla na 0,4 %. Meziměsíčně ceny pravděpodobně stagnovaly. Hlavní roli při formování nízké inflace sehrály jako i v minulých měsících pouze zvolna rostoucí ceny potravin, které přitom ve stejném období loňského roku zdražovaly o 0,7 % meziměsíčně. Nízká míra inflace, která se s vysokou pravděpodobností po celý letošní rok bude pohybovat hluboko pod cílem NBP, by měla dosáhnout svého dna během letních měsíců. Vzhledem k posledním holubičím komentářům z NBP přitom lze v následujících měsících očekávat zvýšenou citlivost trhů na inflační čísla, která se může projevit již po zasedání v příštím týdnu.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	09.06.2014	9:00	Inflace	%	05/2014	0	0.3	0.1	0.4	0	0.1
ČR	09.06.2014	9:00	Míra nezaměstnanosti 15-64	%	05/2014	7.7		7.6		7.9	
USA	09.06.2014	15:10	Projev Bullarda o v ýhledu US ekonomiky na Floridě	Fed	06/2014						
Francie	10.06.2014	8:45	Průmyslová výroba	%	04/2014			0.2	-2	-0.7	-0.8
EMU	10.06.2014	10:00	Projev Liikanena v Helsinkách	ECB	06/2014						
EMU	10.06.2014	16:00	Projev Mersche a Belky na ekon. fóru v Bruselu	ECB	06/2014						
USA	10.06.2014	19:00	3letá aukce	mld. USD	06/2014			28			
Maďarsko	11.06.2014	9:00	Inflace	%	05/2014			-0.1	-0.1	0.1	-0.1
EMU	11.06.2014	10:15	Projev Mersche v Barceloně	ECB	06/2014						
USA	11.06.2014	19:00	10letá aukce	mld. USD	06/2014			21			
USA	11.06.2014	20:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	05/2014			-142.5			
Francie	12.06.2014	8:45	Harmonizovaná inflace	%	05/2014				0.8	0	0.8
Francie	12.06.2014	8:45	Inflace	%	05/2014				0.8	0	0.7
Maďarsko	12.06.2014	9:00	Průmyslová výroba	%	04/2014 *F					2.4	10.1
EMU	12.06.2014	10:00	Měsíční zpráva ECB	ECB	06/2014						
EMU	12.06.2014	11:00	Průmyslová výroba	%	04/2014			0.5	0.9	-0.3	-0.1
USA	12.06.2014	14:30	Maloobchodní tržby	%	05/2014			0.5		0.1	
USA	12.06.2014	14:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	05/2014			0.4		0	
USA	12.06.2014	14:30	Index dovozních cen	%	05/2014			0.2		-0.4	-0.3
USA	12.06.2014	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	06/2014					312	
USA	12.06.2014	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	05/2014					2603	
USA	12.06.2014	16:00	Podnikatelské zásoby	%	04/2014			0.4		0.4	
USA	12.06.2014	19:00	30letá aukce	mld. USD	06/2014			13			
Německo	13.06.2014	8:00	Inflace	%	05/2014 *F			-0.1	0.9	-0.1	0.9
Německo	13.06.2014	8:00	Harmonizovaná inflace	%	05/2014 *F			-0.3	0.6	-0.3	0.6
EMU	13.06.2014	9:30	Projev Lindeho v Madridu	ECB	06/2014						
ČR	13.06.2014	10:00	Běžný účet	mld. CZK	04/2014	11.2		11.6		23.13	
EMU	13.06.2014	11:00	Obchodní bilance	mil. EUR	04/2014					17.1	
Polsko	13.06.2014	14:00	Běžný účet	mil. EUR	04/2014			510		517	
Polsko	13.06.2014	14:00	Obchodní bilance	mil. EUR	04/2014			572		475	
Polsko	13.06.2014	14:00	Peněžní zásoba M3	%	05/2014			0.9	5.6	0.6	5.4
Polsko	13.06.2014	14:00	Inflace	%	05/2014		0.4	0	0.5	0	0.3
USA	13.06.2014	14:30	Výrobní ceny	%	05/2014			0.1	2.4	0.6	2.1
USA	13.06.2014	14:30	Jádrový index cen v průmyslu	%	05/2014			0.1	2.3	0.5	1.9
USA	13.06.2014	15:55	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		06/2014 *P			83		81.9	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná						poslední změna	
		hodnota	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4		
Česko	2T repo	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	-20 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depo	2.40	3.00	2.60	2.50	2.50	2.50	-15 bps	5/27/2014
Polsko	2T inter. sazba	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.75	-25 bps	7/3/2013

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
Česko	PRIBOR 3M	0.36	0.38	0.37	0.36	0.36	0.40
Maďarsko	BUBOR 3M	2.45	2.99	2.67	2.50	2.50	2.50
Polsko	WIBOR 3M	2.69	2.71	2.71	2.75	2.75	3.00

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
Česko	CZ10Y	1.50	2.09	1.84	1.75	1.90	2.00
Maďarsko	HU10Y	4.15	5.25	4.95	5.00	5.30	5.70
Polsko	PL10Y	3.53	4.25	4.03	4.10	4.45	4.70

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
Česko	EUR/CZK	27.5	27.35	27.45	27.20	27.20	27.20
Maďarsko	EUR/HUF	304	297	307	305	298	295
Polsko	EUR/PLN	4.11	4.16	4.17	4.16	4.15	4.09

HDP

	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
Česko	-1.6	-1.0	1.2	2.0	2.5	2.3	1.1
Maďarsko	0.5	1.8	2.7	3.5	2.3	2.3	2.3
Polsko	0.8	1.9	2.7	3.3	3.5	3.7	3.8

Inflace

	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
Česko	1.6	1.0	1.4	0.2	0.2	0.9	1.5
Maďarsko	1.9	1.4	0.4	0.1	0.6	0.7	0.8
Polsko	0.2	1.0	0.7	0.7	1.4	1.0	1.6

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

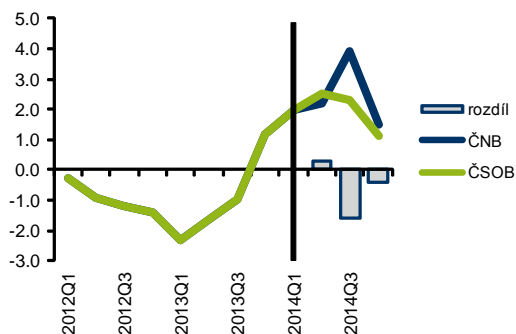
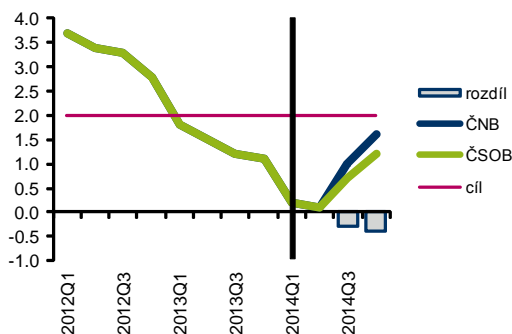
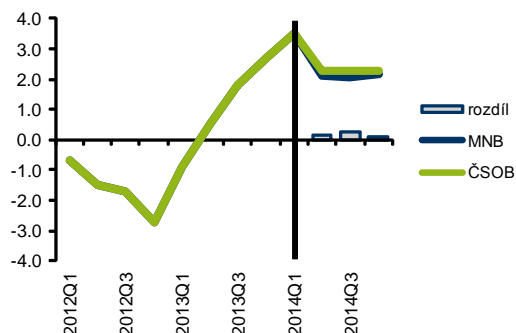
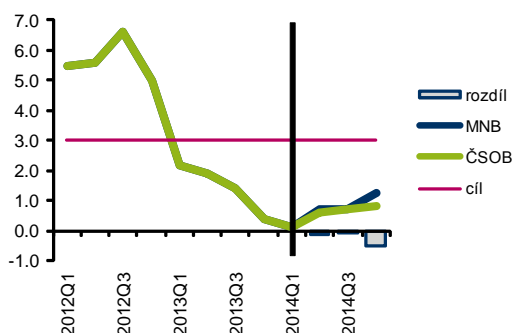
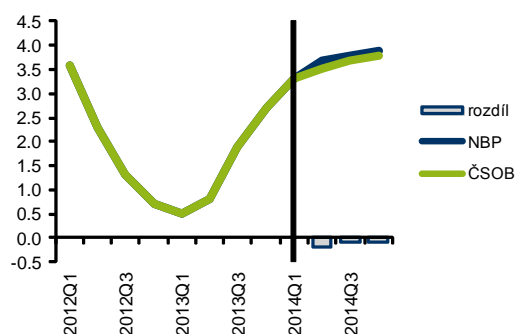
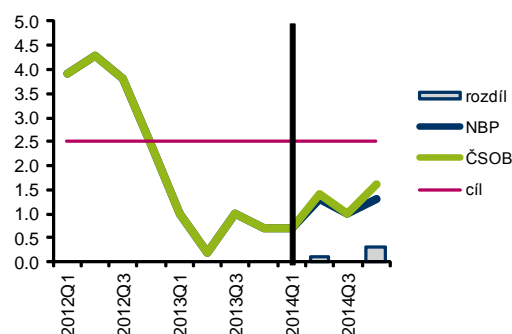
	2013	2014
Česko	-1.4	-1.4
Maďarsko	2.0	2.2
Polsko	-1.2	-2.5

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

	2013	2014
Česko	-1.5	-2.5
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.