



## ● Česká republika a Polsko

Růst HDP v ČR a Polsku pod vlivem zásob 2

## ● Výhled na týden

Boom českého maloobchodu pokračuje 5

## Region ve stínu dění v USA a v eurozóně

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	27.40	→	→
EUR/HUF	308.8	→	→
EUR/PLN	4.13	→	→
3M PRIBOR	0.31	→	→
3M BUBOR	1.54	→	↘
3M WIBOR	1.68	→	→
10Y CZK	0.84	→	↘
10Y PLN	2.95	→	→
10Y HUF	3.50	→	→
3M EURIBOR	-0.01	→	→
10Y EMU	0.50	→	↘

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Snížení základní úrokové sazby MNB na nová minima a detaily výsledků HDP v ČR a v Polsku byly hlavními makroekonomickými událostmi v uplynulém týdnu, které ovšem nezanechaly na regionálních trzích výraznější stopy. Stejně tak tomu může být i v nadcházejících dnech, kdy ani regionální indexy podnikatelských nálad PMI, ani zasedání polské centrální banky nemusí být těmi pravými zdroji volatility.

Ve skutečnosti středoevropské trhy musí bedlivě sledovat především dění na hlavních trzích, přičemž je třeba si dát pozor i na možnou finanční náказu z emerging markets, kterou může generovat například turecké lira či třeba čínské akcie. Hlavní impulsy však mohou přijít jak z eurozóny, kde se situace Řecka dostává do terminální fáze, tak z USA, kde bude zveřejněna řada klíčových dat, jež zpřesní pohled na aktuální kondici největší ekonomiky světa a zároveň napoví, zdali růst úrokových sazeb ze strany Fedu zůstává stále v dohledné době ve hře.

## Růst HDP v ČR a Polsku pod vlivem zásob

Petr Dufek, Petr Báča

### České HDP: Ekonomický zázrak nebo jen zásoby?

Statistický úřad zveřejnil podrobnosti o ekonomickém růstu ČR v prvním čtvrtletí. Kromě toho dokonce zvýšil už tak vysoký odhad výkonu české ekonomiky v tomto období z původních meziročních 3,9 % na 4,2 %, respektive z 2,8 % na 3,1 % ve srovnání s předchozím čtvrtletím.

Základní předpoklady se vyplnily. Ekonomika roste díky zpracovatelskému průmyslu konkrétně především díky automobilkám, jejichž pozitivní výsledky se přelévají do rostoucího exportu i investic. Podle očekávání utrácejí více i domácnosti, které rovněž zvyšují poptávku po nových osobních automobilech. Navíc tříprocentní růst spotřeby domácností je něco, co jsme tu od roku 2008 rozhodně neviděli.

Potěšující jsou i investice, jejichž růst rovněž překračuje tři procenta. Investuje se nyní hlavně do nových aut, staveb a do bydlení. Ostatně to bylo vidět už na výkonech stavebnictví na začátku letošního roku. Obnovená chuť stavět a investovat je patrná jak ve veřejném, tak v soukromém sektoru. Peníze jsou fakticky nejlevnější v historii zároveň i snadno dostupné, tak už zbývá jen najít projekty, které by byly perspektivní a zároveň i připravené po technické stránce.

Co však krotí optimismus plynoucí z aktuálních čísel je silný podíl zásob na celkovém ekonomickém růstu. Podle údajů statistického úřadu se totiž zásoby podílejí na zmíněných 4,2 % přesně polovinou. To je hodně vysoké číslo, které se rozhodně nemůže opakovat, a tak předpokládáme, že v dalších čtvrtletích už budou zásoby působit na HDP negativně. Proto je čtyřprocentní růst výjimkou spíše než novým ekonomickým zázrakem. Proto předpokládáme, že ve zbytku roku bude ekonomický růst nepochybně začínat dvojkou.

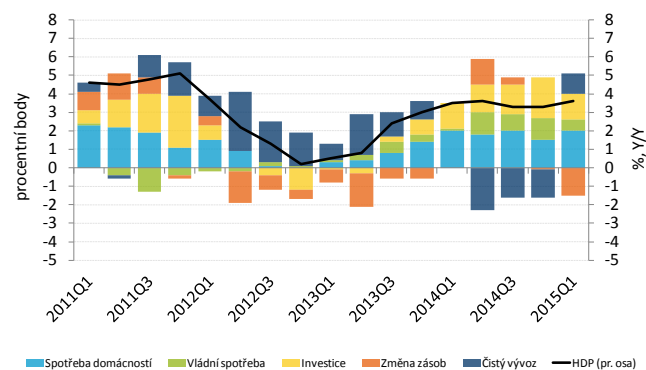
### Polské HDP revidováno nepatrně vzhůru.

Polské HDP bylo oproti původnímu odhadu rovněž revidováno vzhůru, i když jen nepatrně (z 3,5 % y/y na 3,6 % y/y). Z hlediska jeho struktury byl nejpřekvapivější patrně vysoce pozitivní příspěvek čistého exportu na jedné straně a negativní příspěvek změny zásob na straně druhé. Pozitivní i nadále zůstává vývoj spotřeby domácností a zejména investic. Z pohledu celého roku lze očekávat tempo růstu ekonomiky mezi 3,5-4 %.

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

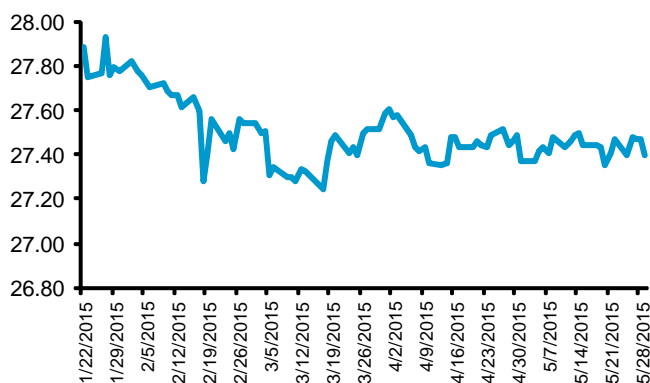


PL: Příspěvky k růstu HDP

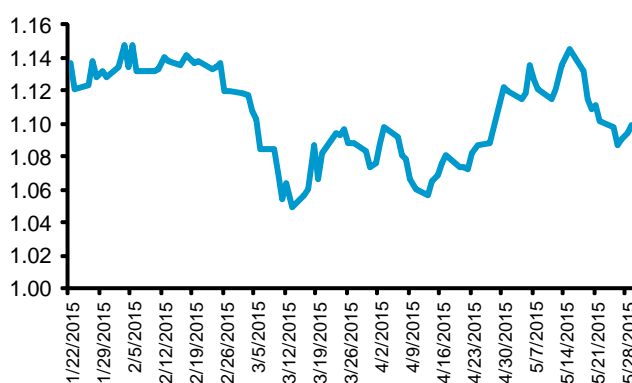


## Přehled trhů

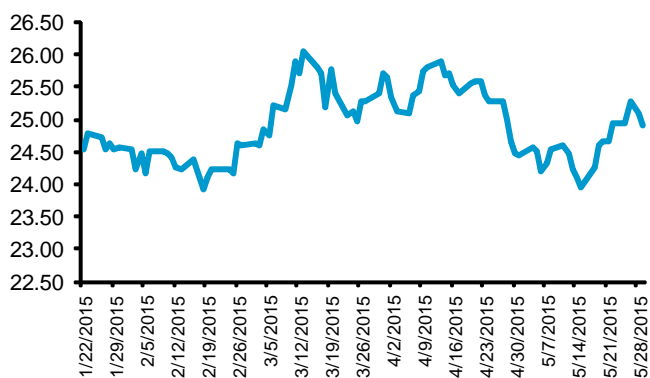
**EURCZK**



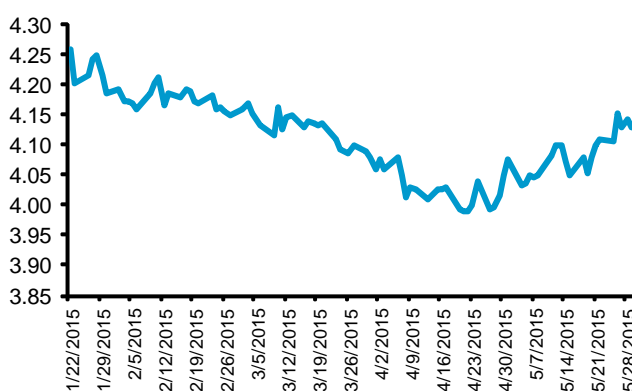
**EURUSD**



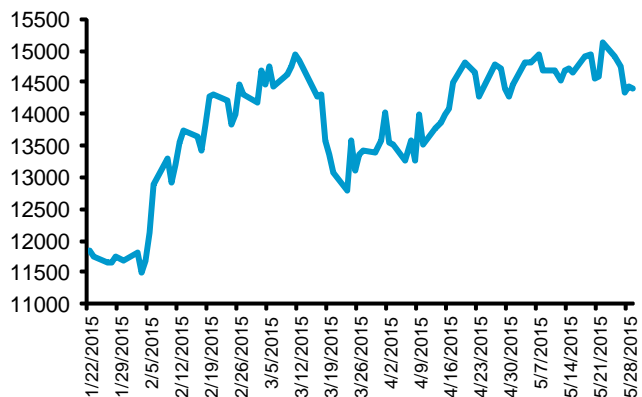
**USDCZK**



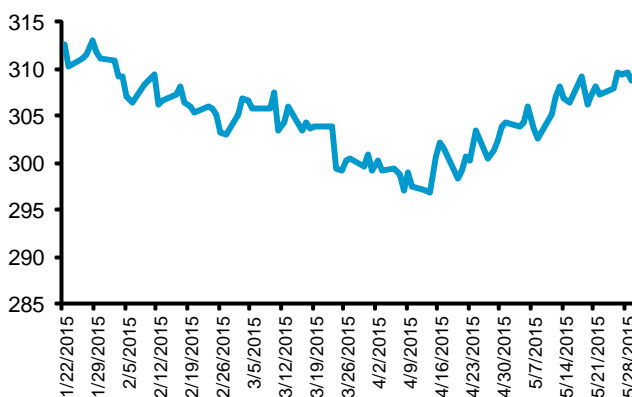
**EURPLN**



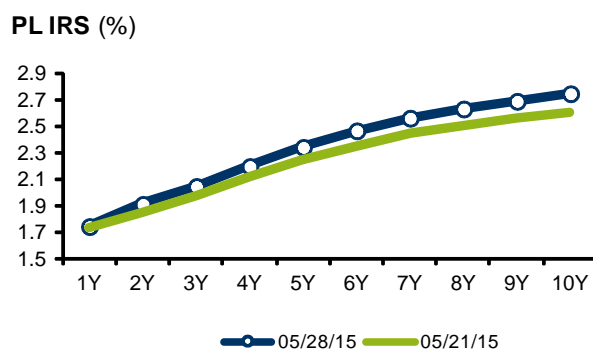
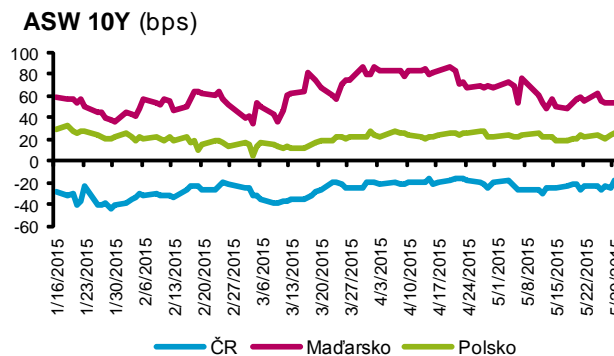
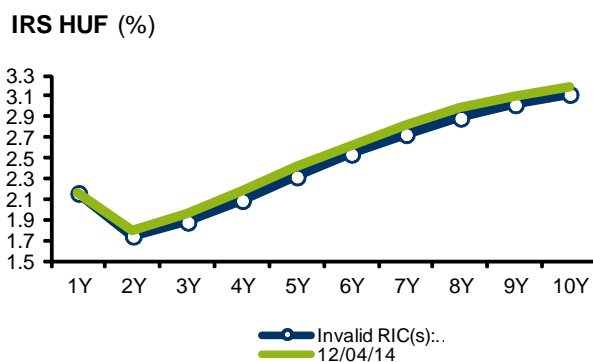
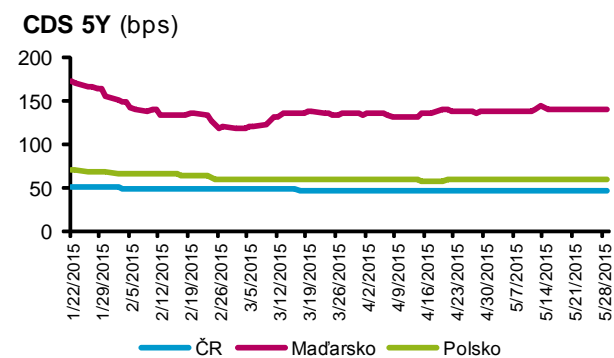
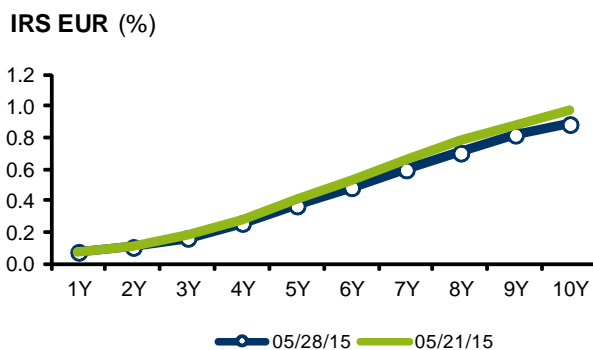
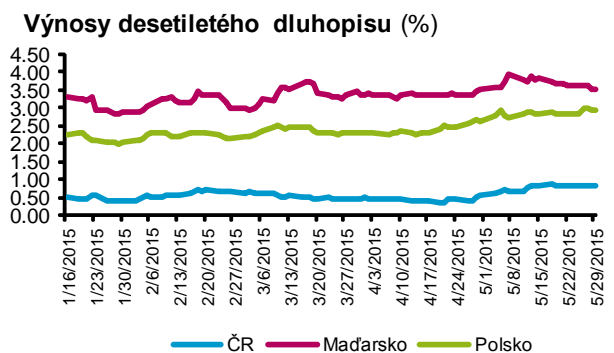
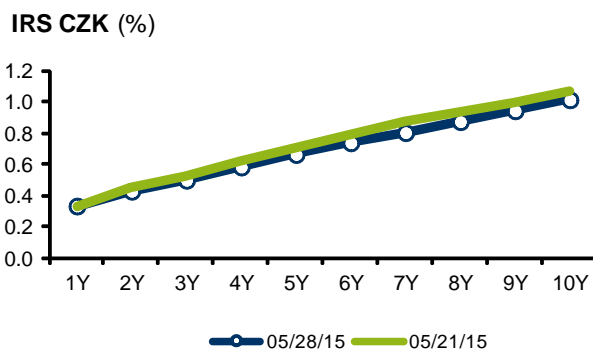
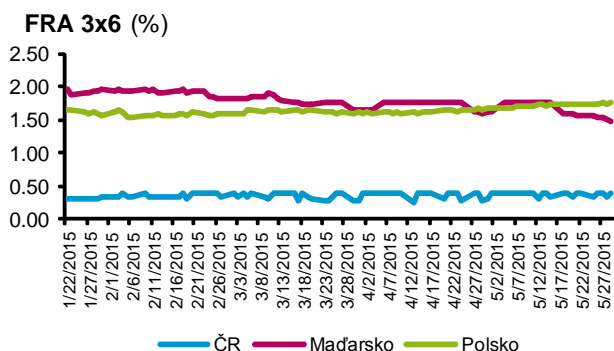
**DIESEL (CZK/t)**



**EURHUF**



Zdroj: Thomson Reuters



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

### ST 14:00, PL Zasedání NBP

	Náš odhad	Poslední změna
hlavní sazba v %	1,50	3/2015
změna v b. bodech	0	-50

### PL: NBP ponechá sazby beze změny

Polská centrální banka ponechá sazby beze změny na historických minimech 1,5 %. I když inflace zůstane v dohledné době pod nulou a vyšplhá se do kladného teritoria až ke konci roku, polští centrální bankéři jsou spokojeni s růstem ekonomiky a zlepšujícím se trhem práce. Současná bankovní rada již navíc dříve komunikovala, že cyklus uvolňování měnové politiky je u konce. Těžko dnes čekat revoluční změnu v postojích, zvláště když řadě členů bankovní rady brzy vyprší mandát. V nadcházejících dvou letech bude nově jmenován guvernér a šest členů bankovní rady.

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

	IV.15	III.15	IV.14
Měsíčně	7,0	8,8	6,3
kumul. od ledna	7,4	7,6	6,6
Měsíčně bez aut	5,7	5,9	4,6
kumul. od ledna	5,7	5,7	3,1

### CZ: Boom maloobchodu pokračuje

Předpokládáme, že i v dubnu pokračoval rychlý růst maloobchodních tržeb v ČR. A stejně jako v předchozích měsících byl tažen především silnými prodeji osobních automobilů. Příliš pozadu ovšem nezůstávají ani další obchodníci. Zvláště pokud jde o internetové obchody, které nejspíše vykážou více než dvacetiprocentní nárůst. Silnou poptávku odhadujeme u prodejců elektroniky, vybavení pro domácnost a nakonec i u čerpacích stanic. Rostoucí maloobchod zrcadlí silnou spotřebitelskou poptávku, která ovšem zatím negeneruje žádné viditelné inflační tlaky. V dalších měsících předpokládáme, že se růst tržeb obchodníků z aktuálních sedmi procent přece jen mírně zpomalí.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Polsko	01.06.2015	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		05/2015			53.4		54	
Maďarsko	01.06.2015	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	03/2015 *F					929	
Maďarsko	01.06.2015	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		05/2015					51	
ČR	01.06.2015	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		05/2015			54.8		54.7	
Francie	01.06.2015	9:50	Index nákupních manažerů v průmyslu		05/2015 *F			49.3		49.3	
Německo	01.06.2015	9:55	Index nákupních manažerů v průmyslu		05/2015 *F			51.4		51.4	
EMU	01.06.2015	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		05/2015 *F			52.3		52.3	
Německo	01.06.2015	14:00	Inflace	%	05/2015 *P			0.1	0.7	0	0.5
Německo	01.06.2015	14:00	Harmonizovaná inflace	%	05/2015 *P			0	0.6	-0.1	0.3
USA	01.06.2015	14:30	Osobní příjmy	%	04/2015			0.3		0	
USA	01.06.2015	14:30	Osobní výdaje	%	04/2015			0.2		0.4	
USA	01.06.2015	14:30	Deflátor osobní spotřeby	%	04/2015			0.1	0.2	0.2	0.3
USA	01.06.2015	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	04/2015			0.2	1.4	0.1	1.3
USA	01.06.2015	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		05/2015	51.7		52		51.5	
USA	01.06.2015	16:00	Cenový subindex ISM		05/2015			43		40.5	
Německo	02.06.2015	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	05/2015			6.4		6.4	
EMU	02.06.2015	11:00	Výrobní ceny	%	04/2015			0.1	-2	0.2	-2.3
EMU	02.06.2015	11:00	Inflace	%	05/2015 *P				0.2		0
USA	02.06.2015	16:00	Tovární zakázky	%	04/2015			-0.1		2.1	
USA	02.06.2015	23:00	Celkový prodej automobilů	mil. USD	05/2015			17		16.46	
USA	02.06.2015	23:00	Prodej domácích automobilů	mil. USD	05/2015			13.1		12.88	
Maďarsko	03.06.2015	9:00	Maloobchodní tržby	%	04/2015				5.4		5.1
EMU	03.06.2015	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		05/2015 *F			53.3		53.3	
EMU	03.06.2015	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	04/2015			11.2		11.3	
EMU	03.06.2015	11:00	Maloobchodní tržby	%	04/2015			0.6	1.8	-0.8	1.6
EMU	03.06.2015	13:45	Zasedání ECB	%	06/2015			0.05		0.05	
Polsko	03.06.2015	14:00	Zasedání RPP	%	06/2015	1.5		1.5		1.5	
USA	03.06.2015	14:15	ADP report z trhu práce	tis.,nsa	05/2015			200		169	
USA	03.06.2015	14:30	Obchodní bilance	mln. USD	04/2015			-44.2		-51.4	
USA	03.06.2015	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM		05/2015			57		57.8	
USA	03.06.2015	20:00	Běžová kniha	Fed	06/2015						
USA	04.06.2015	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	05/2015					282	
USA	04.06.2015	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	05/2015					2222	
Řecko	05.06.2015	0:00	Splátka řeckého dluhu IMF	mil. EUR	06/2015			300			
Německo	05.06.2015	8:00	Tovární zakázky	%	04/2015			0.5	-0.7	0.9	1.9
Francie	05.06.2015	8:45	Obchodní bilance	mln. EUR	04/2015			-4		-4.6	
ČR	05.06.2015	9:00	Reálné mzdy	%	1Q/2015				2.6		1.8
ČR	05.06.2015	9:00	Maloobchodní tržby	%	04/2015		7		7.3		8.8
Maďarsko	05.06.2015	9:00	Průmyslová výroba	%	04/2015				5.8	2.6	9
Maďarsko	05.06.2015	9:00	HDP	%	1Q/2015 *F					0.6	3.4
EMU	05.06.2015	11:00	HDP	%	1Q/2015 *P			0.4	1	0.4	1
USA	05.06.2015	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis.,nsa	05/2015	197		223		223	
USA	05.06.2015	14:30	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis.,nsa	05/2015	195		221		213	
USA	05.06.2015	14:30	Míra nezaměstnanosti	%	05/2015			5.4		5.4	
USA	05.06.2015	14:30	Průměrná hodinová mzda	%	05/2015			0.2	2.2	0.1	2.2

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

## Náš výhled

### Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná						poslední změna	
		hodnota	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1		
Česko	2T repo	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	-20 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depo	1.65	1.95	1.70	1.70	2.00	2.25	-15 bps	5/26/2015
Polsko	2T inter. sazba	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	-50 bps	3/4/2015

### Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	PRIBOR 3M	0.31	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
Maďarsko	BUBOR 3M	1.54	1.89	1.70	1.70	2.10	2.40
Polsko	WIBOR 3M	1.68	1.65	1.55	1.60	1.65	1.67

### Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	CZ10Y	1.04	0.64	0.80	0.75	0.80	0.80
Maďarsko	HU10Y	3.03	2.71	3.20	3.40	3.60	3.80
Polsko	PL10Y	2.72	2.12	2.10	2.20	2.40	2.80

### Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	EUR/CZK	27.4	27.57	27.30	27.60	27.30	27.30
Maďarsko	EUR/HUF	309	300	310	317	315	310
Polsko	EUR/PLN	4.13	4.07	4.05	4.00	4.10	4.05

### HDP

	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	2.4	1.4	4.2	2.1	2.4	2.8	2.5
Maďarsko	3.2	3.4	3.4	2.3	2.7	2.8	2.2
Polsko	3.3	3.1	3.6	3.6	3.7	3.8	3.8

### Inflace

	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	0.7	0.1	0.2	0.6	0.3	0.8	1.5
Maďarsko	-0.5	-0.9	-0.6	-0.3	0.2	2.2	2.7
Polsko	-0.3	-1.0	-1.5	-1.1	-0.8	-0.1	0.4

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

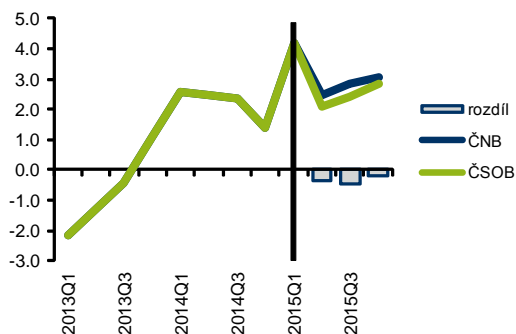
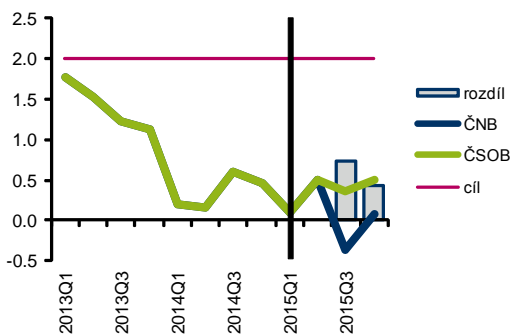
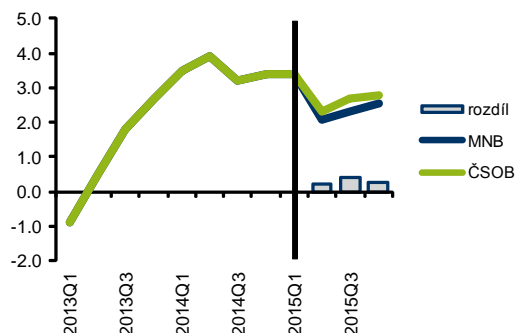
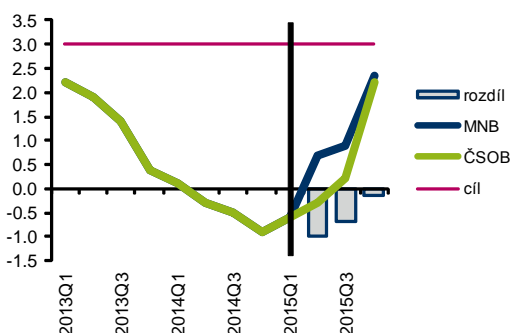
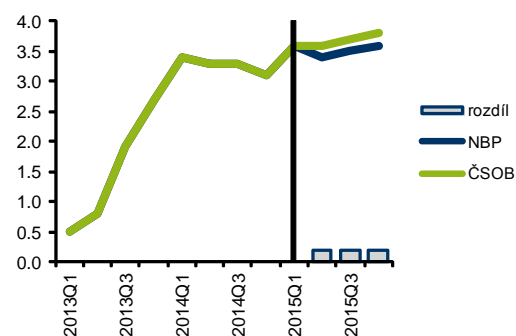
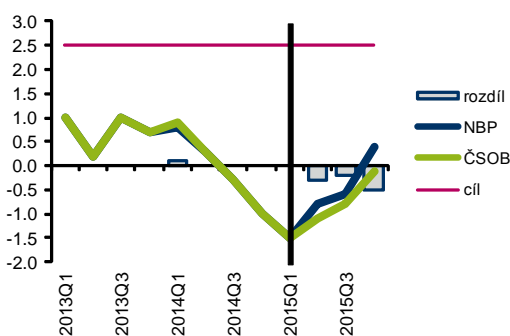
	2015	2016
Česko	1.6	1.5
Maďarsko	4.0	3.8
Polsko	-1.2	-2.0

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

	2015	2016
Česko	-2.4	-1.9
Maďarsko	-2.2	-2.0
Polsko	-3.0	-2.5

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.