



www.csob.cz

www.csob.cz/Analzy

6. února 2015

● Česká republika

Slabá koruna minimálně do druhé poloviny roku 2016... 2

Česká ekonomika nabírá na síle 3

● Výhled na týden

Týden ve znamení záporné inflace 6

ČNB je zatím spokojená, NBP připravila trhy na cut

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	27.71	↗	→
EUR/HUF	306.5	↗	↗
EUR/PLN	4.17	↗	↗
3M PRIBOR	0.33	→	→
3M BUBOR	2.10	→	→
3M WIBOR	1.98	→	↘
10Y CZK	0.51	↗	↗
10Y PLN	2.22	↗	↗
10Y HUF	3.09	↗	↗
3M EURIBOR	0.05	→	→
10Y EMU	0.35	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Česká národní banka opět o něco snížila svůj inflační výhled, ale zdá se, že jí to v tuto chvíli příliš nevadí. Ekonomika má podle většiny indicií našlápnuto k dalšímu roku ve znamení růstu nad 2 %. Inflace je také nízká primárně kvůli nízkým cenám pohonných hmot a potravin. Korigovaná inflace bez pohonných hmot v průběhu celého roku 2014 zrychlovala. I přesto si ČNB nechává otevřená vrátka pro eventuální další oslabení kurzu. To by ale slovy guvernéra muselo dojít k systematickému poklesu inflačních očekávání a obnovené deflační tlaky by musely začít ohrožovat soukromou poptávku. To v tuto chvíli není na pořadu dne. Centrální banka je tak připravená tolerovat tento rok lehce zápornou inflaci. Ta se ale nesmí natrvalo zabydlet v inflačních očekáváních a ohrožovat očekávání mzdového růstu. Toto riziko do určité míry eliminuje domácí uvolněná rozpočtová politika a měnová expanze ECB.

Na druhé straně polská centrální banka je podle komentářů po zasedání připravená nehlédě na solidní růst domácí poptávky v reakci na zápornou inflaci dál měnovou politiku uvolnit. Na rozdíl od ČNB má k dispozici ještě tradiční nástroje - úrokové sazby, kterými má možnost jemněji doladovat svojí politiku. Nemá také pod kontrolou kurz, který v reakci na masivní měnovou expanzi ECB začal výrazně posilovat. Očekáváme na březnovém zasedání snížení sazeb o 50 bps.

Slabá koruna minimálně do druhé poloviny roku 2016...

Petr Dufek

Bankovní rada ČNB se podle očekávání rozhodla ponechat úrokové sazby beze změny.

Bankovní rada ČNB se na svém letošním prvním zasedání podle očekávání rozhodla ponechat úrokové sazby beze změny a nijak neměnit stávající kurzový režim. Jedinou nicméně očekávanou změnou je tak prodloužení kurzového závazku minimálně do druhé poloviny roku 2016, což ostatně naznačovaly některé hlasy z centrální banky už před zasedáním. Pro úplnost dodáváme doslovnou citaci: „... neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém pololetí 2016“.

Nová prognóza počítá s krátkodobou zápornou inflací.

Nejzajímavějším výstupem z únorového jednání je tak nová prognóza, která je na jedné straně mírně optimističtější, pokud jde o ekonomický růst, avšak zároveň na druhé straně počítá s krátkodobou zápornou inflací. Na rozdíl od trhu nepředpokládá deflaci už v prvním čtvrtletí letošního roku, ale až ve třetím. Inflační výhled tak každopádně ČNB výrazně snižuje a návrat k inflačnímu cíli ČNB odsunula až do třetího čtvrtletí příštího roku. Za nízkou inflací stojí levné suroviny a jde tedy o pozitivní nákladový impuls.

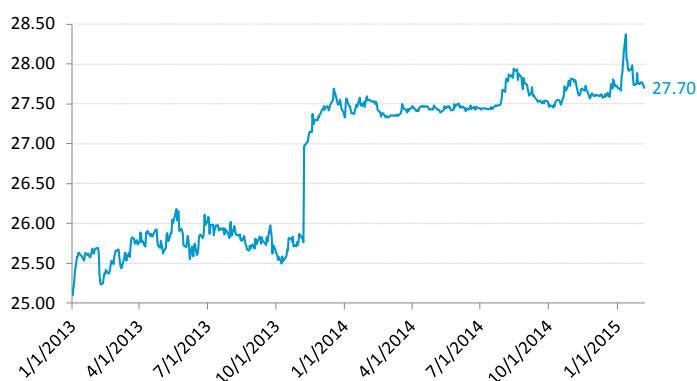
Centrální banka rovněž zrealizovala svůj výhled úrokových sazeb.

Centrální banka rovněž zrealizovala svůj výhled úrokových sazeb a tak minimálně do třetího čtvrtletí příštího roku předpokládá stabilitu tříměsíčního Příboru na úrovni 0,3 %. Tedy žádné úvahy o záporných sazbách ani o brzkém zvyšování sazeb, jak naznačovala minulá prognóza. Rizika prognózy bankovní rada považuje za vyrovnaná a vidí pouze nejistoty spojené s efekty QE v EMU a s budoucím vývojem mezd, které stále ještě nerostou tak rychle, jak si centrální banka v předchozích prognózách narýsovala. Z dřívějších komentářů přitom bylo patrné, že do QE místní centrální banka vkládá nemalé naděje.

Úvaha o další devalvaci tedy není na stole.

Úvaha o další devalvaci tedy není na stole a stále platí, že by se k ní ČNB odhodlala pouze v případě dlouhodobého posílení deflačních tlaků, které by byly schopné způsobit propad domácí poptávky, obnovily by deflační rizika vývoje a vedly by k systematickému poklesu inflačních očekávání. Tento scénář se však stále jeví jako málo pravděpodobný. O to pravděpodobnější je, že kurzový režim ve stávající podobě zůstane v platnosti i po celý rok 2016. A o co později ČNB korunu uvolní, o to později začne přistupovat i ke zvyšování úrokových sazeb. Čeká nás proto delší období stability, které mohou pouze čas od času narušovat spekulace na devalvaci, které jsme viděli v úvodu roku. Včerejší tisková konference ČNB nás přitom utvrdila v dojmu, že s devalvaci centrální banka nepočítá a stejně tak jí zřejmě nevzrušují spekulativní útoky (na posílení měn) v podobných režimech ve Švýcarsku či Dánsku.

EUR/CZK



Česká ekonomika nabírá na síle

Petr Dufek

Velmi dobrý rok českého průmyslu.

Na začátku února se jako již tradičně začíná kompletovat analytický obrázek české ekonomiky za předchozí rok. A jak se zdá, byl to rok poměrně dobrý. Minimálně z pohledu průmyslu, obchodu a nakonec i stavebnictví, které vybědlo z více než pětileté recese.

Automobilky táhnou výrobu k novým rekordům a zrychlují ekonomický růst ČR. Díky svým pozitivním výsledkům se průmyslové podniky nejvíce podílejí na tvorbě nových pracovních míst a snižování nezaměstnanosti.

Výsledky průmyslu neklamaly ani v závěru roku, kdy se produkce našeho největšího odvětví zvýšila o 7,3 % a opět především díky automobilového průmyslu.

Za celý rok průmysl přidal necelých pět procent a posunul výrobu na nové historické rekordy. Od roku 2010 tak výroba vzrostla už o 10 % a v případě automobilek dokonce o třetinu. Nadějně jsou vyhlídky průmyslu i pro první polovinu letošního roku, neboť jak nálada firem, tak jejich zakázky dosahují velmi slušné úrovně. A opět jde především o nové automobily následované elektrotechnikou a montáží počítačů.

Průmyslu vděčíme za zrychlení ekonomického růstu i za nižší nezaměstnanost. Podobný trend přitom předpokládáme i v letošním roce, nicméně udržet nastavené vysoké tempo už nebude v důsledku vysoké srovnávací základny loňského roku vůbec jednoduché.

Levná ropa snižuje dovozy do ČR a zvyšuje přebytek obchodu.

V závěru roku se již začal ve větší míře projevovat pozitivní efekt levné ropy v podobě poklesu korunové hodnoty dovážené ropy a ropných produktů. ČR tak přímo šetří za tyto suroviny a tyto úspory se začínají postupně rozprostírat v ekonomice. Budou znamenat několik desítek miliard, které nebudou muset firmy a domácnosti platit za pohonné hmoty a budou je moci využít jinak.

V národní statistice se prosincový deficit dostal na úroveň 3 mld. korun, což je výrazné zlepšení ve srovnání s prosincem 2013. Nakonec jiné číslo než deficit se za prosinec vzhledem k sezónnosti zatím ani čekat nedalo. Kromě již zmíněné ropy stojí za pozitivními čísly zahraničního obchodu především automobily, které se daří rekordně vyvážet na evropský trh.

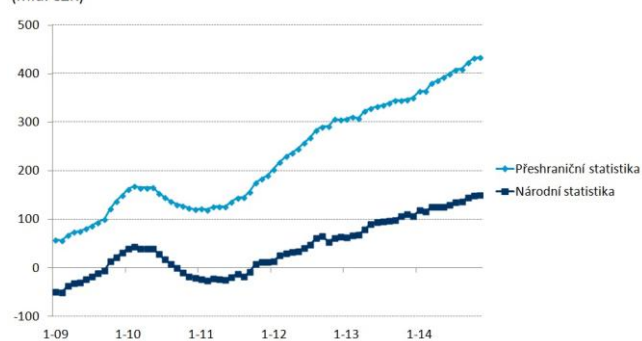
Za celý rok 2014 dosáhl přebytek zahraničního obchodu nového historického maxima (157 mld. korun), což znamená zlepšení o více než 50 %. A tento posun jde na vrub ropy jen z části. Hlavním motorem exportu a tedy i rostoucího přebytku obchodu jsou automobilky, které vykazují silné přírůstky produkce i nových zakázek.

Vzhledem k pozitivnímu výsledku nových zakázek v průmyslu i současným cenám ropy je velmi pravděpodobné, že letošní přebytek zahraničního obchodu překoná nový rekord – tentokrát 200 mld. korun.

Trend průmyslové výroby
(2007-2008 = 100)

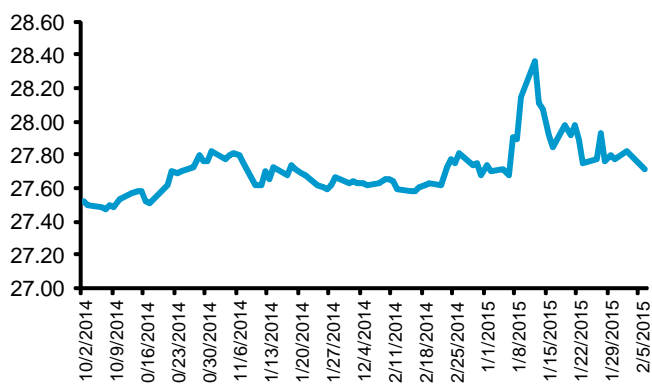


Roční přebytek zahraničního obchodu ČR
(mld. CZK)

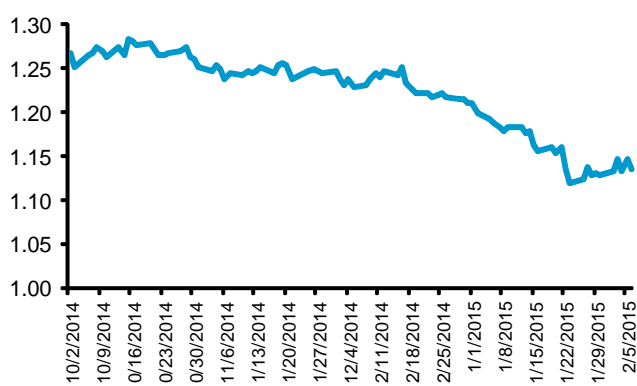


Přehled trhů

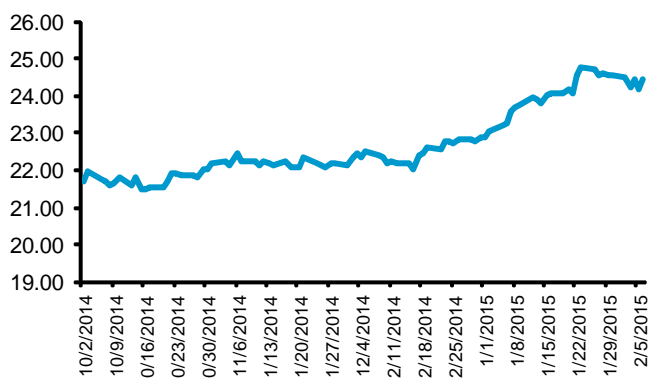
EURCZK



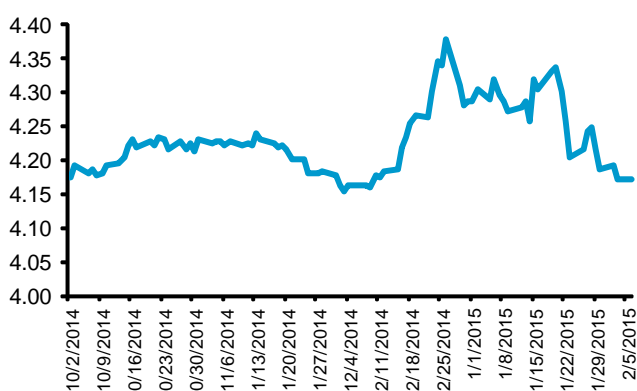
EURUSD



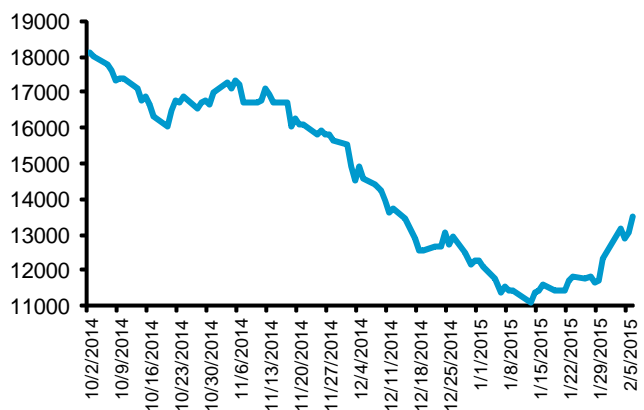
USDCZK



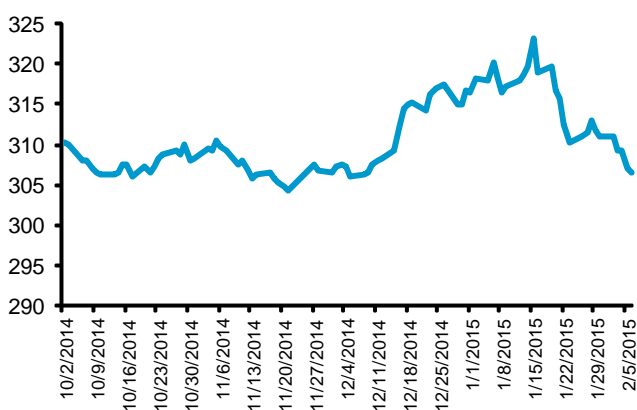
EURPLN



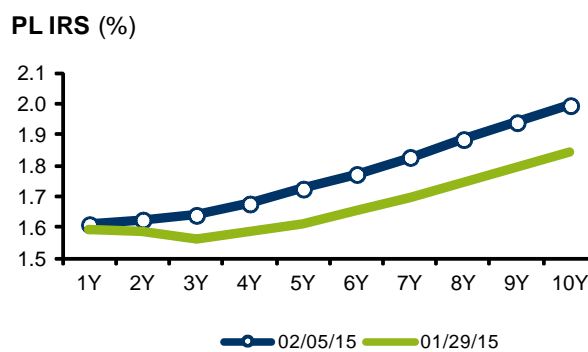
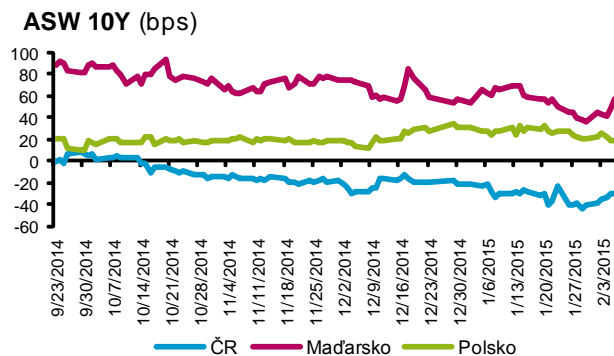
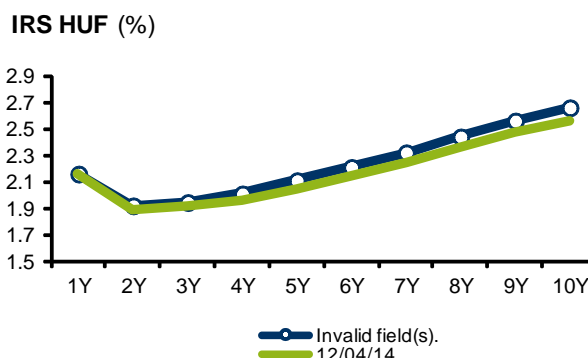
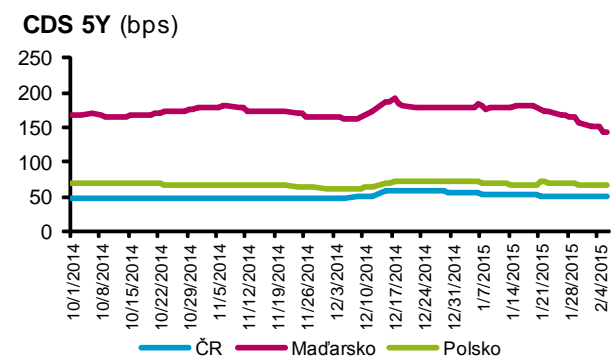
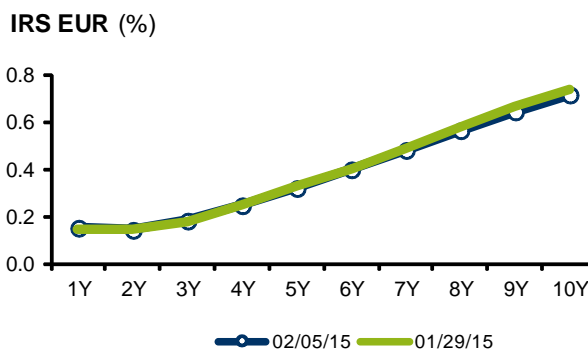
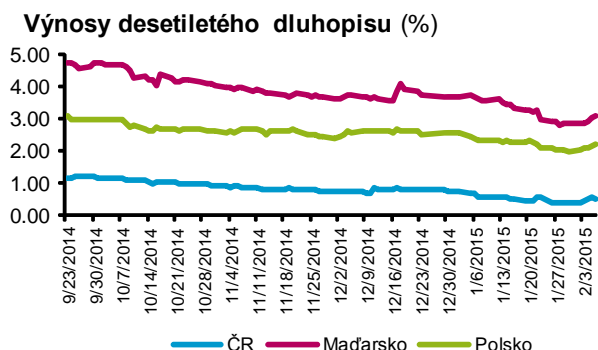
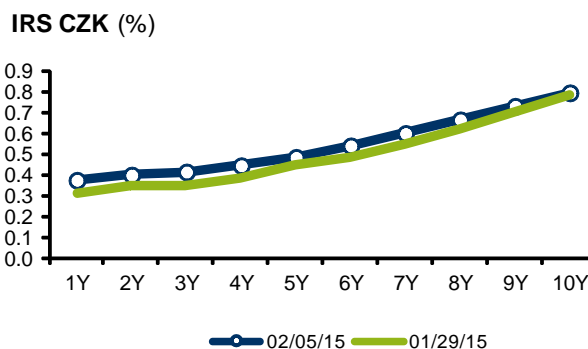
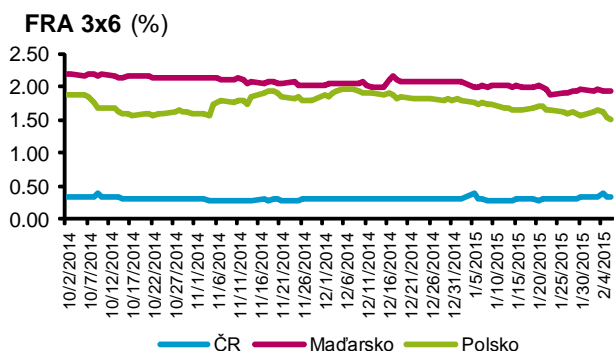
DIESEL (CZK/t)



EURHUF



Zdroj: Thomson Reuters



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

PO 9:00, CZ Inlace (%)

	I.15	XII.14	I.14
Inlace m/m	-0,3	-0,1	0,1
Inlace y/y	-0,3	0,1	0,2
Měnově politická inlace y/y	-0,4	-0,1	0,1

ST 9:00, HU Inlace (%)

	XII.14	XI.14	XII.13
Inlace y/y	-1,2	-0,9	0,0

PÁ 14:00, PL Inlace (% y/y)

	I.15	XII.14	I.14
Inlace	-1,1	-1,0	0,5
Potraviny (bez alk.)	-3,8	-1,8	2,0
Doprava (vč. pohonných hmot)	-7,9	-7,5	-1,5

PÁ 15.5., 9:00, CZ HDP - odhad (%)

	Q4-14	Q3-14	Q4-13
HDP (q/q)	0,5	0,4	1,1
HDP (y/y)	1,8	2,4	1,1

CZ: PHM tlačí inflaci do záporu

Česká ekonomika postrádá jakékoliv inflační impulsy a navíc v posledních týdnech zažívá prudký pokles cen pohonných hmot. Vzhledem k absenci deregulací, které by kompenzovaly vliv levnějších PHM, se dá předpokládat pokles spotřebitelských cen a meziroční inflace už v lednu.

HU: Potraviny a PHM tlačí inflaci do záporu

Také v Maďarsku by se měla prohloubit míra inflace, když za ještě zápornější hodnoty by měly být zodpovědné především ceny pohonných hmot a potravin (které klesají s ohledem na velkou nadúrodu).

PL: Deflace se v lednu dále prohloubila

Polská inflace se v lednu podle našich odhadů dostala ještě hlouběji do záporu, a sice na hodnotu -1,1 %. Hlavním důvodem dalšího poklesu byly zejména ceny pohonných hmot, které dále klesaly kvůli zlevňující ropě. Její cena se v lednu dostala hluboko pod 50 USD/barel. Z ostatních složek spotřebního koše podle nás pomaleji než je obvyklé rostly i ceny potravin. Celkově další pokles inflace v meziročním vyjádření znamená, že období deflace se v Polsku patrně protáhne i do druhé poloviny letošního roku.

CZ: Ekonomický růst v režii automobilek

Předběžný odhad HDP za poslední kvartál loňského roku by měl potvrdit pozitivní trajektorii české ekonomiky. Předpokládáme, že růst pohání zpracovatelských průmyslů na jedné straně a investice spolu se spotřebou na straně druhé. Samozřejmě je třeba vzít v úvahu, že půjde o předběžný a neúplný odhad, který bude několikrát upřesněn a zrevidován.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Francie	10.02.2015	8:45	Průmyslová výroba	%	12/2014			0.3	-1.1	-0.3	-2.6
EMU	10.02.2015	10:00	Projev Costy a Praeta o finanční stabilitě v Lisab	ECB	02/2015						
USA	10.02.2015	14:20	Projev Lackera v Severní Karolíně	Fed	02/2015						
USA	10.02.2015	19:00	3letá aukce	mld. USD	02/2015			24			
Maďarsko	11.02.2015	9:00	Inflace	%	01/2015			0.1	-1.1	-0.7	-0.9
ČR	11.02.2015	12:00	Aukce st. dluhopisu 0,85 %, 2014-2018	mld. CZK	02/2015						
ČR	11.02.2015	12:00	Aukce st. dluhopisu 2,50 %, 2013-2028	mld. CZK	02/2015						
USA	11.02.2015	14:00	Projev Fishera v New Yorku	Fed	02/2015						
USA	11.02.2015	19:00	10letá aukce	mld. USD	02/2015			24			
USA	11.02.2015	20:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	01/2015			-3			
Německo	12.02.2015	8:00	Inflace	%	01/2015 *F			-1	-0.3	-1	-0.3
Německo	12.02.2015	8:00	Harmonizovaná inflace	%	01/2015 *F			-1.3	-0.5	-1.3	-0.5
Maďarsko	12.02.2015	9:00	Průmyslová výroba	%	12/2014 *F					-1.7	4.6
EMU	12.02.2015	11:00	Průmyslová výroba	%	12/2014			0.2	0.4	0.2	-0.4
USA	12.02.2015	14:30	Maloobchodní tržby	%	01/2015			-0.4		-0.9	
USA	12.02.2015	14:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	01/2015			-0.4		-1	
USA	12.02.2015	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	02/2015			285		278	
USA	12.02.2015	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	01/2015			2393		2400	
USA	12.02.2015	16:00	Podnikatelské zásoby	%	12/2014			0.2		0.2	
USA	12.02.2015	19:00	30letá aukce	mld. USD	02/2015			16			
Francie	13.02.2015	7:30	HDP	%	4Q/2014 *P			0.1	0.3	0.3	0.4
Německo	13.02.2015	8:00	HDP	%	4Q/2014 *P			0.3	1	0.1	1.2
ČR	13.02.2015	9:00	HDP	%	4Q/2014 *P		1.8	0.6	1.8	0.4	2.4
Maďarsko	13.02.2015	9:00	HDP	%	4Q/2014 *P			0.4	2.7	0.5	3.2
ČR	13.02.2015	10:00	Běžný účet	mld. CZK	12/2014	-10		-15		-6.72	
Polsko	13.02.2015	10:00	HDP	%	4Q/2014 *P			0.5	3.1	0.9	3.3
EMU	13.02.2015	11:00	Obchodní bilance	mil. EUR	12/2014			21		20	
EMU	13.02.2015	11:00	HDP	%	4Q/2014 *P			0.2	0.8	0.2	0.8
Polsko	13.02.2015	14:00	Peněžní zásoba M3	%	01/2015			-1	9	2.7	8.4
Polsko	13.02.2015	14:00	Běžný účet	mil. EUR	12/2014			-406		-268	
Polsko	13.02.2015	14:00	Obchodní bilance	mil. EUR	12/2014			-293		-96	
Polsko	13.02.2015	14:00	Inflace	%	01/2015			-0.1	-1.2	-0.3	-1
USA	13.02.2015	14:30	Index dovozních cen	%	01/2015			-3.3	-9.3	-2.5	-5.5
USA	13.02.2015	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		02/2015 *P			98.2		98.1	
USA	13.02.2015	19:30	Projev Fishera v San Antoniu	Fed	02/2015						

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná						poslední změna	
		hodnota	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3		
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	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10	-20 bps	7/22/2014
Polsko	2T inter. sazba	2.00	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	-25 bps	10/8/2014

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3
Česko	PRIBOR 3M	0.33	0.34	0.33	0.33	0.32	0.33
Maďarsko	BUBOR 3M	2.10	2.09	2.10	2.10	2.10	2.10
Polsko	WIBOR 3M	1.98	2.28	2.06	2.00	2.00	2.00

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3
Česko	CZ10Y	0.78	1.22	0.88	0.75	0.78	0.93
Maďarsko	HU10Y	2.76	3.92	3.25	3.50	3.50	3.65
Polsko	PL10Y	2.05	2.87	2.23	2.20	2.10	2.20

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3
Česko	EUR/CZK	27.7	27.51	27.73	28.00	27.70	28.10
Maďarsko	EUR/HUF	307	311	316	315	315	318
Polsko	EUR/PLN	4.17	4.18	4.28	4.25	4.22	4.20

HDP

	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3
Česko	2.6	2.5	2.4	1.6	1.4	1.7	2.0
Maďarsko	3.5	3.9	3.2	2.8	2.2	2.0	2.3
Polsko	3.4	3.3	3.3	3.1	2.8	2.9	3.1

Inflace

	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3
Česko	0.2	0.0	0.7	0.1	0.2	0.7	0.6
Maďarsko	0.1	-0.3	-0.5	-0.9	0.6	1.1	1.5
Polsko	0.9	0.3	-0.3	-1.0	-0.5	0.2	0.5

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

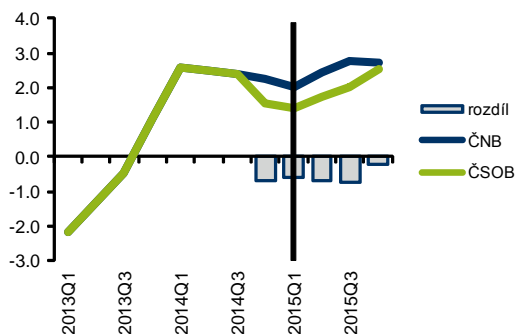
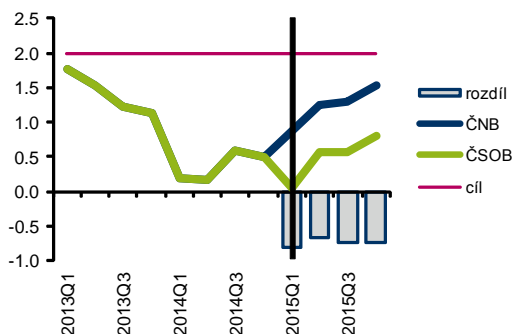
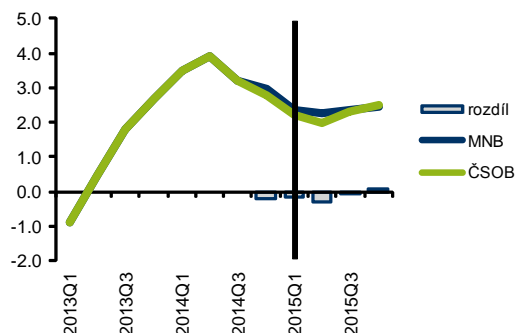
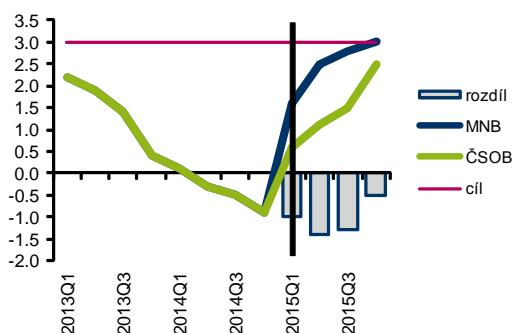
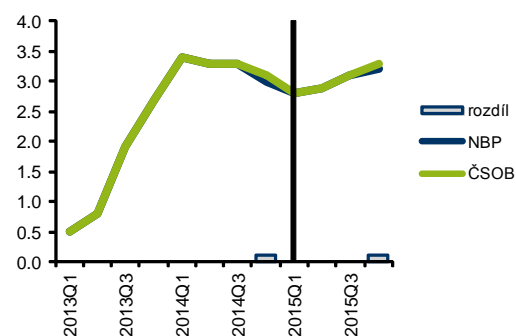
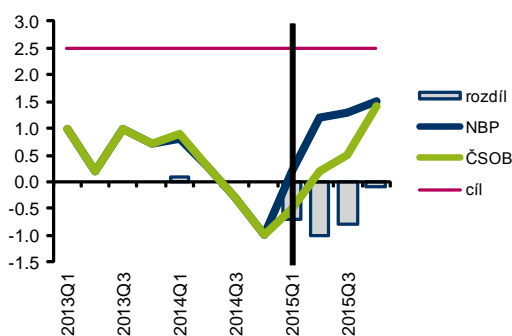
	2014	2015
Česko	0.0	1.8
Maďarsko	2.2	2.5
Polsko	-2.5	-2.5

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

	2014	2015
Česko	-2.0	-2.4
Maďarsko	-3.0	-3.0
Polsko	-3.5	-3.0

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.