



● Česká republika

Inflace opět na ústupu 2

Růst ekonomiky nepolevuje 3

● Výhled na týden

CZ: Dividendy zahýbaly běžným účtem 6

Navzdory rostoucím rezervám ČNB nechce záporné sazby

	Dnes
EUR/CZK	27.10
EUR/HUF	315.3
EUR/PLN	4.21
3M PRIBOR	0.30
3M BUBOR	1.36
3M WIBOR	1.72
10Y CZK	0.81
10Y PLN	2.96
10Y HUF	3.72
3M EURIBOR	-0.04
10Y EMU	0.68

Od zavedení stávajícího kurzového systému v listopadu 2013 ČNB na devizovém trhu nikdo neviděl. S letošním létem, kdy zesílil tlak na posilování koruny, se však po více než půldruhém roce centrální banka na trh vrátila, a rozhodně ne jen symbolicky. Už v červenci intervenovala, aby zabránila koruně prolomit hranici 27 CZK/EUR a nakoupila zhruba 1 mld. EUR do svých rezerv. A její aktivita v srpnu ještě dále narostla, neboť devizové rezervy v eurech jen za poslední měsíc narostly o 3,6 mld. EUR. Ostatně, že se něco významného děje, napovídala čísla o volné likviditě ve finančním sektoru i samotná koruna, která zůstávala až těsně přikována k hranici okolo 27,02 za euro. Neznamená to však automaticky, že vše z necelých 4 mld. eur muselo jít na vrub intervencím, protože ČNB vystupuje i jako banka státu a směřuje mu peníze přicházející z fondů EU. Nebudeme však asi daleko od pravdy, když budeme předpokládat, že více než polovina ze srpnového nárůstu rezerv jde na vrub právě intervencím.

Devizové rezervy v posledním roce prudce narůstají a jejich hodnota odpovídá zhruba 34 % HDP. Jen za posledních dvanáct měsíců se jejich úroveň zvýšila o zhruba 12 mld. EUR a v poměru k HDP se tak dostala na 34 %. Přitom ještě před zavedením kurzového režimu to bylo necelých 22 %. Vedlejším efektem kurzového režimu – podobně jako v případě Švýcarska a Dánska – je tak rychlý růst devizových rezerv. Na rozdíl od Švýcarska jich však zdaleka nemá ČR tolik, aby si už s nimi musela začít dělat velké starosti, a sami představitelé ČNB tuto úroveň rezerv rozhodně nepřeceňují. Prozatím si však hráči na trhu neberou slova ČNB až tak k srdci a dále tlačí korunu k mezní hranici. ČNB má však stále ještě dost prostoru, aby korunu držela ještě minimálně rok v sevření stávajícího režimu i bez hrozby zavedení záporných sazeb.

Česká inflace opět na ústupu

Petr Dufek

Inflace klesá rychleji, než čekal trh.

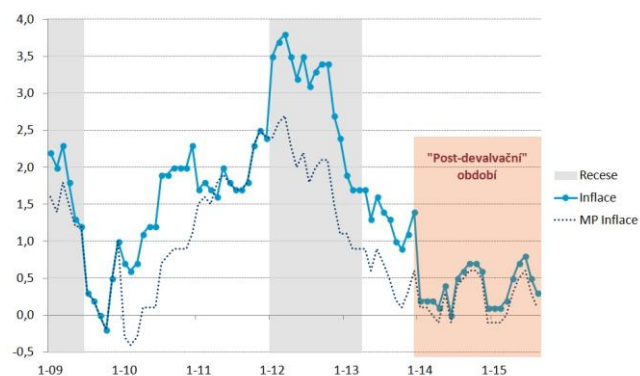
Podle očekávání v české ekonomice znovu začaly mizet inflační tlaky. Meziroční inflace v srpnu poklesla z předchozích 0,5 % na 0,3 % a znovu se tak vzdálila inflační prognóze centrální banky. Jen v srpnu se spotřebitelské ceny snížily meziměsíčně o 0,2 %, a to především díky levnějším potravinám, pohonným hmotám, alkoholu a sezónním výprodejům. Ve srovnání s loňským rokem je sice inflace ještě kladná (zmiňovaných 0,3 %), avšak ceny významné části spotřebitelského koše stále klesají. Nejvíce aktuálně ušetříme díky propadům cen ropy a benzínu na světových trzích za pohonné hmoty. Levnější jsou rovněž potraviny v důsledku klesajících cen zemědělských výrobců ovlivněných mj. vysokou nabídkou mléka v Evropě. Argument stále zlevňující elektroniky včetně mobilů snad není třeba ani dále rozvádět.

Meziroční inflace se vzdaluje cíli i prognóze ČNB.

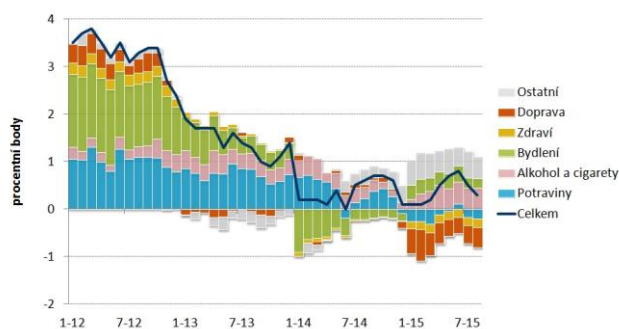
A za co aktuálně platíme více ve srovnání s loňským rokem? Především za dovážené oblečení a obuv, cigarety, trochu více i za dovolené a bydlení. Inflace v české ekonomice v podstatě není a hned tak ani nebude. Předpokládáme, že v nadcházejících měsících se růst cen ještě dále zpomalí a přiblíží se těsně k nule. Nízkou inflaci si do ČR dovážíme navzdory slabé koruně. Dokud se nezačne výrazněji zvyšovat poptávka – respektive mzdy – v Evropě, prostor pro inflaci se hned tak neobjeví. Příliš si nemohou centrální banky slibovat ani od komodit. Jejich nabídka je vysoká a poptávky se příliš nedostává. Díky nízké inflaci se vyvíjí pozitivně i příjmová situace tuzemských domácností, kterým rostou rychleji reálné příjmy, respektive mzdy. Příliš velkého zvýšení cen se nedočkáme ani v příštím roce. Inflace se s největší pravděpodobností ještě nevrátí k cíli ČNB, protože ji v tom budou bránit především nižší ceny energií, potravin i spotřební elektroniky.

Aktuální mezera mezi prognózou centrální banky a skutečností se rozšířila na čtyři desetiny procentního bodu. Vzhledem k tomu, že jde na vrub cenám ropy a benzínu, nepředpokládáme, že by centrální banka musela na tento vývoj dramaticky reagovat. Ostatně sama ČNB argumentuje korigovanou inflací bez pohonných hmot, která setrvala na 1,1 % a rozhodně o deflaci v ekonomice nenapovídá. Jako nejvíce pravděpodobné se proto v tuto chvíli jeví ponechání měnové politiky beze změny – a to i navzdory tlaku na devizovém trhu (viz úvodník). Proto jestli něco zůstává opravdu nejisté, tak je to načasování exitu ze současného kurzového systému a zda avizovaná druhá polovina příštího roku není přece jen příliš brzkým termínem.

CZ: Vývoj meziroční inflace



Struktura meziroční inflace v ČR (vliv jednotlivých složek koše)



Růst české ekonomiky nepolevuje

Petr Dufek

Boom průmyslu neztrácí na síle, zakázky však tentokrát příliš nepřesvědčily.

I v červenci se největšímu tuzemskému odvětví – průmyslu – velmi dobře dařilo. Výroba se zvýšila oproti červnu o 1,2 % a meziročně o 4,6 %. Po očištění o vliv nižšího počtu pracovních dnů statistický úřad dokonce uvádí nárůst o 7,2 %. Překvapením rozhodně není, že za pozitivními čísly z průmyslu stojí především výroba automobilů. Ta v červenci vzrostla o devět procent. A pozadu nezůstaly ani další úspěšné obory, jako je výroba plastů a kovových výrobků.

Průmysl vstoupil do třetího čtvrtletí ve výborné kondici a bude tak i nadále hlavním motorem české ekonomiky. Potvrzují to ostatně už čísla o zaměstnanosti nebo o zakázkách. Průmysl se stal jedním z hlavních odvětví, které se podílejí na snižování nezaměstnanosti v ČR a současně tak i na zlepšování finanční situace domácností, neboť průmyslové podniky začínají ochotněji navyšovat mzdy, i když inflace je k tomu rozhodně nenutí. Nové zakázky rovněž vyznívají příznivě, i když o prudkém růstu v tomto případě tentokrát nemůže být příliš řeč. Navýšení o 2,2 % je téměř zanedbatelné – ve srovnání s tím, na co jsme zvyklí – a zvláště zajímavý je propad nových zakázek z tuzemska. Vzhledem k tomu, že zásadní vliv zde má pokles zakázek ve výrobě ostatních vozidel (např. pro hromadnou dopravu apod.), které jsou velmi volatilní a v předchozích měsících byly velmi silné, nemá smysl příliš toto číslo přeceňovat. Kondice průmyslu zůstává velmi příznivá nejen z pohledu rostoucí výroby, ale i z pohledu vývoje finančního hospodaření firem. Předpokládáme, že růst ziskovosti a s ním spojená ochota investovat pokračuje i v letošním roce, a pozice průmyslu v ekonomice dále posiluje. ČR je už nyní nejprůmyslovější zemí EU a to ještě průmysl rozhodně neřekl svoje poslední slovo.

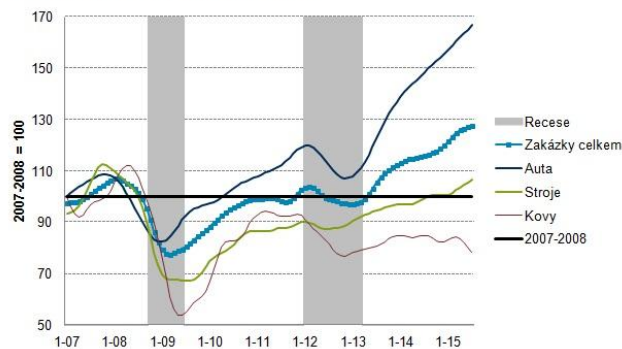
Rekonstrukce infrastruktury žene stavebnictví prudce nahoru.

Průmysl není zdaleka jediným, kdo se může pochlubit rychle rostoucí produkcí. Výborných výsledků dosáhlo v červenci i tuzemské stavebnictví, jehož výroba se meziročně zvýšila o 12,3 % (po očištění o vliv rozdílného počtu pracovních dnů dokonce o 14 %). Vysoká růstová čísla ze stavebnictví nepřekvapují, stejně jako nepřekvapuje jejich původce. Je to totiž inženýrské stavitelství, a tedy především výstavba a opravy infrastruktury, kdo stojí za boomem celého odvětví. Ostatně při cestách napříč ČR si nelze nevšimnout rekordní stavební aktivity v oblasti dopravy. Z pohledu vývoje zakázek je vidět, že právě nyní dochází ke kulminaci prací v oblasti infrastruktury, za níž stojí především snaha o dočerpání peněz z fondů EU. I pro další měsíce předpokládáme pokračování silného růstu stavebnictví. Na druhé straně však naše pozornost zamíří k novým zakázkám určujícím trend tohoto odvětví v horizontu jednoho až dvou let. Prozatím se ukazuje, že další roky už budou z pohledu růstu o něco slabší, i když i nadále pro stavebnictví velmi příznivé.

Trend hlavních odvětví české ekonomiky

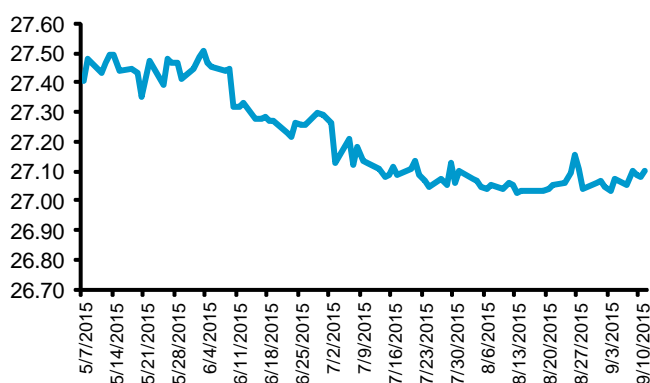


Trend nových zakázek v průmyslu

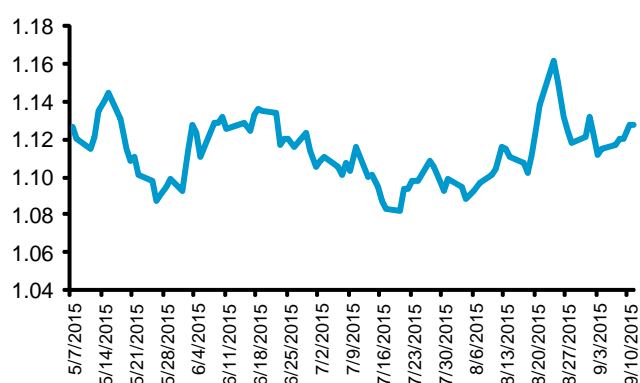


Přehled trhů

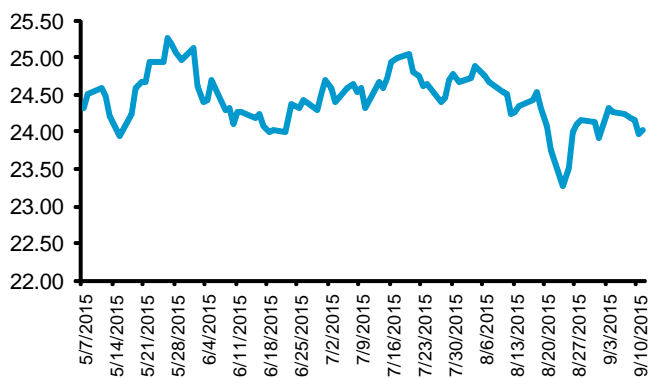
EURCZK



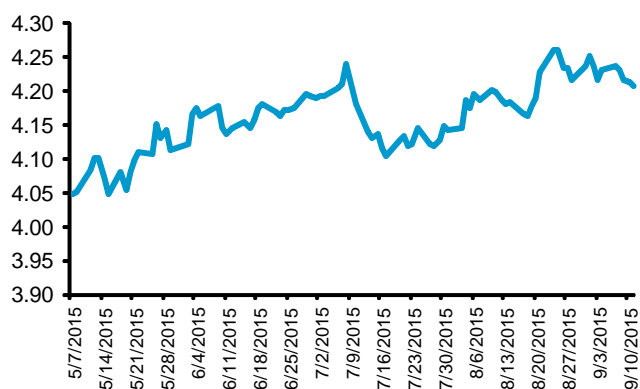
EURUSD



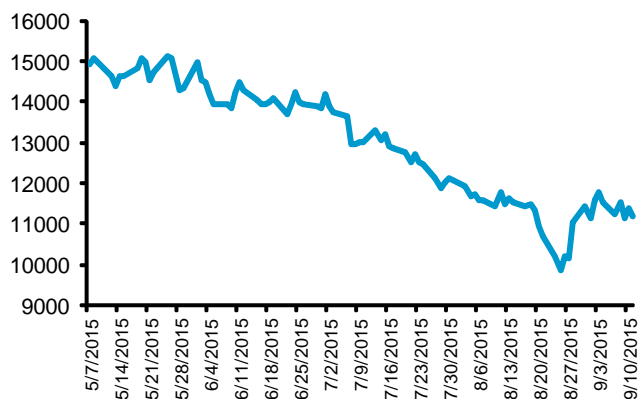
USDCZK



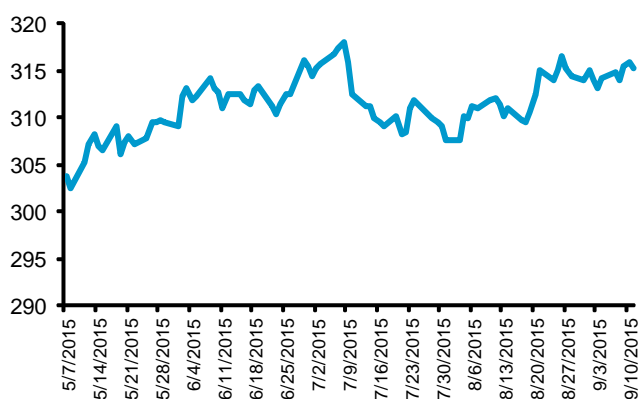
EURPLN



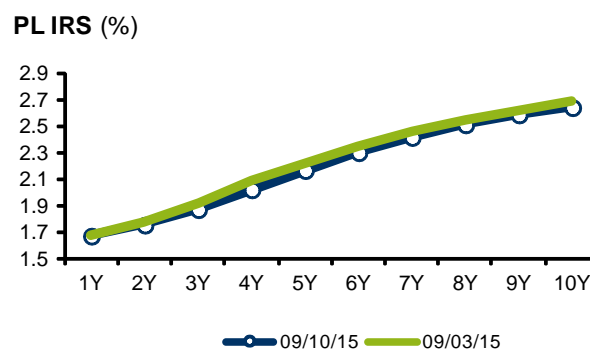
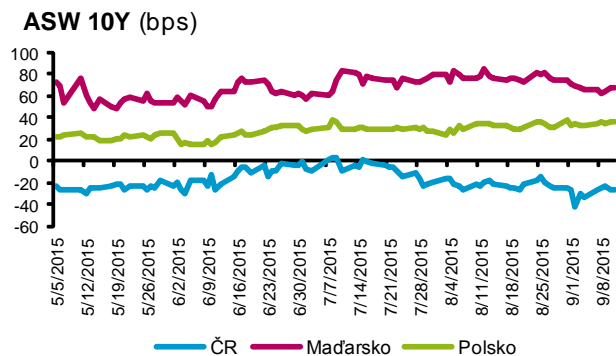
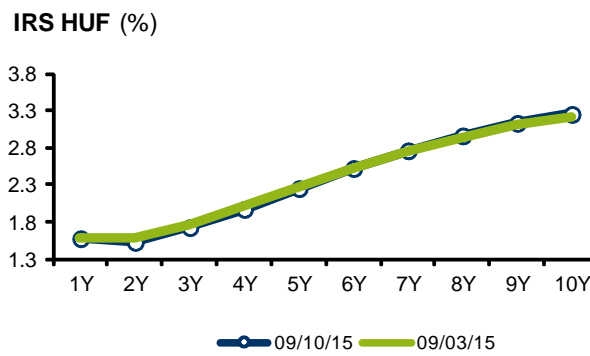
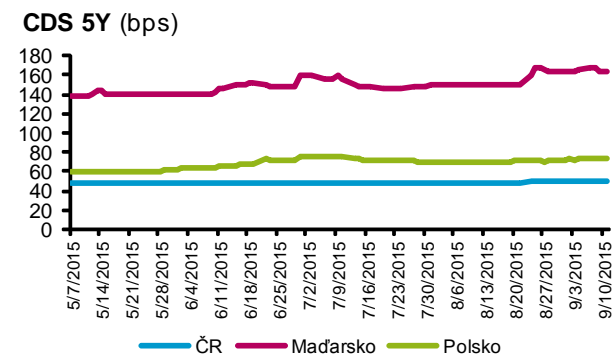
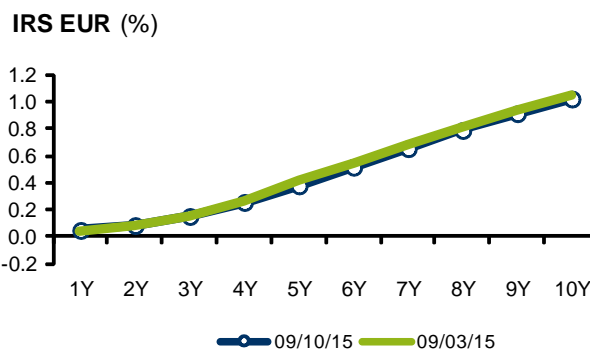
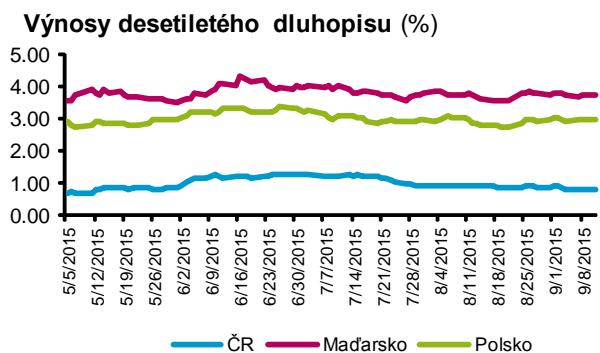
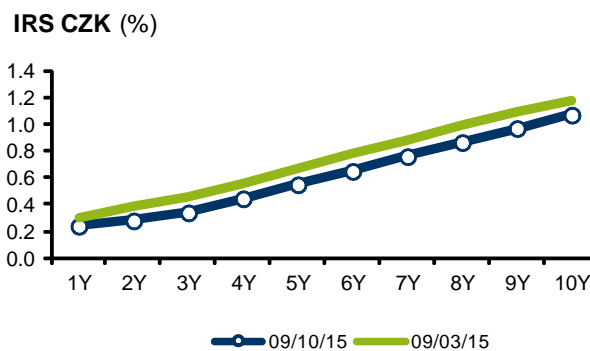
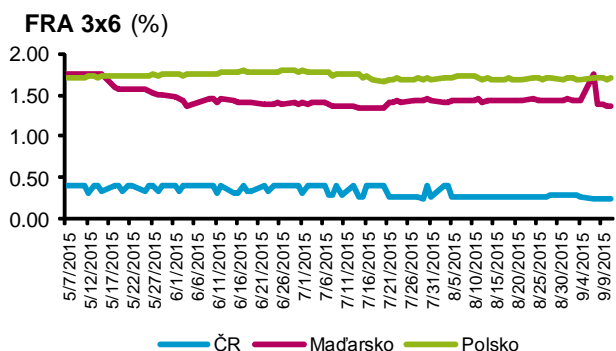
DIESEL (CZK/t)



EURHUF



Zdroj: Thomson Reuters



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

PO 10:00, CZ Běžný účet (mld. CZK)

	VII.15	VI.15	VII.14
Běžný účet	-10,0	13,3	-5,5
kumul. od ledna	111,8	121,9	48,9
Obchodní bilance	12,3	23,0	17,8
kumul. od ledna	164,4	152,0	163,5

CZ: Dividendy zahýbaly běžným účtem

Mírně očekávané mínus na běžném účtu platební bilance není předzvěstí dramatického obratu, ale spíše bylo jen výsledkem vlivu dividendové sezóny. V letošních výsledcích běžného účtu zatím příliš mnoho dividend vidět není, avšak letní měsíce nejspíše odliv zisků firem pod zahraniční kontrolou přinesly. Na druhou stranu však sílí příliv peněz z EU do ČR, který běžnému účtu výrazně pomáhá nahoru. Za celý letošní rok stále předpokládáme kladné saldo tohoto účtu na úrovni cca 2 % HDP.

ÚT 14:00, PL Inflace (% y/y)

	VIII.15	VII.15	VIII.14
Inflace	-0.7	-0.7	-0.3
Potraviny (bez alk.)	-1.3	-1.7	-2.1
Doprava (vč. pohonných hmot)	-7.5	-7.0	-1.5

PL: Levný benzín drží inflaci na -0,7 %

Míra inflace v Polsku podle našich odhadů zůstala v srpnu na -0,7 %. Meziměsíčně podle nás ceny klesaly o 0,4 %. Hlavním důvodem meziměsíčního poklesu jsou sezónně zlevňující oblečení a zejména pak nižší ceny potravin a pohonných hmot. Pokud se náš odhad potvrdí, tak se polská ekonomika ke kladnému růstu cen může vrátit až v samotném závěru letošního roku.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	07.09.2015	8:00	Průmyslová výroba	%	07/2015					-1.4	0.6
ČR	07.09.2015	9:00	Stavební výroba	%	07/2015						7.8
ČR	07.09.2015	9:00	Obchodní bilance (národní)	mld. CZK	07/2015	11.4		12.5		17.8	
ČR	07.09.2015	9:00	Průmyslová výroba	%	07/2015		1		2.8		8.1
Maďarsko	07.09.2015	16:00	Rozpočtové saldo	mld. HUF	08/2015						-894.1
Německo	08.09.2015	8:00	Obchodní bilance	mld. EUR	07/2015					24	
Německo	08.09.2015	8:00	Běžný účet	mld. EUR	07/2015					24.4	
Francie	08.09.2015	8:45	Obchodní bilance	mld. EUR	07/2015					-2.7	
ČR	08.09.2015	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	08/2015	6.2		6.3		6.3	
Maďarsko	08.09.2015	9:00	Průmyslová výroba	%	07/2015					1.1	6
Maďarsko	08.09.2015	9:00	Inflace	%	08/2015			-0.2	0.4	0	0.4
EMU	08.09.2015	11:00	HDP	%	2Q/2015 *P			0.3	1.2	0.3	1.2
USA	08.09.2015	19:00	3letá aukce	mld. USD	09/2015						
ČR	09.09.2015	9:00	Inflace	%	08/2015	-0.3	0.3	-0.2	0.4	-0.1	0.5
Maďarsko	09.09.2015	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	07/2015 *P						
ČR	09.09.2015	12:00	Aukce st. dluhopisu VAR %, 2014-2020	mld. CZK	09/2015						
ČR	09.09.2015	12:00	Aukce st. dluhopisu 2,40 %, 2014-2025	mld. CZK	09/2015						
ČR	09.09.2015	12:00	Aukce st. dluhopisu 0,00 %, 2015-2017	mld. CZK	09/2015						
USA	09.09.2015	19:00	10letá aukce	mld. USD	09/2015						
Francie	10.09.2015	8:45	Průmyslová výroba	%	07/2015					-0.1	0.6
USA	10.09.2015	14:30	Index dovozních cen	%	08/2015			-1.7		-0.9	-10.4
USA	10.09.2015	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	09/2015						
USA	10.09.2015	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	08/2015						
USA	10.09.2015	19:00	30letá aukce	mld. USD	09/2015						
Německo	11.09.2015	8:00	Inflace	%	08/2015 *F					0	0.2
Německo	11.09.2015	8:00	Harmonizovaná inflace	%	08/2015 *F					0	0.1
USA	11.09.2015	14:30	Výrobní ceny	%	08/2015			-0.1		0.2	-0.8
USA	11.09.2015	14:30	Jádrový index cen v průmyslu	%	08/2015			0.1		0.3	0.6
USA	11.09.2015	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		09/2015 *P			91.8		91.9	
USA	11.09.2015	20:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	08/2015			-84.1			
ČR	14.09.2015	10:00	Běžný účet	mld. CZK	07/2015	-4		0		13.26	
EMU	14.09.2015	11:00	Průmyslová výroba	%	07/2015					-0.4	1.2
Polsko	14.09.2015	14:00	Peněžní zásoba M3	%	08/2015					0.9	8.6
Polsko	14.09.2015	14:00	Běžný účet	mil. EUR	07/2015					-849	
Polsko	14.09.2015	14:00	Obchodní bilance	mil. EUR	07/2015					56	
Francie	15.09.2015	8:45	Harmonizovaná inflace	%	08/2015					-0.5	0.2
Francie	15.09.2015	8:45	Inflace	%	08/2015					-0.4	0.2
EMU	15.09.2015	11:00	Obchodní bilance	mil. EUR	07/2015					26.4	
Německo	15.09.2015	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)		09/2015					65.7	
Německo	15.09.2015	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)		09/2015					25	
Polsko	15.09.2015	14:00	Inflace	%	08/2015					-0.1	-0.7
USA	15.09.2015	14:30	Maloobchodní tržby	%	08/2015					0.6	
USA	15.09.2015	14:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	08/2015					0.4	
USA	15.09.2015	14:30	Podnikatelská nálada ve státě N.Y.		09/2015					-14.92	
Polsko	15.09.2015	15:00	Rozpočtové saldo	mil. PLN	08/2015						-26592

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	1.35	1.95	1.50	1.70	2.00	2.25	-15 bps	7/21/2015
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	0.00	0.30	0.29	0.30	0.30	0.30
Maďarsko	BUBOR 3M	1.36	1.89	1.41	1.70	2.10	2.40
Polsko	WIBOR 3M	1.72	1.65	1.72	1.60	1.65	1.67

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	CZ10Y	1.08	0.64	1.30	1.25	1.30	1.40
Maďarsko	HU10Y	3.20	2.71	3.45	3.40	3.60	3.80
Polsko	PL10Y	2.63	2.12	3.01	2.45	2.40	2.80

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	EUR/CZK	27.1	27.57	27.35	27.10	27.05	27.00
Maďarsko	EUR/HUF	315	300	315	317	315	310
Polsko	EUR/PLN	4.21	4.07	4.19	4.20	4.15	4.10

HDP (meziročně, %)

	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	2.4	1.3	4.0	4.4	4.1	3.9	2.2
Maďarsko	3.2	3.4	3.5	2.7	2.7	2.8	2.2
Polsko	3.3	3.1	3.6	3.3	3.7	3.8	3.8

Inflace (meziročně, %, konec období)

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

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

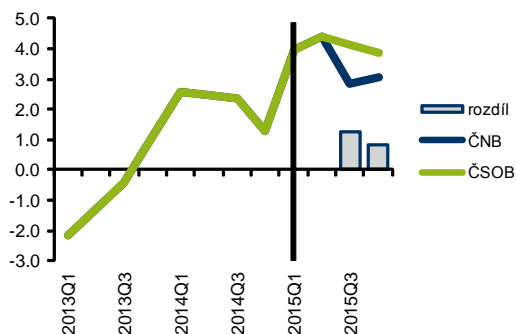
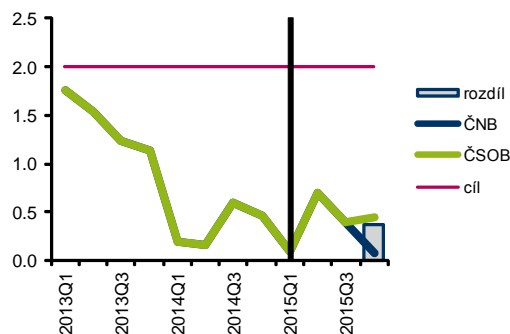
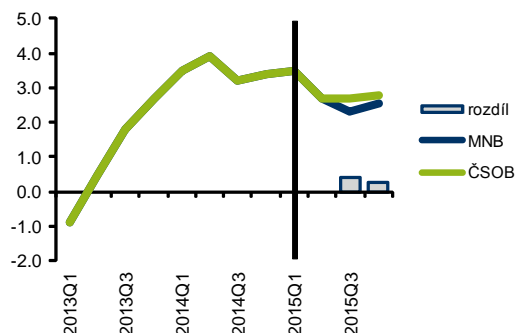
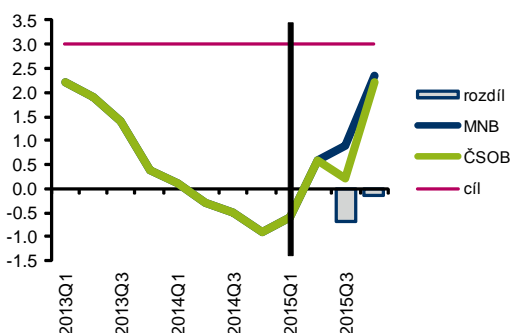
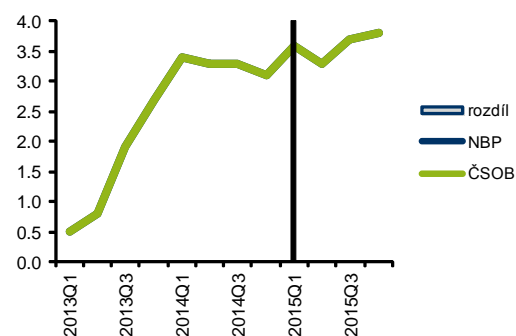
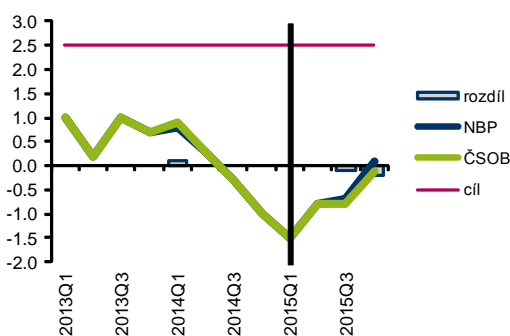
	2015	2016
Česko	1.7	1.7
Maďarsko	4.0	3.8
Polsko	-1.2	-2.0

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

	2015	2016
Česko	-1.6	-1.3
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.