



- **Česká republika**
ČNB posunuje kurzový závazek do roku 2017 2
- **Eurozóna**
Tržby obchodníků rostou v téměř celé EU 3
- **Výhled na týden**
Týden ve znamení HDP 6

Regionální hity týdne: výsledky HDP a lednová inflace

	Dnes
EUR/CZK	27.07
EUR/HUF	310.0
EUR/PLN	4.41
3M PRIBOR	0.29
3M BUBOR	1.35
3M WIBOR	1.69
10Y CZK	0.55
10Y PLN	3.13
10Y HUF	3.52
3M EURIBOR	-0.17
10Y EMU	0.30

Na pozadí důležitého dění v zahraničí, které bude lemované vystoupením šéfky Fedu Yellenové v Kongresu a výsledky HDP v eurozóně, budou v nadcházejícím týdnu zveřejněna důležitá makroekonomická čísla ve všech středoevropských zemích. Vedle lednové inflace to budou také údaje o hospodářském růstu v Maďarsku a Polsku.

Co se týká inflace tak ta by v meziročním srovnání měla vykazat další růst, ačkoliv nebude zdaleka tak viditelný jak se ještě nedávno čekalo. Příznivý bazický index bude tlumen opětovným propadem cen pohonných hmot, což konec konců ukázala již čísla z eurozóny. Pokud jde konkrétně o polskou inflaci, tak bude zajímavé, zda se v přetrvávající deflaci projeví slabší kurz zlotého (ten v průběhu ledna ztratil vůči euru 2,5 %).

Pokud jde o polský a maďarský růst, ten by měl zůstat relativně vysoký. V případech obou zemí by k růstu měla notně přispět soukromá spotřeba, což bylo vidět i v silných maloobchodních tržbách. Celkově za celý rok by jak maďarský tak polský růst by měl viditelně převýšit růst eurozóny i Německa a oživit tak příběh reálné konvergence středoevropských ekonomik. K tomu dodejme, že ještě lépe by v tomto ohledu měla vyniknout české ekonomika, která bude reportovat výsledky HDP za 4. kvartál a za celý rok 2015 až 16. února.

ČNB posunuje kurzový závazek do roku 2017

Petr Dufek

Úrokové sazby centrální banky zůstávají na stávající úrovni, kurzový závazek (27 CZK/EUR) zůstává v platnosti. Exit se však posouvá do první poloviny roku 2017.

ČNB zároveň citelně snižuje prognózu inflace pro letošní rok a mírně i pro rok 2017.

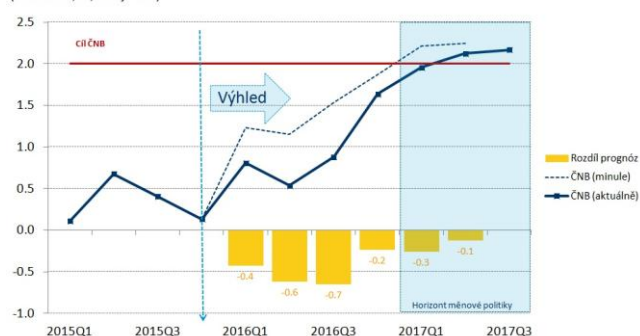
S ohledem na rozšíření úrokového diferenciálu vůči eurozóně a na vývoj na domácích finančních trzích ČNB vážně diskutuje o zavedení záporných úrokových sazeb.

Nejnovější prognóza, kterou měla na únorovém zasedání na stole bankovní rada, předpokládá stabilitu úrokových sazeb na stávající úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016. Ve svém prohlášení však bankovní rada dala jasně najevo posunutí kurzového závazku do první poloviny roku 2017. Tedy rozhodně ne dříve než v roce 2017, jak se praví v prohlášení. Pro úplnost je třeba dodat, že ani po případném exitu ČNB nepředpokládá žádný dramatický vývoj na forexovém trhu, neboť očekává, že po exitu bude posilování koruny tlumeno vlivem kurzového zajištění exportérů v době stávajícího režimu a uzavíráním otevřených pozic zahraničních investorů a samozřejmě i intervencemi.

Nejnovější prognóza (viz graf a tabulka) předpokládá návrat inflace k cíli až na začátku roku 2017 a ani poté se od něj nijak výrazně neodchýlí. Podobně jako ostatní instituce i ČNB předpokládá zpomalení ekonomického růstu ČR v letošním roce v důsledku utlumené investiční aktivity. A zapomenout nelze ani na předpoklad silného zrychlení mezd (+4,7 %) jako jednoho z inflačních faktorů, na který centrální banka rovněž pro letošní a pro příští rok velmi spoléhá.

Pokud jde o zavedení záporných úrokových sazeb, tak je nadále považuje za méně pravděpodobné vzhledem k jejich faktické existenci na korunovém trhu. K tomuto kroku by ČNB mohla přistoupit, pokud by ECB ještě výrazněji – nikoliv kosmeticky – srazila svoji aktuální depozitní sazbu. Diskuse o záporných sazbách vyplývají z faktu, že ČNB musí čelit masivnímu přílivu likvidity do finančního sektoru. Od začátku roku je v systému o více než 100 mld. korun více a přebytečná likvidita již atakovala hranici 1100 mld. korun. Pať kurzového závazku tak může mít ještě velmi zajímavé úrokové konsekvence, zvláště pokud se nezklidní přetlak na forexovém trhu a ECB nebude dále dychtivě uvolňovat svoji politiku. Otázkou je, zda po případném zavedení záporných sazeb nevznikne past další, když centrální banka zjistí, že třeba -0,2 % nemusí mít téměř žádný vliv na kurz koruny. V situaci diskusí nad zápornými sazbami je pak o to víc zajímavý výhled tržních úrokových sazeb z dílny centrální banky. ČNB nadále předpokládá, že už během první poloviny roku 2017 – tedy v době pravděpodobného exitu – současně dojde i k rychlému zvyšování úrokových sazeb na českém trhu. Uvolnit korunu a současně zvyšovat úrokové sazby jsou i nadále z našeho pohledu dva neslučitelné kroky. Zvláště, pokud už nyní ČNB zdůrazňuje existenci úrokového diferenciálu.

Výhled inflace
(meziročně, %, zdroj: ČNB)



Prognóza ČNB		2-16	11-15	Změna
HDP	2016	2.7	2.8	↓
(meziročně, %)	2017	3.0	2.9	↑
Inflace	2016Q4	1.6	1.9	↓
(meziročně, %)	2017Q2	2.1	2.2	↓
Měnově politická inflace	2016Q4	1.4	1.6	↓
(meziročně, %)	2017Q2	2.0	2.2	↓
PRIBOR 3M	2016Q4	0.3	0.3	↔
(%)	2017Q2	1.0	1.2	↓

Vnější předpoklady prognózy		2-16	11-15	Změna
HDP eurozóny	2016	2.1	2.1	↔
(meziročně, %)	2017	2.0	2.0	↔
Inflace	2016	1.1	1.3	↓
(meziročně, %)	2017	1.8	1.8	↔
3M EURIBOR	2016	-0.2	-0.1	↓
(%)	2017	-0.2	0.0	↓
BRENT	2016	35.9	54.5	↓
USD/barel	2017	42.8	58.7	↓

Zdroj: ČNB

Tržby obchodníků rostou v téměř celé EU

Petr Dufek

Nejlepší rok pro český maloobchod v historii.

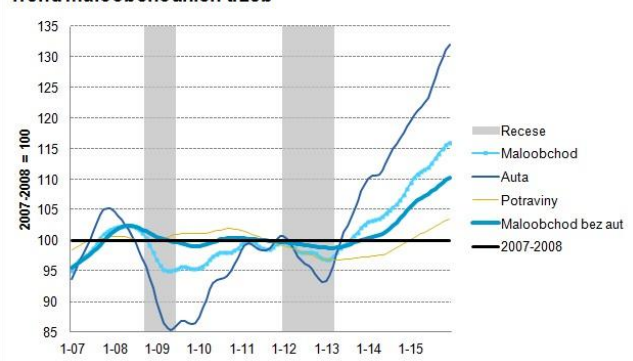
Prosincová čísla z tuzemského maloobchodu rozhodně nezarmoutila – ani nepřekvapila – a tržby tuzemských obchodníků se v podstatě podle očekávání zvýšily. Oproti listopadu o 0,6 %, což v meziročním srovnání znamenalo po zohlednění vlivu rozdílného počtu pracovních dnů nárůst o 5,5 %. Nejde však jenom o samotný růst tržeb ale i o jejich rekordní hodnotu. Už podzimní měsíce naznačovaly, že se blížíme k rekordnímu finiši a dnes zveřejněná čísla statistického úřadu to jen potvrzují. Můžeme mluvit o rekordních Vánocích pro velkou část tuzemského maloobchodu, zvláště pak pro internetové obchody, prodejce elektroniky, vybavení domácností atp. Za celý loňský rok se maloobchodní tržby reálně zvýšily o necelých šest procent a dosáhly tak nové historické úrovně.

Ani rekordní poptávka spotřebitelů zatím ještě nevybudila tolik očekávanou inflaci. Navzdory silnému spotřebitelskému apetitu tak prodejci stále drží ceny více méně na uzdě, a to především díky silné konkurenci mezi obchodníky a nakonec i mezi výrobci. Zapomenout nelze ani na rostoucí tlak na nákladové straně výrobců, kteří díky „inovacím“ a levným komoditám dokážou držet i svoje výrobní ceny při zdi. Jak už naznačuje vysoká spotřebitelská důvěra nebo pozitivní výhledy české ekonomiky, růstu se tuzemský maloobchod dočká i v letošním roce. Předpokládáme, že se letos maloobchod dostane někam přibližně k 4 %, což bude znamenat z hlediska objemu další posunutí rekordu nahoru.

Spotřeba nabrala na síle i v EU.

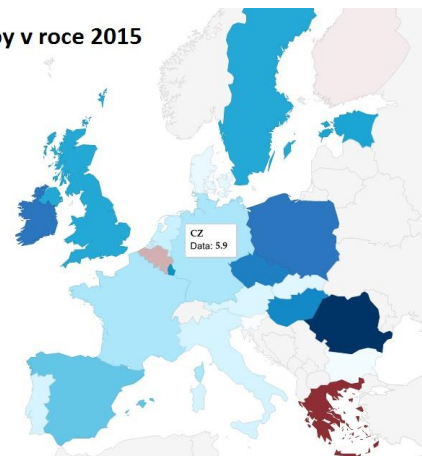
Maloobchodní tržby si v evropských zemích v závěru roku mírně polepšily. V celé unii vzrostly oproti listopadu o jednu desetinu, v eurozóně dokonce o tři. Meziroční růst tržeb v obchodech celkově až tak impozantní není, navíc zpomaluje a je i nadále silnější v zemích bez eura (EU28 +2 % vs. EU19 +1,4 %). Příkladem může být Rumunsko, Polsko, Velká Británie a nakonec i ČR. Za celý loňský rok maloobchodní tržby v EU vzrostly o 3 %, v zemích platících eurem o 2,4 %. Rekordní růst (na své poměry) přitom zaznamenalo Německo. Nových maxim dosáhly obchody ve Velké Británii, ČR a v Polsku. Návrat spotřebitelů do obchodů může hlásit Španělsko, Itálie a nakonec i Portugalsko. Svůj historický rekord v nakupování dosáhlo i Irsko, kde mezi spotřebiteli odezněly poslední dozvuky minulé krize.

Trend maloobchodních tržeb



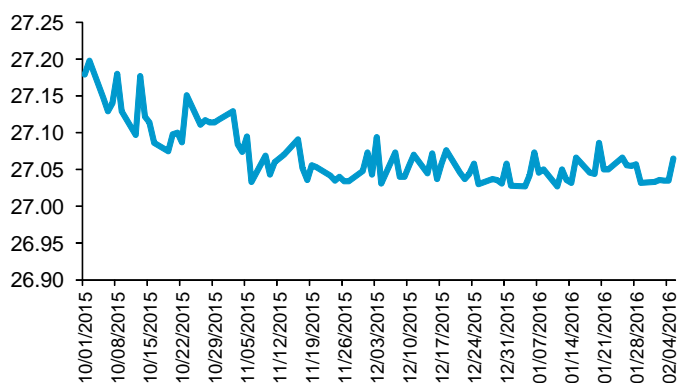
Maloobchodní tržby v roce 2015

(roční růst, %; Zdroj: Eurostat)

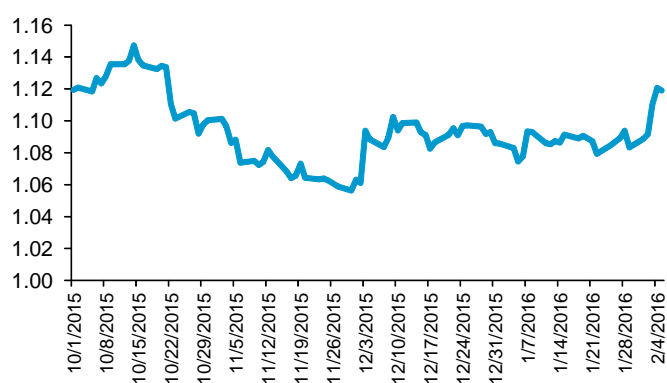


Přehled trhů

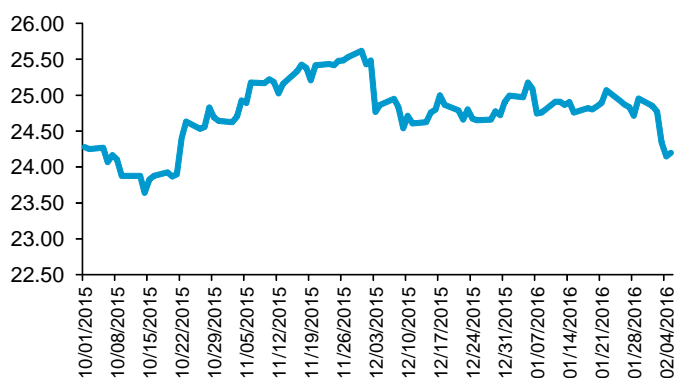
EURCZK



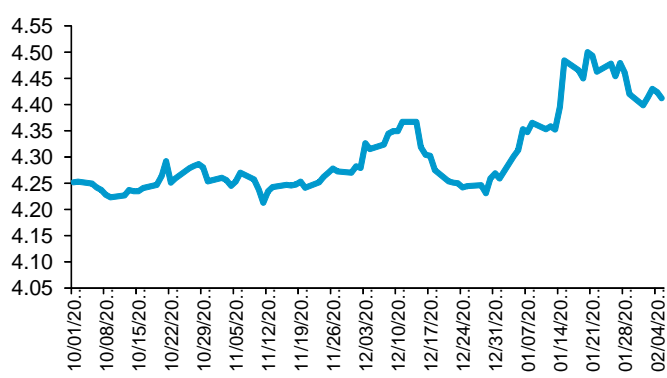
EURUSD



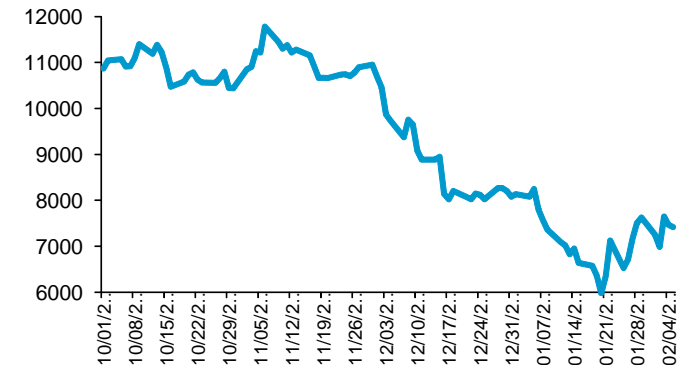
USDCZK



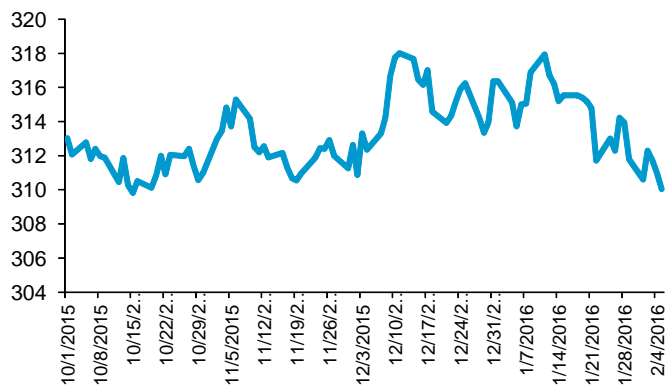
EURPLN



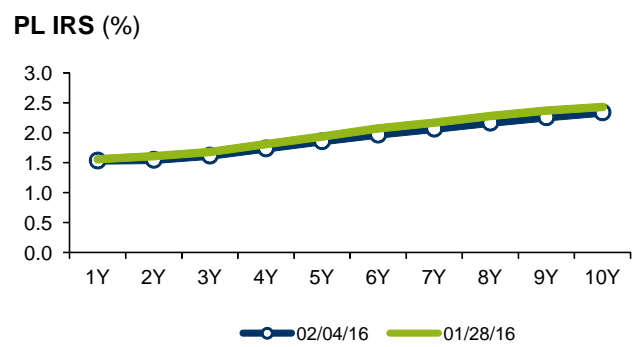
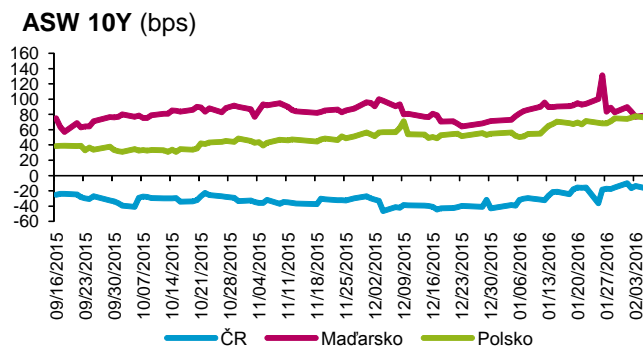
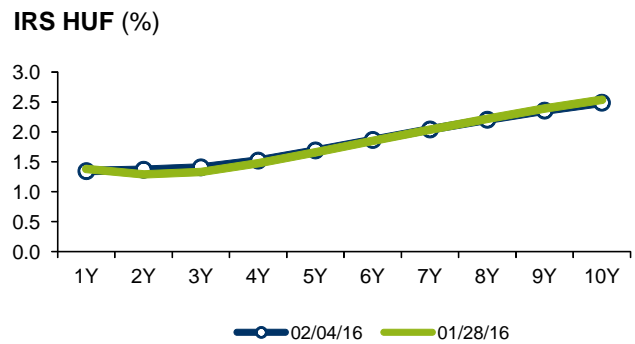
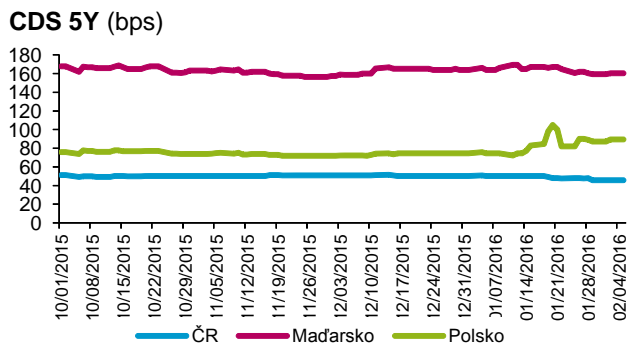
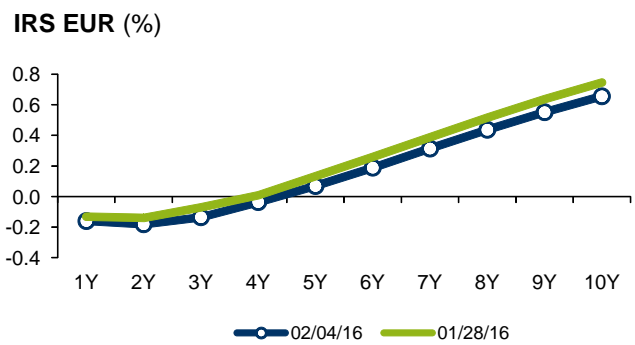
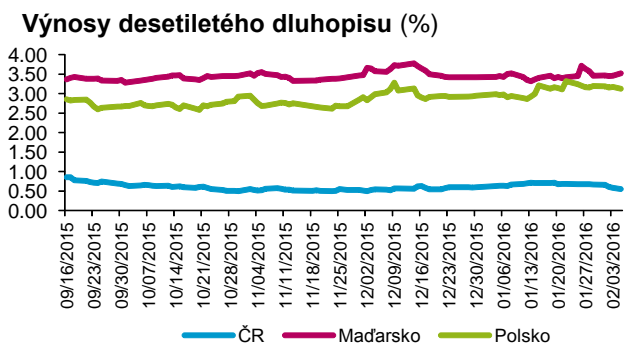
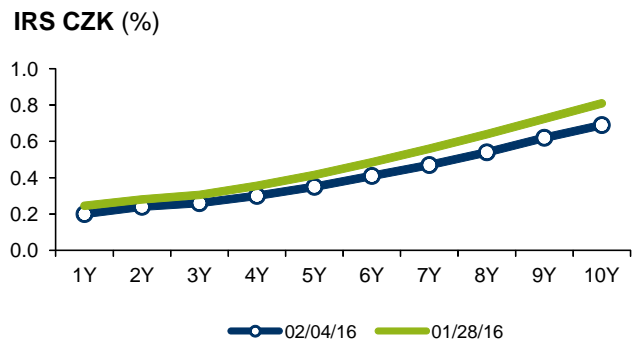
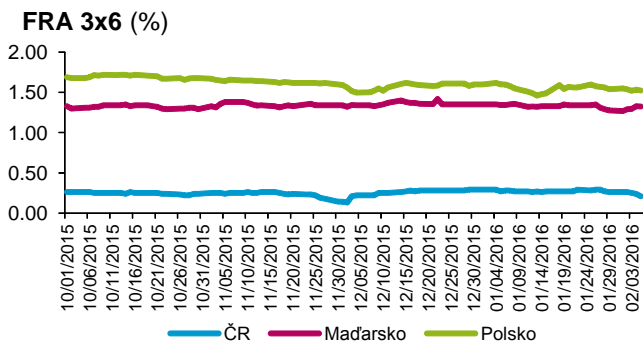
DIESEL (CZK/t)



EURHUF



Zdroj: Thomson Reuters



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

PO 9:00, CZ Průmyslová výroba (% , y/y)

	XII.15	XI.15	XII.14
Měsíčně	4,4	5,7	7,8
kumul. od ledna	4,7	4,7	5,0

PÁ 9:00, CZ Inlace (%)

	I.16	XII.15	I.15
Inlace m/m	0,6	-0,1	0,1
Inlace y/y	0,6	0,1	0,1
Měnově politická inlace y/y	0,3	0,0	-0,1

PÁ 9:00, HU HDP (%)

	Q4-15	Q3-15	Q4-14
HDP (y/y)	3,0	2,4	3,3

PÁ 10:00, PL HDP (% , y/y)

	Q4-15	Q3-15	Q4-14
HDP	3,8	3,4	3,3

PÁ 14:00, PL Inlace (% , y/y)

	I.16	XII.15	I.15
Inlace	-0,4	-0,5	-1,4
Potraviny (bez alk.)	-0,2	-0,1	-3,9
Doprava (vč. pohonných hmot)	-3,9	-6,8	-10,2

CZ: Auta stále táhnou průmysl vzhůru

Průmyslu se v loňském roce obzvláště dařilo a nejinak tomu bylo nejspíše i v posledním měsíci loňského roku. Prosinec měl o jeden pracovní den navíc, takže meziroční výsledek se může pohybovat hravě nad čtyřmi procenty. Nahoru jej táhl zpracovatelský průmysl – zvláště pak výroba automobilů, naopak dolů jej srážel těžební průmysl a energetika. Solidní výsledek rovněž očekáváme od zakázek, zejména těch zahraničních, které rovněž s největší pravděpodobností šly ve prospěch automobilového průmyslu. Celkově se dá říct, že výkon tuzemského průmyslu dosáhl v roce 2015 nového rekordu, který překonal i dosud výjimečný výsledek roku 2007.

CZ: Inlace se vzpamatovává

Po několika měsících v blízkosti nuly by se inlace mohla konečně lehce zmátožit. Napomoci by ji mělo zejména zvýšení cen potravin v úvodu, růst některých nákladů spojených s bydlením a nepochybně i sezónní zvýšení cen rekreací. Brzdou inflačního vývoje budou – stejně jako tomu bylo už v závěru loňského roku – ceny pohonných hmot. Meziměsíční stejně jako meziroční inlace by podle našeho názoru mohla dosáhnout cca 0,6 %, což je jen jednu desetinu procentního bodu pod prognózou ČNB. Kromě zmíněných faktorů, které popisují meziměsíční pohyb cen, pro letošek počítáme s efektem nízkého srovnávacího základu. Ani tak však nepředpokládáme, že by inlace – ať už celková nebo měnově politická či dokonce tzv. jádrová – dosáhla dvouprocentního cíle ČNB.

HU: Růst HDP tažen spotřebou i exportem

Silná soukromá spotřeba, ale i příznivý vývoj čistých exportů by měly udržet růst maďarské ekonomiky nad 3 %.

PL: Ekonomika na konci roku mírně zrychlila

Polské HDP v posledním čtvrtletí loňského roku rostlo podle našich odhadů o 3,8 % meziročně. Struktura sice bude zveřejněna až na konci února, ale hlavním tahounem růstu podle nás opět byla spotřeba domácností. Na tu se přitom bude polská ekonomika spoléhat i v letošním roce, kdy by růst oproti loňským 3,6 % mohl podle nás dokonce mírně zrychlit.

PL: Levná ropa znamená delší období deflace

Meziroční míra inlace v Polsku podle našich odhadů v lednu mírně vzrostla na -0,4 %. Hlavním důvodem přetrvávající deflace zůstávají zejména ceny pohonných hmot, a to i na meziměsíční bázi, kdy zastínilo oslabení zlotého. Relativně rychlý meziroční pokles cen v lednu znamená, že deflační období se v Polsku pravděpodobně protáhne až za polovinu letošního roku. Dodejme, že finální čísla za leden budou zveřejněna až příští měsíc, neboť dojde k tradiční revizi vah položek ve spotřebním koši.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	08.02.2016	9:00	Stavební výroba	%	12/2015		5				1.5
ČR	08.02.2016	9:00	Obchodní bilance (národní)	mld. CZK	12/2015	0		-3.5		14.3	
ČR	08.02.2016	9:00	Průmyslová výroba	%	12/2015		4.4		5.9		5.7
ČR	08.02.2016	9:00	Míra nezaměstnanosti 15-64	%	01/2016	6.4		6.5		6.2	
Maďarsko	08.02.2016	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	12/2015 *P			340			
Maďarsko	08.02.2016	16:00	Rozpočtové saldo	mld. HUF	01/2016						-1218.6
Polsko	09.02.2016	0:00	Kvartální zisk Bank Pekao	PLN	4Q/2015						
Německo	09.02.2016	8:00	Průmyslová výroba	%	12/2015			0.5	-0.5	-0.3	0.1
Německo	09.02.2016	8:00	Obchodní bilance	mld. EUR	12/2015			20		20.6	
Německo	09.02.2016	8:00	Běžný účet	mld. EUR	12/2015					24.7	
USA	09.02.2016	19:00	3letá aukce	mld. USD	02/2016			24			
Francie	10.02.2016	8:45	Průmyslová výroba	%	12/2015			0.4		-0.9	2.8
ČR	10.02.2016	12:00	Aukce st. dluhopisu 0,00 %, 2016-2018	mld. CZK	02/2016						
ČR	10.02.2016	12:00	Aukce st. dluhopisu 0,95 %, 2015-2030	mld. CZK	02/2016						
USA	10.02.2016	16:00	Projev Yellenové v Kongresu	Fed	02/2016						
USA	10.02.2016	19:00	10letá aukce	mld. USD	02/2016			23			
USA	10.02.2016	19:30	Projev Williamse v Los Angeles	Fed	02/2016						
USA	10.02.2016	20:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	01/2016			10.1			
ČR	11.02.2016	0:00	Kvartální zisk Komerční banka	CZK	4Q/2015						
Maďarsko	11.02.2016	9:00	Inflace	%	01/2016			0.1	1.2	-0.3	0.9
USA	11.02.2016	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	02/2016					285	
USA	11.02.2016	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	01/2016					2255	
USA	11.02.2016	16:00	Projev Yellenové v Kongresu	Fed	02/2016						
USA	11.02.2016	19:00	30letá aukce	mld. USD	02/2016			15			
Německo	12.02.2016	8:00	Inflace	%	01/2016 *F			-0.8	0.5	-0.8	0.5
Německo	12.02.2016	8:00	HDP	%	4Q/2015 *P			0.3	1.4	0.3	1.7
Maďarsko	12.02.2016	9:00	HDP	%	4Q/2015 *P				2.5	0.6	2.4
ČR	12.02.2016	9:00	Inflace	%	01/2016	0.6	0.6	0.5	0.5	-0.1	0.1
Polsko	12.02.2016	10:00	HDP	%	4Q/2015 *P			1.1	3.8	0.9	3.5
EMU	12.02.2016	11:00	Průmyslová výroba	%	12/2015			0.3	0.7	-0.7	1.1
EMU	12.02.2016	11:00	HDP	%	4Q/2015 *A			0.3	1.5	0.3	1.6
Polsko	12.02.2016	14:00	Peněžní zásoba M3	%	01/2016			-1	9.6	2.2	9.1
Polsko	12.02.2016	14:00	Běžný účet	mil. EUR	12/2015			-301		620	
Polsko	12.02.2016	14:00	Obchodní bilance	mil. EUR	12/2015			-2		756	
Polsko	12.02.2016	14:00	Inflace	%	01/2016			-0.3	-0.5	-0.2	-0.5
USA	12.02.2016	14:30	Index dovozních cen	%	01/2016			-1.5	-6.8	-1.2	-8.2
USA	12.02.2016	14:30	Maloobchodní tržby	%	01/2016			0.1		-0.1	
USA	12.02.2016	14:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	01/2016			0.1		-0.1	
USA	12.02.2016	16:00	Podnikatelské zásoby	%	12/2015			0.2		-0.2	
USA	12.02.2016	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		02/2016 *P			92.5		92	
USA	12.02.2016	16:00	Projev Dudleye v New Yorku	Fed	02/2016						

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	poslední změna	
Česko	2T repo	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	-20 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depó	1.35	1.35	2.25	2.50	2.75	3.00	-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	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
Česko	PRIBOR 3M	0.29	0.25	0.24	0.25	0.25	0.25
Maďarsko	BUBOR 3M	1.35	1.35	2.40	2.60	2.90	3.10
Polsko	WIBOR 3M	1.69	1.72	1.65	1.65	1.65	1.65

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
Česko	CZ10Y	0.67	1.01	1.08	1.15	1.23	1.30
Maďarsko	HU10Y	2.51	2.91	3.80	4.00	4.20	4.40
Polsko	PL10Y	2.32	2.47	2.50	2.50	2.60	2.75

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
Česko	EUR/CZK	27.05	27.03	27.02	27.02	27.02	27.02
Maďarsko	EUR/HUF	310	316	310	308	305	300
Polsko	EUR/PLN	4.41	4.27	4.40	4.30	4.26	4.25

HDP (meziročně, %)

	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
Česko	4.6	4.7	4.5	2.8	2.3	2.3	2.6
Maďarsko	2.7	2.4	2.8	2.2	2.4	2.8	3.0
Polsko	3.3	3.5	3.5	3.7	3.8	3.8	3.7

Inflace (meziročně, %, konec období)

	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
Česko	0.8	0.4	0.1	0.6	0.5	0.7	1.5
Maďarsko	0.6	-0.4	0.9	2.7	2.6	2.4	2.4
Polsko	-0.8	-0.8	-0.5	-0.4	-0.4	0.0	0.3

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

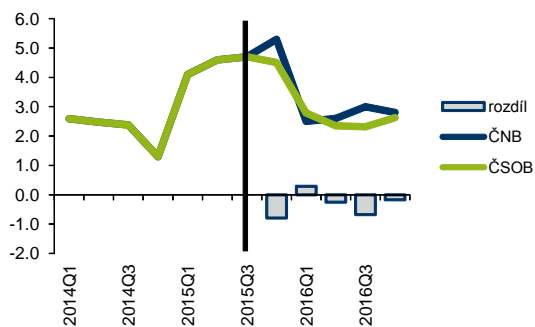
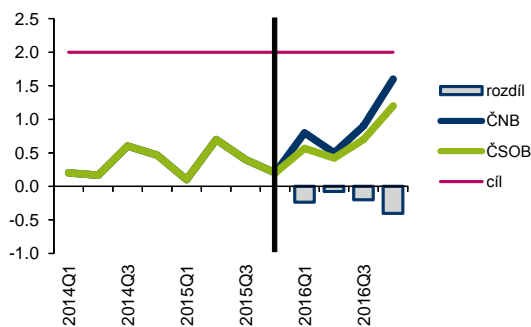
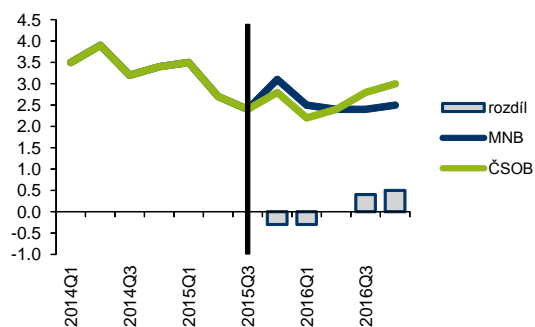
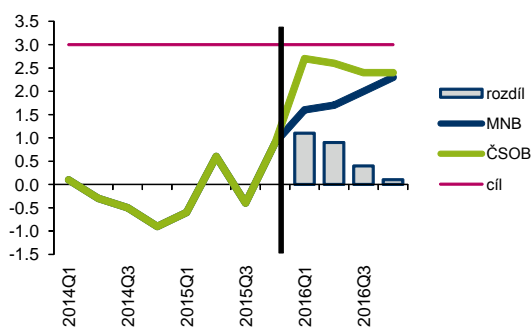
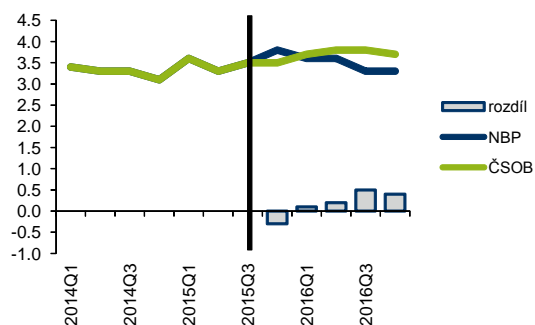
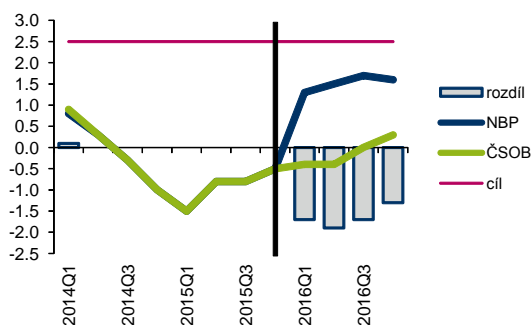
	2015	2016
Česko	1.5	1.5
Maďarsko	6.0	5.1
Polsko	-1.2	-1.5

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

	2015	2016
Česko	-1.4	-1.3
Maďarsko	-2.3	-2.0
Polsko	-3.0	-2.9

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.