



• Eurozóna

Inflace v eurozóně se rychle vrací pod cíl ECB

2

Ifo téměř na šestiletém maximu

3

• Česká republika

Ruce si ČNB už uvolnila, korunu zatím ne

4

• Výhled na týden

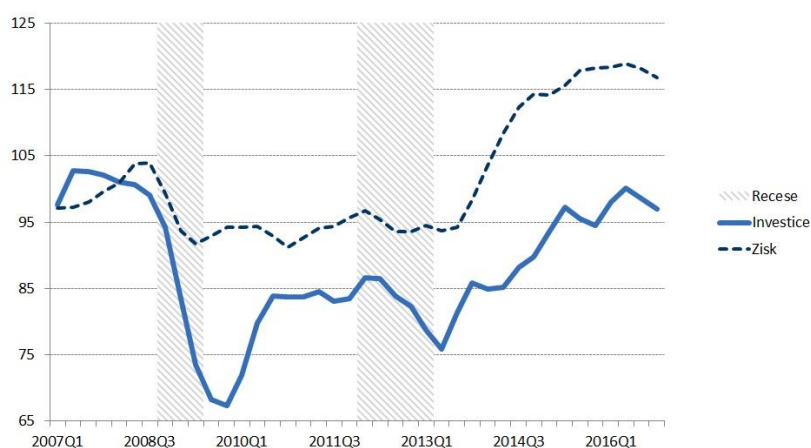
Český průmysl je stále v kondici

7

Ziskovost tuzemských firem zůstává vysoká

Trend ziskovosti a investic nefinančních podniků

(sezónně očištěno; 2007-8 = 100)



Česká ekonomika v roce 2016 zpomalila svůj růst zhruba na polovinu z předloňských 4,6 % na 2,3 %. V závěru roku dále zpomalovala s tím, jak se nepodařilo restartovat investice veřejného sektoru. Že ekonomiku táhla na poptávkové straně spotřeba a export, není žádnou novou zprávou, stejně jako dominantní role průmyslu na straně nabídkové. Přesto existují čísla, která dokáží naznačit, co se děje v ekonomice a obvykle se jim příliš pozornosti nedostává. Jsou jimi podrobné sektorové účty, které dnes zveřejnil statistický úřad, a které mimochodem ukazují, jak se vyvíjí ziskovost v ekonomice, investice, úspory atp.

Shrneme-li údaje za firemní sféru, tak lze říct následující: výroba solidně roste, ziskovost zůstává velmi vysoká, i když se vyvíjí pomaleji vzhledem k navýšení nákladů. Investice firem nabraly pozitivní směr, i když v závěru roku lehce zkorigovaly směrem dolů. S tím jak rostly zisky podniků pod zahraniční kontrolou, klesaly jejich reinvestice a o to více peněz pak mířilo ve formě dividend do zahraničí.

Inflace v eurozóně se rychle vrací pod cíl ECB

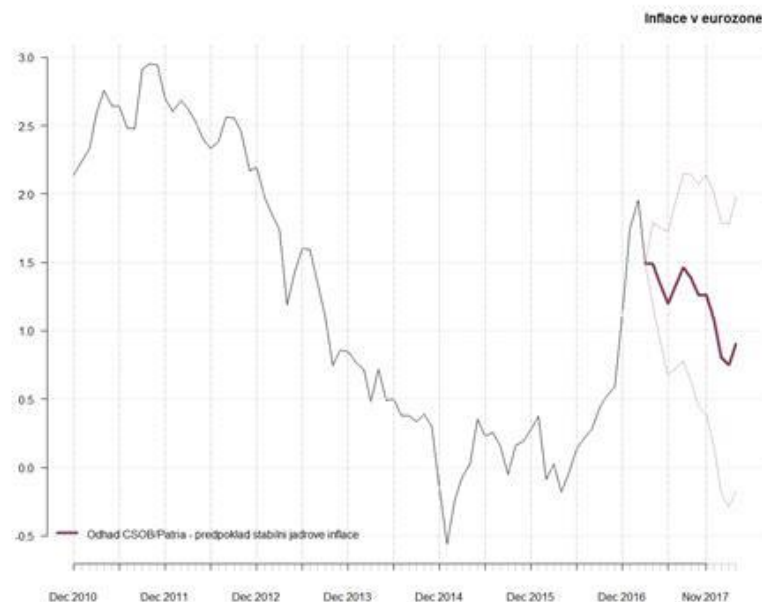
Jan Bureš

Inflace v eurozóně nečekaně prudce poklesla na 1,5 %.

Inflace v eurozóně nečekaně prudce poklesla zpátky pod cíl ECB z 2 % na 1,5 %. To není pro ECB nijak příznivá zpráva zvláště proto, že poklesla i jádrová inflace očištěná o ceny potravin a energií, která odráží sílu domácích inflačních tlaků. Ta sklouzla na 0,7 % - nejslabší úroveň za poslední rok. A pokud se v nejbližších měsících nepostaví na nohy, bude se inflace od 2% cíle ECB dál vzdalovat. Meziroční dynamika cen energií i potravin totiž již v březnu začala zvolňovat a v druhé polovině roku půjde pravděpodobně dál dolů. Na začátku roku 2018 by se proto inflace měla ustálit v okolí svých jádrových složek. Pokud jí tedy rychlejší mzdy, silnější poptávka a průsaky z vyšších cen energií nepomohou vzhůru, může se inflace pohybovat za rok opět v okolí 1 % (viz graf níže).

Nezaměstnanost dál klesá a domácí poptávka vypadá velice robustně.

Situace ale nemusí být tak černá. Nezaměstnanost dál klesá a domácí poptávka vypadá velice robustně, a to nehlédě na řadu politických rizik. Pokud by tento trend pokračoval a jádrová inflace by začala postupně růst, dovedeme si představit, že ECB v druhé polovině roku bude uvažovat nad dalším osekáním politiky kvantitativního uvolňování. Pak by se mohla pomalu chýlit ke konci politika levného eura. Takový obrat ale v tuto chvíli není na pořadu dne. A pokud půjdou v tomto roce dál vzhůru sazby v USA, má dolar podle nás stále potenciál na frontě s eurem zabodovat.



Ifo téměř na šestiletém maximu

Petr Dufek

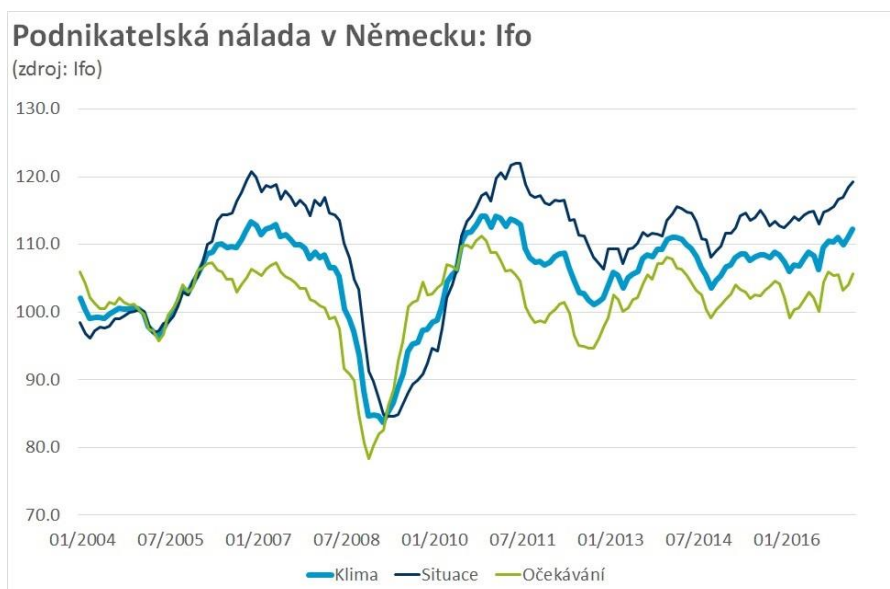
Náladu německých firem nezkalil ani nadcházející brexit.

Už v pátek zveřejněné PMI naznačily, že německé firmy ve službách a zejména pak v průmyslu očekávají velmi solidní březnové výsledky. Dnes zveřejněné indexy Ifo toto očekávání dále potvrzují. Jak index hodnocení současné situace, tak především index očekávání dopadl výborně. Mezi firmami tedy panuje silný optimismus a rizika považují za velmi omezená..., navzdory evropským politickým rizikům i poněkud nejasné americké obchodní politice.

Ukazuje se, že německým firmám relativně slabší euro vyhovuje, i když by si Německo mohlo dovolit podstatně silnější měnu. Ostatně samotné Ifo dnes dopomáhá euru k dalším ziskům vůči dolaru a jeho kurz se sune k hranici 1,09, kde bylo naposledy v polovině listopadu 2016. Při absenci jakéhokoliv impulsu pro dolar euru nic nebrání na chvíli získávat dříve ztracené pozice.

Nedávná slova šéfa Ifo o rostoucích obavách německých firem ze zhoršení ekonomických podmínek se tak zatím nenaplnují. Neznamená to však, že se nálada nemůže krátkodobě změnit poté, co odstartují jednání o podobě brexitu, neboť Británie je pro Německo třetím největším exportním trhem (cca 90 mld. EUR) a současně druhým, co do výše dosahovaného ročního přebytku (cca 50 mld. EUR).

Ifo naznačuje, že příznivé budou i výsledky HDP za první kvartál. Zvláště když pozitivní trend vykazuje jak průmysl, tak služby i maloobchod. Mezikvartální růst Německa by proto v úvodu letošního roku nejspíše dále zrychlil a německá ekonomika tak v meziročním srovnání roste okolo 1,7 %.



Ruce si ČNB už uvolnila, korunu zatím ne

Petr Dufek

ČNB se zbavila svých dřívějších závazků.

Z posledního jednání ČNB si lze udělat tři základní závěry: 1) tvrdý i měkký závazek zmizely - ČNB nechce už indikovat žádné scénáře, 2) o ukončení intervencí se nyní nehlásovalo, a 3) exit kdykoliv po uplynutí tvrdého kurzového závazku. Tvrdý závazek, kterým si ČNB svázala ruce už před rokem, v pátek vyprší a nenahradí jej nic než nejistota a další spekulace o termínu konce intervenčního režimu. Takto lze interpretovat závěr březnového zasedání bankovní rady ČNB, které po pátku už nic nebrání kdykoliv vypnout intervence a nechat korunu jejímu osudu.

Formální důvody pro udržování koruny nad hranicí 27 za euro už fakticky pominuly. Inflace je nad cílem a zůstane nad ním podle ČNB i na horizontu měnové politiky (v následujících 12-18 měsících), což je hlavním parametrem pro rozhodnutí centrální banky. Ekonomika roste solidním tempem, (mediánové) mzdy akcelerují a rizika stávající prognózy inflace ČNB vidí „pro zbytek letošního roku jako proinflační“, i když je podle ČNB „vzňehání nově dostupných informací smíšené“.

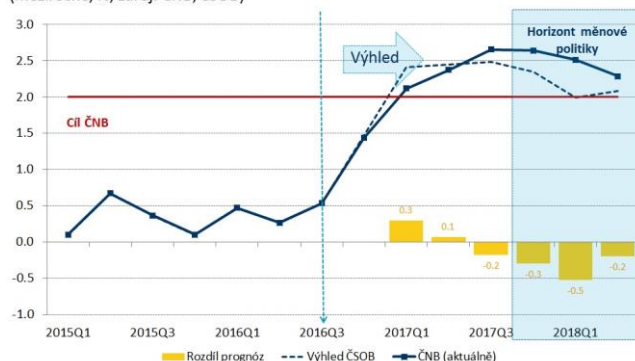
Exit může přijít každou chvíli.

Kdy tedy k exitu dojde? To je čistě strategickým rozhodnutím bankovní rady, která k tomuto kroku může využít své jakékoliv (i neměnové) čtvrtěční zasedání. Nadále platí, že exit bude včas oznámený a ČNB tedy nezmizí z trhu jak pára nad hrncem. Předpokládáme, že ČNB už nebude s exitem příliš otálet, neboť jak je vidět, čím později tak učiní, tím více bude muset ještě intervenovat. A to už není vůbec vyloučeno, že nebude muset intervenovat i po exitu. Vzhledem k tomu, že ČNB už neakcentuje ani tzv. měkký závazek a guvernér jej dokonce velmi relativizoval na tiskové konferenci, vyloučené není vůbec nic... počínaje prvním dubnovým čtvrtkem. Nebo přece jen možná budou chtít někteří členové bankovní rady vidět březnovou inflaci, takže vyloučit nelze ani druhý čtvrtek měsíce. Jen připomínáme, že od začátku letošního roku tak ČNB musela podle našeho odhadu nakoupit možná až 39 mld. eur a za celou dobu trvání režimu dokonce 74 mld. eur. „Vsazeno“ je tedy hodně a poslední dny ukazují, že jak „spekulanti“, tak exportéři se snaží na poslední chvíli využít situace.

Rozhodnutí bankovní rady zatím nic nepodnikat zklamalo část spekulantů, kteří začali vyklízet pozice. Koruna se tak na chvíli podívala za hranici 27,20, nicméně dlouho tam nevydržela. Víra v silné fundamenty a opožděný hedging některých exportérů ji po chvíli zase umravnil a poslal zpět pod úroveň 27,10.

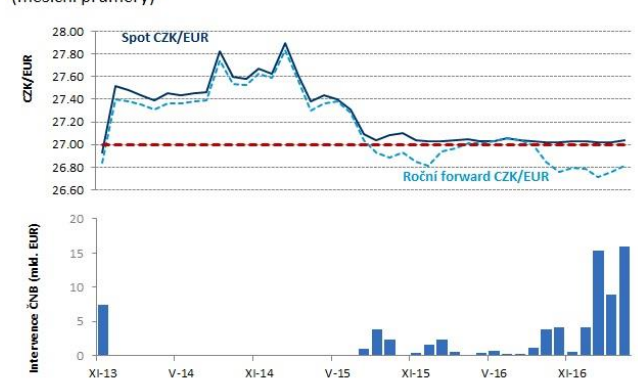
Výhled inflace

(meziročně, %; zdroj: ČNB, ČSOB)



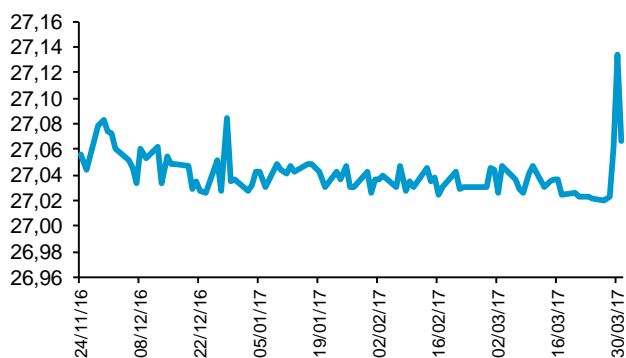
Český devizový trh

(měsíční průměry)

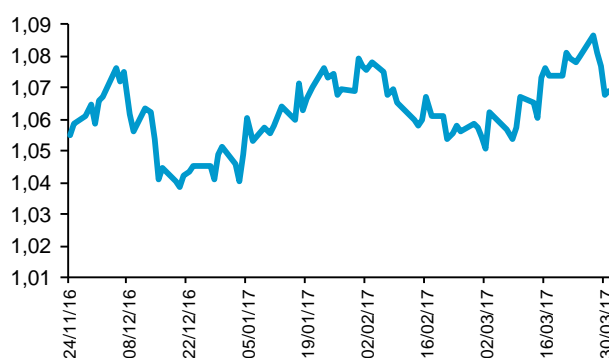


Přehled trhů

EURCZK



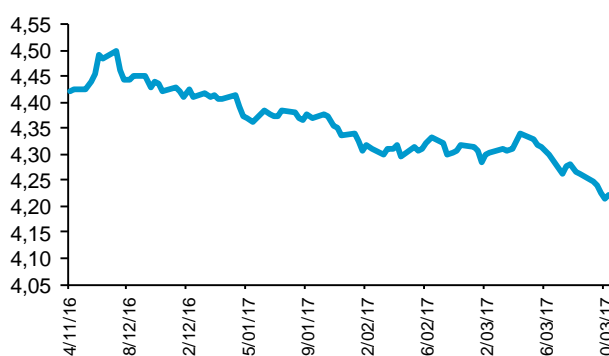
EURUSD



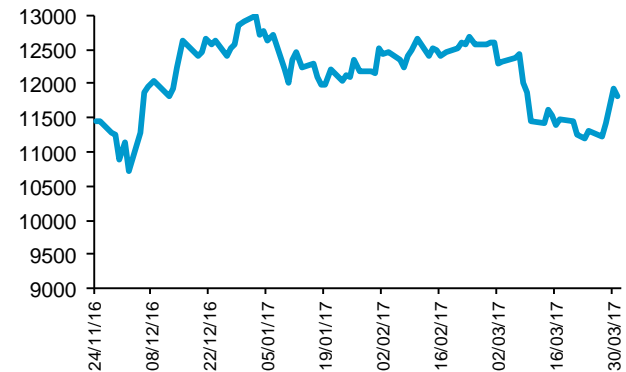
USDCZK



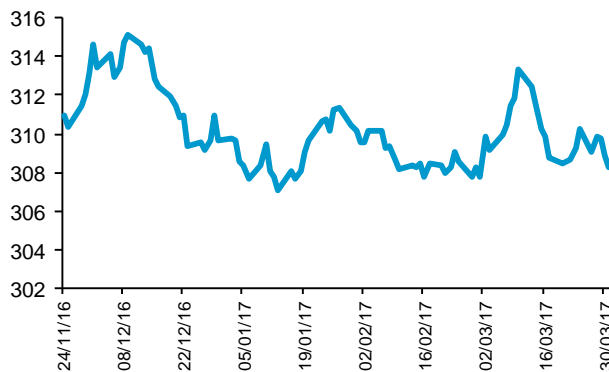
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

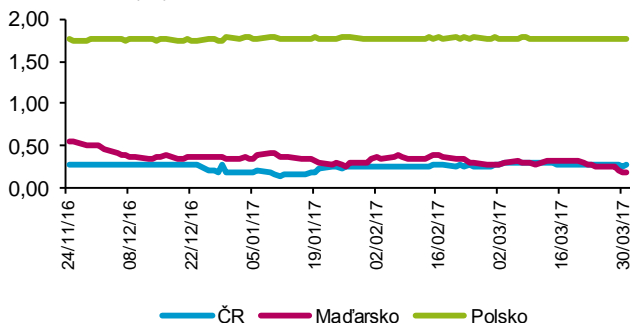


EURHUF

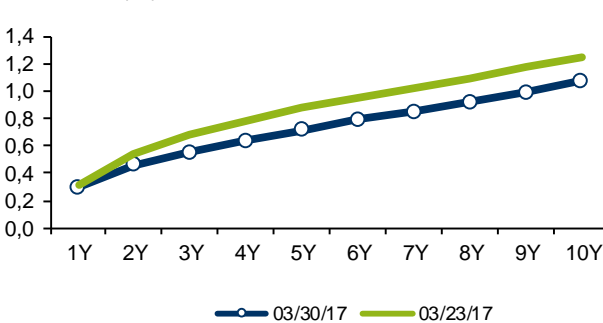


Zdroj: Thomson Reuters

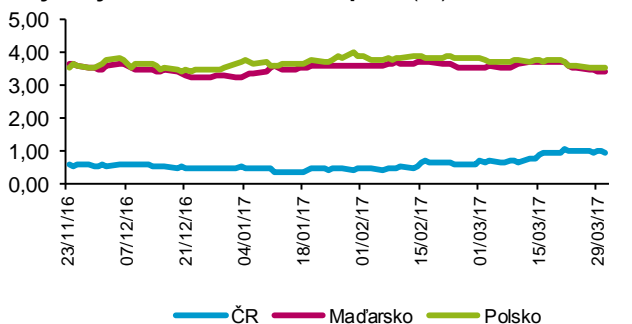
FRA 3x6 (%)



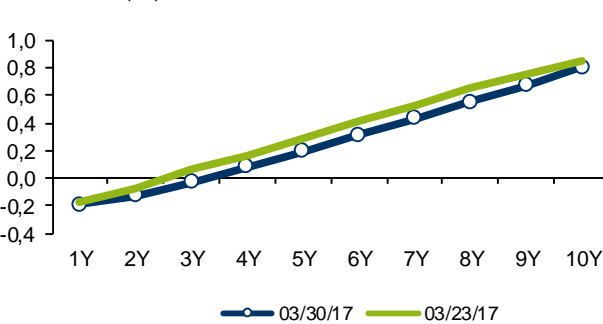
IRS CZK (%)



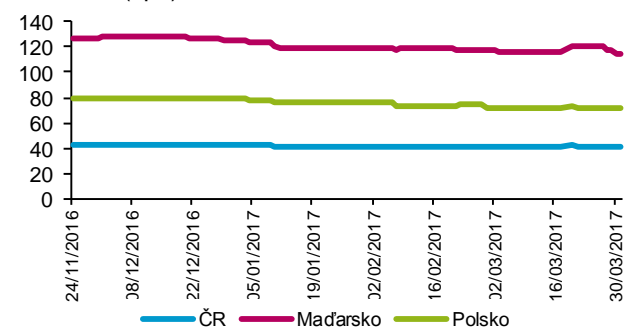
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



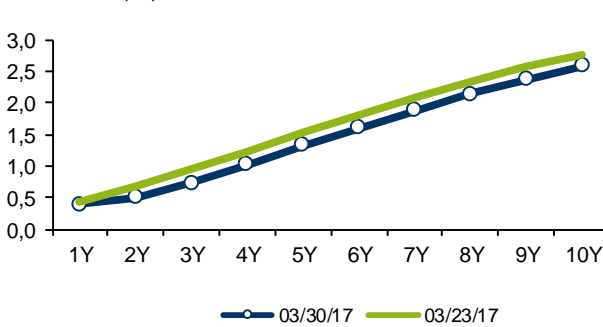
IRS EUR (%)



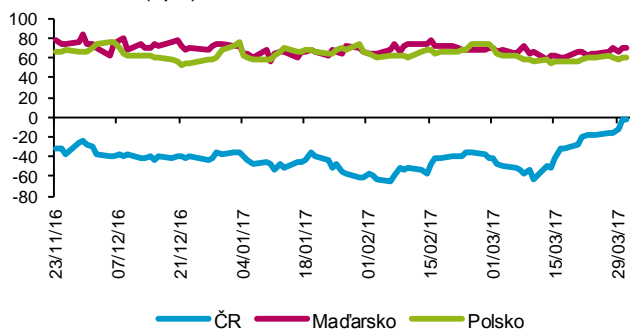
CDS 5Y (bps)



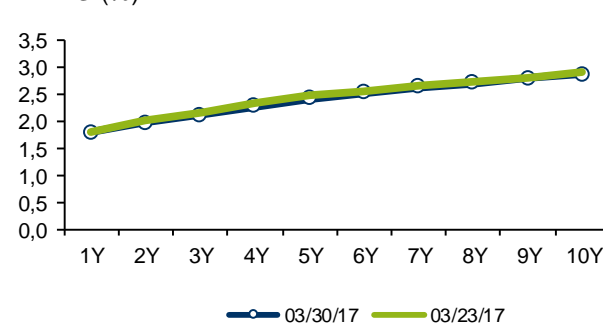
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

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

	II-17	I-17	II-16
Měsíčně	2,9	9,6	5,9
kumul. od ledna	6,1	9,6	3,8

PÁ 10:00, CZ Devizové rezervy ČNB (mld. EUR)

	III-17	II-17	III-16
Na konci měsíce	121,4	105,4	64,3
Změna od 10/2013	86,6	70,6	29,6

CZ: Průmysl v kondici

Měkké ukazatele, ať už konjunkturální průzkum nebo index nákupních manažerů indikovaly, že se průmyslu v úvodu letošního roku daří. Předpokládáme, že nejinak tomu bylo i v únoru, i když v důsledku nižšího počtu pracovních dnů budou výsledky vypadat na první pohled jako slabé. Po očištění však počítáme zhruba s pětiprocentním meziročním růstem, podpořeným především automobilovým průmyslem. Pozadu tentokrát nejspíše nezůstala ani energetika, chemický průmysl a výroba počítačů. Průmysl si tak i nadále udrží pozici hlavního motoru české ekonomiky.

CZ: Rekordní rezervy a intervence ČNB

Předpokládáme, že devizové rezervy zaznamenaly v březnu další velmi prudký nárůst v důsledku intervenční aktivity ČNB. Je totiž velmi pravděpodobné, že tentokrát dosáhly intervence proti posilování koruny nového historického rekordu a překonaly tak lednových patnáct miliard. Devizové rezervy pak v důsledku této politiky překročily 120 mld. eur a odpovídají nyní necelým 70 % HDP. Jen pro zajímavost, než ČNB spustila svoji intervenční epizodu, měla k dispozici rezervy v hodnotě 35 mld. eur, respektive 22 % HDP.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor	období	odhad		konsenzus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Maďarsko	03.04.2017	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu	03/2017						59,5
Polsko	03.04.2017	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu	03/2017			54,6			54,2
Maďarsko	03.04.2017	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR 01/2017 *F						658
ČR	03.04.2017	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu	03/2017						57,6
Francie	03.04.2017	9:50	Index nákupních manažerů v průmyslu	03/2017 *F						53,4
Německo	03.04.2017	9:55	Index nákupních manažerů v průmyslu	03/2017 *F			58,3			58,3
EMU	03.04.2017	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu	03/2017 *F			56,2			56,2
EMU	03.04.2017	11:00	Výrobní ceny	% 02/2017			0,3	4,4	0,7	3,5
EMU	03.04.2017	11:00	Míra nezaměstnanosti	% 02/2017			9,5			9,6
USA	03.04.2017	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM	03/2017	57,7		57,0			57,7
USA	03.04.2017	16:00	Cenový subindex ISM	03/2017						68
USA	03.04.2017	16:00	Stavební výdaje	% 02/2017			1,2			-1
USA	03.04.2017	23:00	Celkový prodej automobilů	mil. USD 03/2017			17,4			17,47
USA	03.04.2017	23:00	Prodej domácích automobilů	mil. USD 03/2017			13,7			13,65
Maďarsko	04.04.2017	9:00	Maloobchodní tržby	% 02/2017						3,7
EMU	04.04.2017	11:00	Maloobchodní tržby	% 02/2017			0,2	0,8	-0,1	1,2
USA	04.04.2017	14:30	Obchodní bilance	mln. USD 02/2017			-46,5			-48,5
USA	04.04.2017	16:00	Tovární zakázky	% 02/2017			0,9			1,2
USA	04.04.2017	16:00	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	% 02/2017 *F						1,7
USA	04.04.2017	16:00	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostřed.	% 02/2017 *F						0,4
ČR	05.04.2017	9:00	Maloobchodní tržby	% 02/2017		3,5				7,7
Maďarsko	05.04.2017	9:00	Průmyslová výroba	% 02/2017						-0,1 1,6
EMU	05.04.2017	10:00	Index nákupních manažerů ve službách	03/2017 *F			56,5			56,5
Polsko	05.04.2017	14:00	Zasedání RPP	% 04/2017	1,5		1,5			1,5
USA	05.04.2017	14:15	ADP report z trhu práce	tis.,nsa 03/2017	260		180			298
USA	05.04.2017	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM	03/2017			57			57,6
USA	05.04.2017	20:00	Zápis ze zasedání FOMC	03/2017						
Německo	06.04.2017	8:00	Tovární zakázky	% 02/2017			3,4	3,5	-7,4	-0,8
ČR	06.04.2017	9:00	Stavební výroba	% 02/2017			-2,5			-0,2
ČR	06.04.2017	9:00	Průmyslová výroba	% 02/2017			2,9			9,6
ČR	06.04.2017	9:00	Obchodní bilance (národní)	mln. CZK 02/2017	17,8					19,4
Maďarsko	06.04.2017	11:00	Rozpočtové saldo	mln. HUF 03/2017						180,4
USA	06.04.2017	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis. 01/2017						258
USA	06.04.2017	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis. 03/2017						2052
Německo	07.04.2017	8:00	Průmyslová výroba	% 02/2017			-0,3	0,6	2,8	0
Německo	07.04.2017	8:00	Obchodní bilance	mln. EUR 02/2017			17,4			14,8
Německo	07.04.2017	8:00	Běžný účet	mln. EUR 02/2017						12,8
Francie	07.04.2017	8:45	Obchodní bilance	mln. EUR 02/2017						-7,9
Francie	07.04.2017	8:45	Průmyslová výroba	% 02/2017						-0,3 -0,4
Maďarsko	07.04.2017	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR 02/2017 *P						
ČR	07.04.2017	10:00	FX rezervy ČNB	mln. EUR 03/2017	121,5					105,4
USA	07.04.2017	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis.,nsa 03/2017	186		174			235
USA	07.04.2017	14:30	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis.,nsa 03/2017	190		178			227
USA	07.04.2017	14:30	Míra nezaměstnanosti	% 03/2017			4,7			4,7
USA	07.04.2017	14:30	Průměrná hodinová mzda	% 03/2017			0,3	2,8	0,2	2,8

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	poslední změna	
Česko	2T repo	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	-20 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depo	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	-15 bps	5/24/2016
Polsko	2T inter. sazba	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	-50 bps	3/5/2015

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Česko	PRIBOR 3M	0,28	0,25	0,28	0,28	0,28	0,28
Maďarsko	BUBOR 3M	0,18	0,37	0,30	0,40	0,50	0,70
Polsko	WIBOR 3M	1,73	1,73	1,75	1,75	1,80	2,70

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Česko	CZ10Y	1,05	0,88	1,30	1,33	1,37	1,40
Maďarsko	HU10Y	2,61	2,39	2,50	2,60	2,80	3,00
Polsko	PL10Y	2,86	3,00	3,10	3,20	3,30	3,50

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Česko	EUR/CZK	27,04	27,02	27,02	26,90	26,60	26,20
Maďarsko	EUR/HUF	308	309	315	310	303	308
Polsko	EUR/PLN	4,22	4,40	4,39	4,28	4,27	4,25

HDP (meziročně, %)

	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Česko	2,6	1,8	1,9	2,2	2,0	2,5	2,8
Maďarsko	2,6	2,2	1,6	3,0	3,8	4,2	3,6
Polsko	3,1	2,5	2,7	2,5	2,8	3,0	3,1

Inflace (meziročně, %, konec období)

	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Česko	0,1	0,5	2,0	2,5	2,5	2,5	2,1
Maďarsko	-0,2	0,6	1,8	1,8	1,8	2,1	2,3
Polsko	-0,8	-0,5	0,8	1,8	2,0	2,2	2,3

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

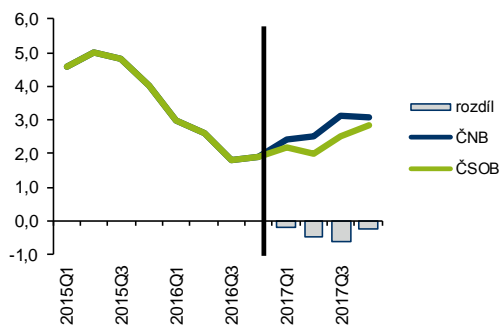
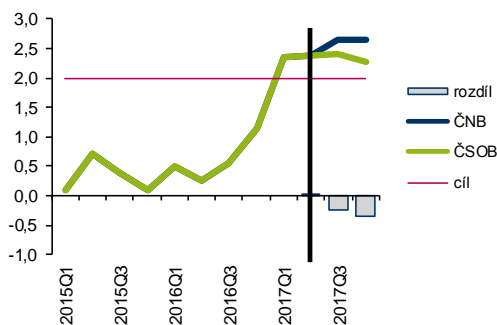
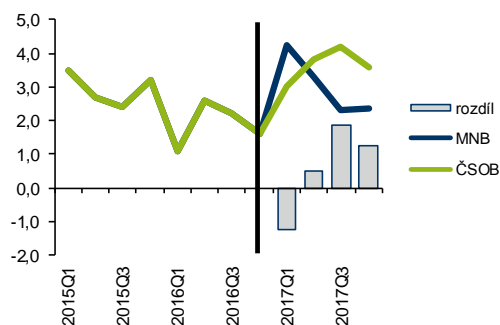
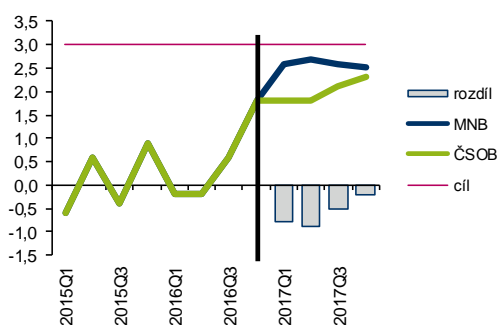
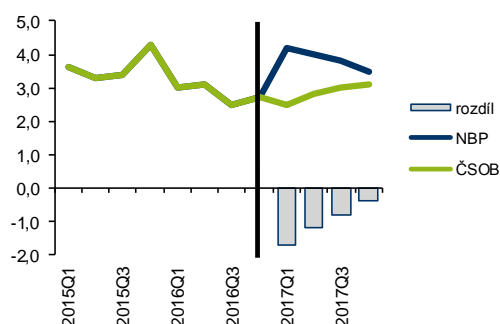
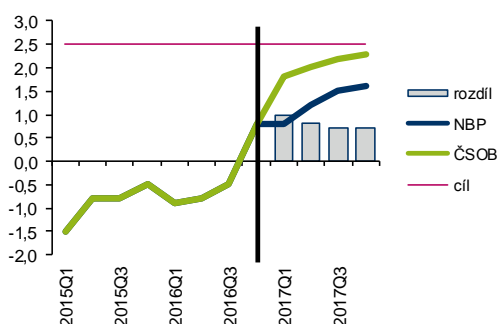
	2016	2017
Česko	1,6	1,8
Maďarsko	5,5	5,0
Polsko	-1,5	-1,3

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

	2016	2017
Česko	0,3	-0,7
Maďarsko	-1,5	-2,5
Polsko	-2,9	-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.