



● Česká republika

Mírné oživení české ekonomiky pokračuje 2

● Výhled na týden

Polská centrální banka deflaci vysedí 5

Koruna v zajetí strachu z další devalvace

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	28.11	↗	↘
EUR/HUF	316.8	↗	↘
EUR/PLN	4.27	↗	↘
3M PRIBOR	0.34	→	→
3M BUBOR	2.10	→	→
3M WIBOR	2.05	→	→
10Y CZK	0.56	↘	↗
10Y PLN	2.35	↗	↘
10Y HUF	3.58	↗	↘
3M EURIBOR	0.07	→	↘
10Y EMU	0.51	↘	↘

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Česká koruna v uplynulém týdnu oslabil nad 28,00 EUR/CZK. V reakci na holubičí komentář viceguvernéra Tomšíka a nízkou prosincovou inflaci tak část trhu začíná opět sázet na další uvolnění měnové politiky, což se rovná oslabení intervenční hladiny pro korunu. Je otázkou, jak reálná tato hrozba ve skutečnosti je a jak se v závislosti na tom může vyvíjet koruna v nadcházejících týdnech a měsících.

Je pravdou, že listopadová inflační prognóza ČNB, která počítala s návratem inflace k dvouprocentnímu cíli na začátku roku 2016 je fakticky mrtvá. Inflace se bude na začátku letošního roku pohybovat v okolí nuly, a pokud vše dobře půjde, bude se ke konci roku 2015 přibližovat zespodu k 1 %. Je to však do velké míry důsledek padajících cen ropy. Ty do této chvíle ČNB interpretovala vesměs pozitivně - jako pozitivní nabídkový šok, který by měl domácnostem a ekonomice pomoci. Sama o sobě nízká cena ropy by tedy neměla být argumentem pro další oslabení intervenčního kurzu. Podle zápisu z posledního zasedání by ČNB korunu znovu oslabil, pokud by se dovážená deflace negativně projevila na domácí poptávce a systematicky snížila domácí inflační očekávání. Dlouhodobá inflační očekávání finančních trhů zatím zůstávají stabilní a dopady do domácí poptávky nepozorujeme.

Počítáme proto s tím, že centrální banka na únorovém zasedání nepřijde s revolučními změnami. Koruna by tak měla být nejslabší právě před únorovým zasedáním centrální banky. Kam až může pár EUR/CZK dojít - podle nás trh bere inspiraci v tom, o kolik ČNB devalvovala v listopadu 2013 tj. 5-6 %. Krátkodobý vrchol pro EUR/CZK tedy vidíme v okolí 28,9 (zhruba 5%ní devalvace oproti průměru roku 2014). Po únorovém zasedání by však koruna měla ztráty mazat.

Mírné oživení české ekonomiky pokračuje

Petr Dufek

Inflace se opět přiblížila nule.

Klesajícím cenám ropy na světových trzích vděčíme za nízkou inflaci. Jako čistý dovozce surovin je propad cen ropy pozitivním nákladovým šokem, který kladně ovlivní finanční situaci firem i domácností. Spotřebitelské ceny se v prosinci meziměsíčně snížily o jednu desetinu, a to především díky zlevňování pohonných hmot. V meziročním vyjádření se inflace podle očekávání propadla na 0,1 %. Výrazně zaostává za cílem i prognózou ČNB. Celoroční inflace v prosinci dosáhla 0,4 %. Sama o sobě tedy znamená i nižší impuls například pro letošní růst mezd. Výhled inflace pro letošní rok je více než umírněný. Inflace se bude jen těžko odlepovat ze současné téměř nuly a teprve ve druhé půlce roku se přiblíží jedničce.

Průmysl zakončil listopad v mínusu, ale jen s velkým ALE.

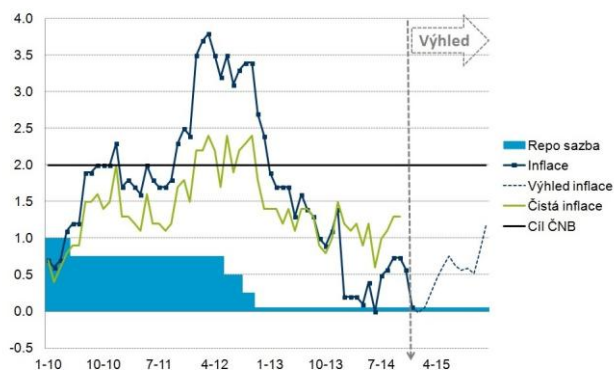
Meziročně se průmyslová výroba v listopadu snížila, avšak jen v důsledku o dva dny nižšího počtu pracovních dnů. Po zohlednění tohoto vlivu se tempo průmyslu drží blízko pěti procent. Listopadový výsledek průmyslu sice zaostal za očekáváním, ale i tak zůstává s ohledem na počet pracovních dnů, velmi solidní a průmysl zůstal dominantním odvětvím celé ekonomiky. Průmysl si i nadále udržoval dominantní pozici nejen z pohledu motoru ekonomiky, ale i tvůrce nových pracovních míst. I když průmysl zůstal v listopadu lehce v mínusu, zakázky stále rostou.

Nezaměstnanost zakončila rok na hodnotě 7,5 %.

Nezaměstnanost sice mírně vzrostla, ale to není pro konec roku nic neobvyklého. Díky ekonomickému růstu a konkrétně především díky průmyslu se nezaměstnanost meziročně snížila o sedm desetín procentního bodu. Oživení ekonomiky nastolilo pozitivní trend na českém trhu práce a dokázalo jej udržet po celý loňský rok. Česká republika pařila i v roce 2014 mezi evropské země s nejnižší nezaměstnaností.

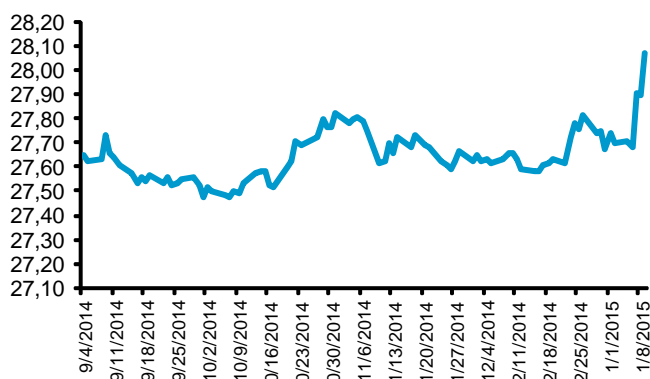
Stavebnictví je z nejhoršího venku.

Listopadové výsledky stavebnictví potvrdily, že v tomto odvětví nastal pozitivní obrat. Nové zakázky veřejného i soukromého sektoru podporují růst stavebnictví a zastavily jeho téměř šestiletou recesi. Stavebnictví dosáhlo v listopadu dvouprocentního růstu. Daří se především inženýrskému stavitelství, které těží z nových zakázek veřejného sektoru. Oživením prochází i bytová výstavba. Výhled zůstává mírně pozitivní a to především díky novým zakázkám a také příznivým úrokovým sazbám na nové úvěry.

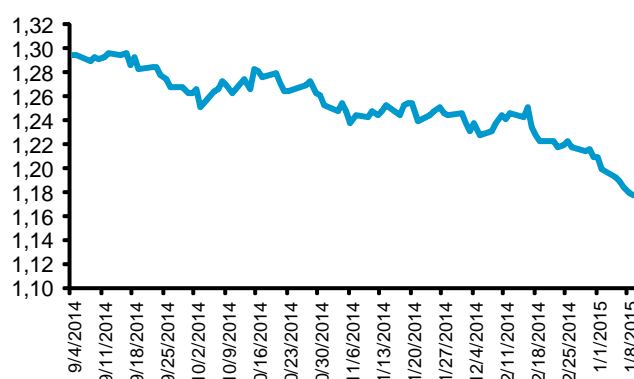
CZ: Inflace vs. hlavní sazba ČNB

Průmyslová výroba (3m průměr)


Přehled trhů

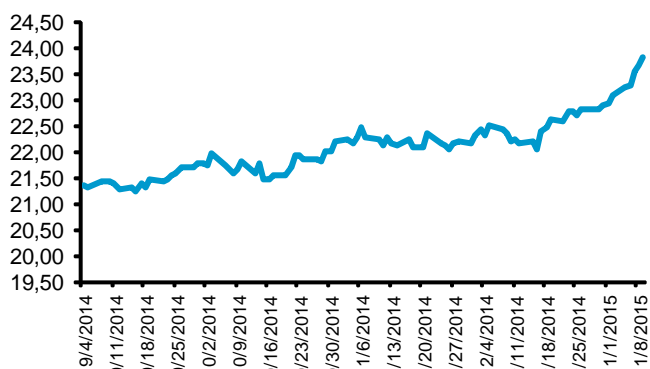
EURCZK



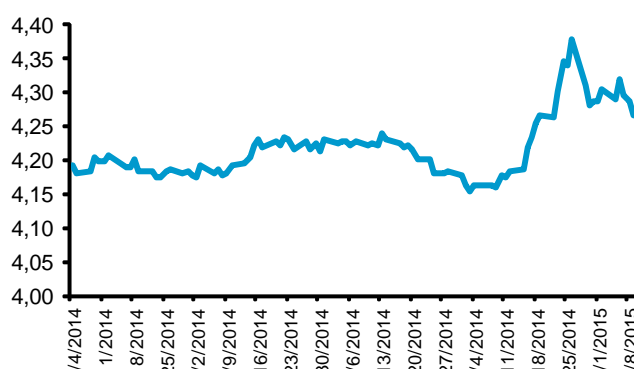
EURUSD



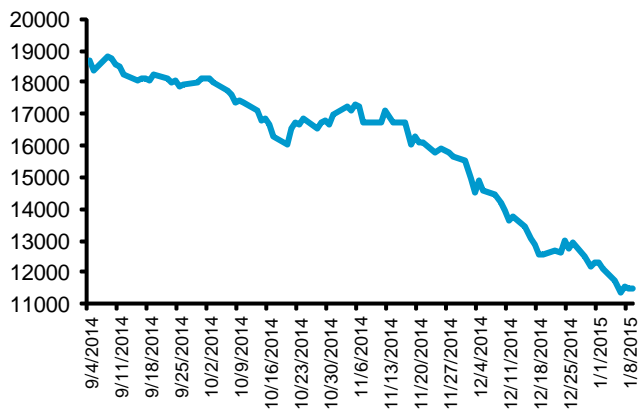
USDCZK



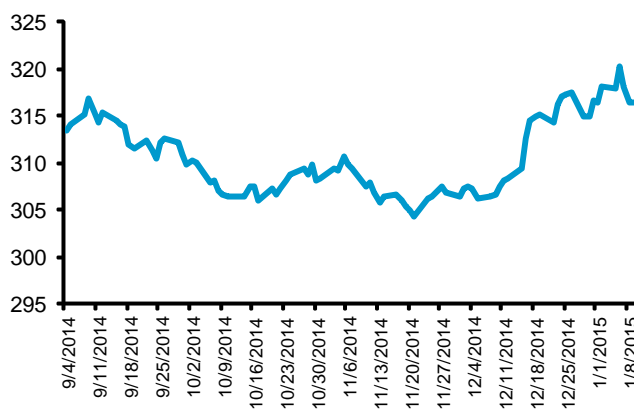
EURPLN



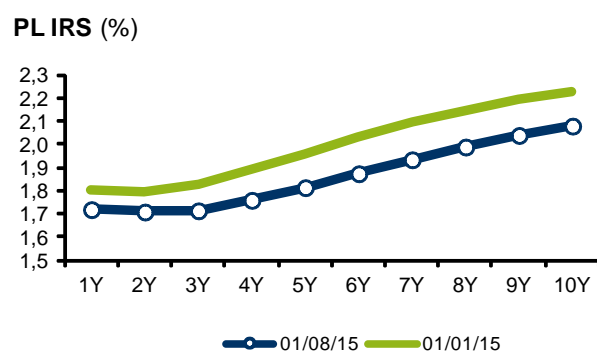
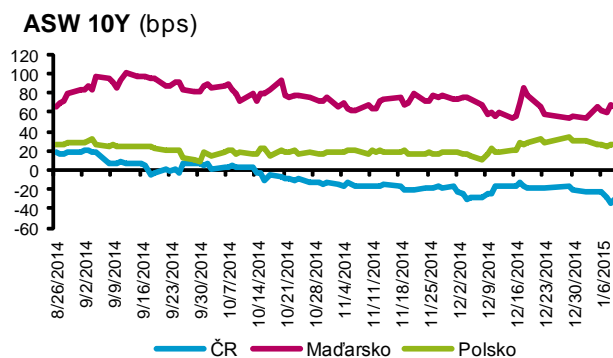
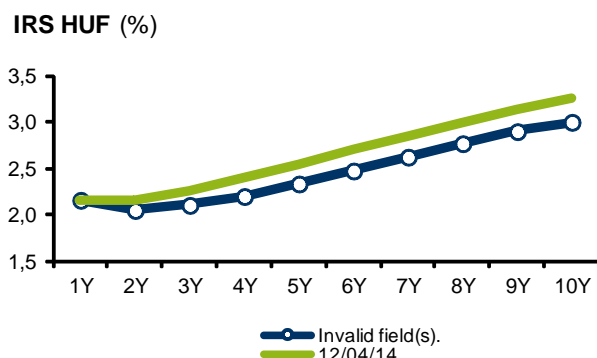
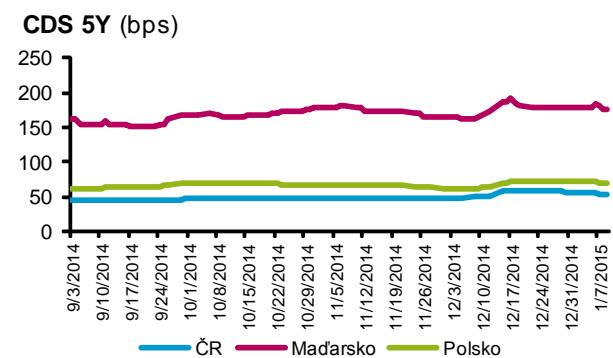
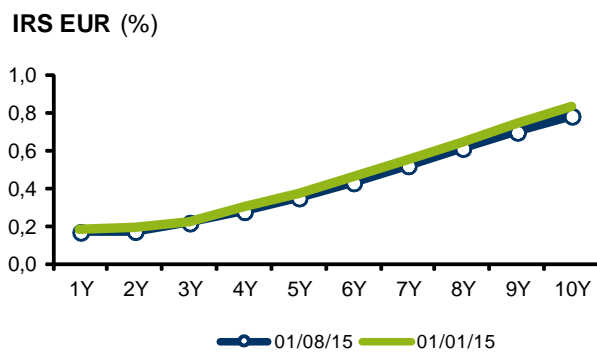
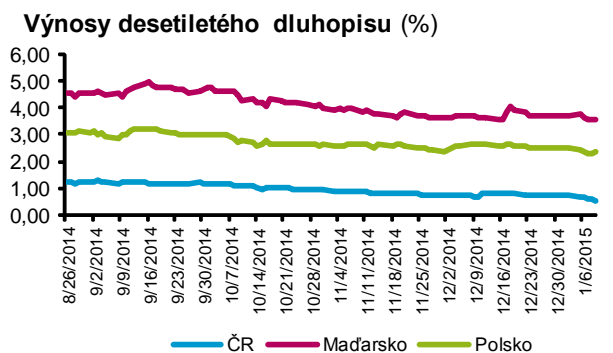
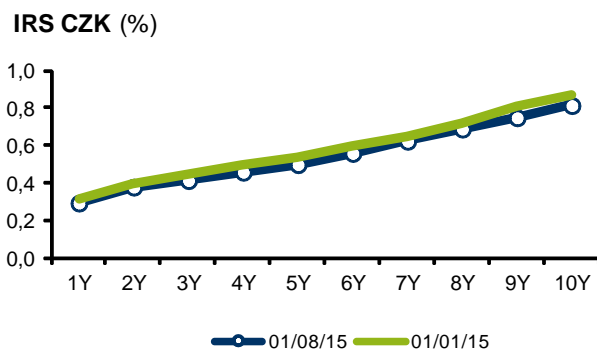
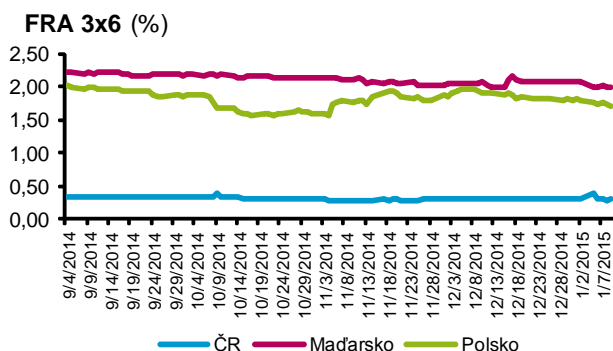
DIESEL (CZK/t)



EURHUF



Zdroj: Thomson Reuters



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

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

	XI.14	X.14	XI.13
Tržby	3,3	7,5	6,1

ST 14:00, PL Zasedání NBP

	Náš odhad	Poslední změna
hlavní sazba v %	2,00	10/2014
změna v b. bodech	0	-50

ČT 14:00, PL Inlace (% , y/y)

	XII.14	XI.14	XII.13
Inlace	-0,9	-0,6	0,7
Potraviny (bez alk.)	-3,1	-2,5	1,5
Doprava (vč. pohonných hmot)	-6,0	-3,7	-0,9

CZ: Auta táhnou obchod stále vzhůru

Stejně jako v předchozích měsících stál i v listopadu za růstem maloobchodu především silný prodej osobních automobilů. Otázkou jen zůstává, kolik z těchto aut skutečně končí na tuzemském trhu. Zbylá část maloobchodu bez motoristického segmentu si nejspíše udržela dřívější umírněné tempo, které generují především prodeje stále zlevňující elektroniky na jedné straně, a velmi dynamické internetové obchody na straně druhé. Optimismus spotřebitelů po celý rok pozvolna rostl, stejně jako se zlepšovala i jejich reálná finanční situace. Proto pozitivní výsledky obchodu očekáváme i v příštích měsících, kdy dojde k dalšímu poklesu cen energií a především už spotřebitelé plně pocítí pozitivní efekty levnějších pohonných hmot, které mohou přinést roční úsporu nákladů v průměru okolo 1800 korun na domácnost.

PL: Centrální banka deflaci vysedí

Polská centrální banka (NBP) nebude mít sice v úvodu nového roku nejjednodušší situaci, avšak podle našeho názoru ponechá sazby beze změny. Pro jejich snížení sice hovoří několik faktorů, zejména poměrně prudký meziroční propad cen, avšak výsledky posledních hlasování poukázaly na jistou resistenci NBP k dalšímu snižování úroků. Zajímavé tak bude opět sledovat tiskovou konferenci, na které patrně padnou dotazy na slabší makroekonomická čísla, která byla zveřejněna v závěru minulého roku. Na ně může NBP nakonec být ještě citlivější než na klesající ceny. Celkově vzato se situace v Polsku z pohledu návratu inflace k cíli v poslední době komplikuje a pravděpodobnost poklesu sazeb v dalším průběhu roku roste.

PL: Deflace se prohloubila

Prudce klesající ceny ropy na světových trzích a dobrá úroda stály podle našich odhadů za prohloubením polské deflace v závěru loňského roku. Meziročně inflace poklesla asi až o 0,9 % a meziměsíčně ceny klesaly o 0,2 %. Za pozornost stojí i fakt, že ceny ostatních položek spotřebitelského koše vykazovaly v řadě případů vloni nízký růst. Návrat polské inflace do kladných hodnot se tedy dále odkládá, což může snadno přidělat vrásky na čele centrálních bankéřů.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	12.01.2015	9:00	Maloobchodní tržby	%	11/2014		3.3		1.9		7.5
USA	12.01.2015	19:00	3letá aukce	mld. USD	01/2015				24		
USA	12.01.2015	22:00	Kvartální zisk Alcoa	USD	4Q/2014						
Polsko	13.01.2015	14:00	Běžný účet	mil. EUR	11/2014				-347		-435
Polsko	13.01.2015	14:00	Obchodní bilance	mil. EUR	11/2014				100		56
USA	13.01.2015	19:00	10letá aukce	mld. USD	01/2015				21		
USA	13.01.2015	20:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	12/2014				24		
Francie	14.01.2015	8:45	Inflace	%	12/2014						-0.2 0.3
Maďarsko	14.01.2015	9:00	Inflace	%	12/2014				-0.3 -0.4		-0.4 -0.7
Maďarsko	14.01.2015	9:00	Průmyslová výroba	%	11/2014 *F						3.3 5.8
EMU	14.01.2015	11:00	Průmyslová výroba	%	11/2014				0.3		0.1 0.7
USA	14.01.2015	13:00	Kvartální zisk JP Morgan	USD	4Q/2014						
Polsko	14.01.2015	14:00	Peněžní zásoba M3	%	12/2014				2.5 8.2		0.4 8.4
Polsko	14.01.2015	14:00	Zasedání RPP	%	01/2015	2			2		2
USA	14.01.2015	14:00	Kvartální zisk Wells Fargo	USD	4Q/2014						
USA	14.01.2015	14:30	Maloobchodní tržby	%	12/2014				0.1		0.7
USA	14.01.2015	14:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	12/2014				0.1		0.5
USA	14.01.2015	14:30	Index dovozních cen	%	12/2014				-2.9		-1.5 -2.3
USA	14.01.2015	16:00	Podnikatelské zásoby	%	11/2014				0.2		0.2
USA	14.01.2015	19:00	30letá aukce	mld. USD	01/2015				13		
USA	14.01.2015	20:00	Běžová kniha	Fed	01/2015						
Německo	15.01.2015	9:00	HDP	%	12/2014					1.5	0.1
EMU	15.01.2015	11:00	Obchodní bilance	mil. EUR	11/2014					24	
USA	15.01.2015	13:00	Kvartální zisk Bank of America	USD	4Q/2014						
Polsko	15.01.2015	14:00	Inflace	%	12/2014	-0.2	-0.9	-0.2	-0.9	-0.2	-0.6
USA	15.01.2015	14:00	Kvartální zisk Citigroup	USD	4Q/2014						
USA	15.01.2015	14:30	Podnikatelská nálada ve státě N.Y.		01/2015				5		-3.58
USA	15.01.2015	14:30	Výrobní ceny	%	12/2014				-0.4 1		-0.2 1.4
USA	15.01.2015	14:30	Jádrový index cen v průmyslu	%	12/2014				0.1 1.9		0 1.8
USA	15.01.2015	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	01/2015						294
USA	15.01.2015	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	01/2015						2452
USA	15.01.2015	16:00	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu		01/2015				20		24.5
USA	15.01.2015	22:00	Kvartální zisk Intel	USD	4Q/2014						
Německo	16.01.2015	8:00	Inflace	%	12/2014 *F				0 0.2		0 0.2
Německo	16.01.2015	8:00	Harmonizovaná inflace	%	12/2014 *F				0.1 0.1		0.1 0.1
ČR	16.01.2015	9:00	Výrobní ceny	%	12/2014	-0.6	-3	-0.6	-3	-0.6	-1.7
EMU	16.01.2015	11:00	Inflace	%	12/2014 *F				-0.2 -0.2		-0.2 -0.2
EMU	16.01.2015	11:00	Jádrová inflace	%	12/2014 *F					0.8	0.8
USA	16.01.2015	13:30	Kvartální zisk Goldman Sachs	USD	4Q/2014						
Polsko	16.01.2015	14:00	Jádrová inflace	%	12/2014				0 0.5		-0.1 0.4
USA	16.01.2015	14:30	Inflace	%	12/2014				-0.4 0.7		-0.3 1.3
USA	16.01.2015	14:30	Jádrová inflace	%	12/2014				0.1 1.7		0.1 1.7
USA	16.01.2015	15:15	Využití kapacit	%	12/2014				80		80.1
USA	16.01.2015	15:15	Průmyslová výroba	%	12/2014				0		1.3
USA	16.01.2015	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		01/2015 *P				94.1		93.6

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	0.34	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	2.05	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	0.81	1.22	0.88	1.05	1.15	1.35
Maďarsko	HU10Y	2.99	3.92	3.25	3.50	3.50	3.65
Polsko	PL10Y	2.10	2.87	2.23	2.20	2.10	2.20

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3
Česko	EUR/CZK	28.1	27.51	27.73	27.80	27.60	27.50
Maďarsko	EUR/HUF	316	311	316	315	315	318
Polsko	EUR/PLN	4.26	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	1.5	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	0.5	1.1	0.9
Maďarsko	0.1	-0.3	-0.5	-0.1	0.6	1.1	1.5
Polsko	0.9	0.3	-0.3	-0.4	-0.5	0.2	0.5

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

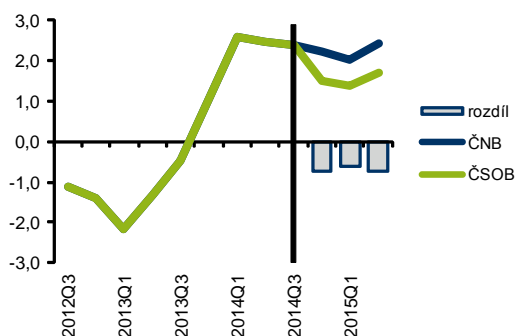
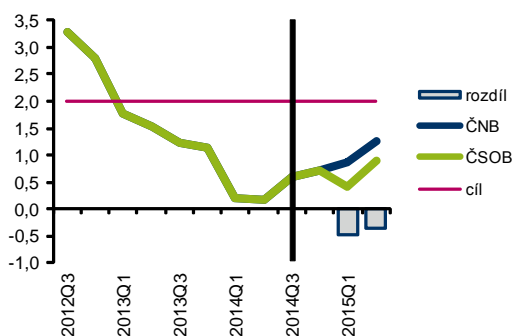
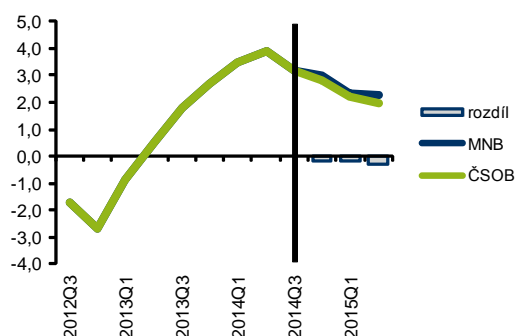
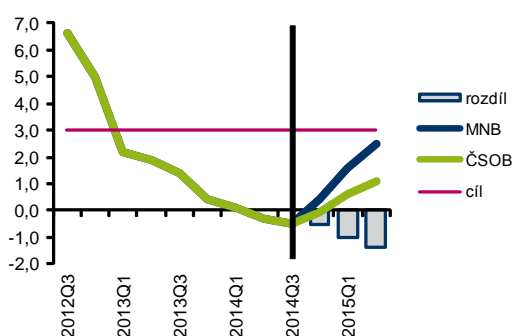
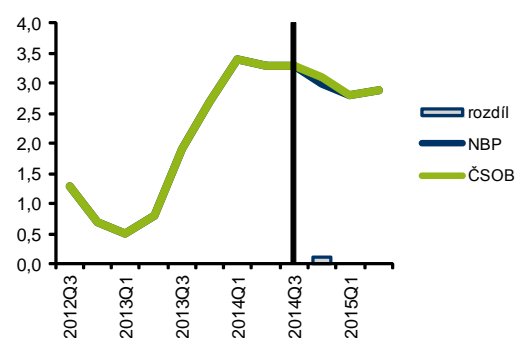
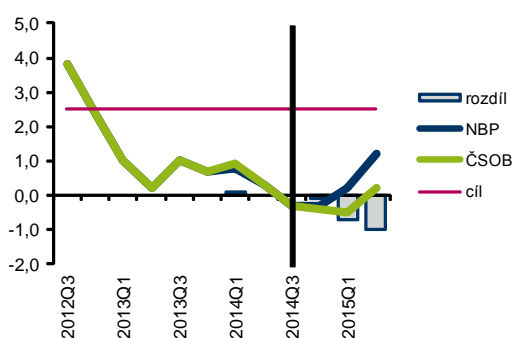
	2014	2015
Česko	-0.1	1.7
Maďarsko	2.2	2.5
Polsko	-2.5	-2.5

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.