



## ● Česká republika

Koruna vůči dolaru slábně – bude to však stačit? 2

## ● Výhled na týden

Pozitivní trend potvrdí i nová čísla z české ekonomiky 5

## Deflace se prohlubuje - jak tolerantní bude ČNB a NBP?

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	27.83	↗	→
EUR/HUF	312.1	→	↗
EUR/PLN	4.21	→	↗
3M PRIBOR	0.33	→	→
3M BUBOR	2.10	→	↘
3M WIBOR	2.00	→	↘
10Y CZK	0.40	→	↗
10Y PLN	2.01	→	↗
10Y HUF	2.88	→	↗
3M EURIBOR	0.05	→	→
10Y EMU	0.35	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Propad lednové inflace v Německu na -0,5 % a následně v celé eurozóně (-0,6 %) připomněl, proč ECB spustila masivní tisk nových peněz. Záporné inflační tlaky si dováží i středoevropský region a i zde lze čekat, že se inflace bude ve všech zemích pohybovat hluboko v záporném teritoriu. A o to naléhavěji se bude zrak upírat k nadcházejícím zasedáním centrálních bank – ČNB a NBP. Asi netřeba dodávat, že obě centrální banky již delší dobu podstřelují své inflační cíle, přičemž ČNB tuto situaci řešila cílenou devalvací, NBP pak sražením úroků na historická minima. Dělalí dotyčné centrální banky opravdu vše, aneb nebudou již tento týden nakloněny udělat více?

Pokud jde o NBP tak se spíše spoléháme, že ještě ponechá na tomto zasedání sazby beze změny. Inflace sice padá ještě rychleji, než trh čekal, ale čísla z reálné ekonomiky nejsou špatná. Nominální mzdy rostou o necelá 4% meziročně (při 1% deflaci). Tak silný růst mezd zadělává na solidní výkon domácí poptávky, která táhla polské hospodářství vzhůru v posledním roce. I tak počítáme s tím, že super-nízká inflace v kombinaci s měnovou expanzí ECB nakonec dotlačí polskou centrální banku k dalšímu snížení sazeb - do léta tohoto roku o 50 bps.

Ačkoliv inflace zaostává za poslední prognózou ČNB a od ledna se dostala do záporného teritoria, centrální banka by ani tentokrát svoji politiku měnit neměla. Nepředpokládáme tedy zásah do dosavadního režimu, který je založen na intervencích (proti CZK). Inflaci totiž tlačí do záporu především levná ropa respektive zlevňování pohonných hmot na tuzemském trhu a představitel ČNB již několikrát hovořili o pozitivním nabídkovém šoku a vhodném současném nastavení kurzového režimu. Deflace ČNB netrápí vzhledem k tomu, že česká ekonomika a poptávka roste. Nicméně i s ohledem na expanzivní akci ECB považujeme v tuto chvíli za pravděpodobné prodloužení stávajícího kurzového závazku ČNB za dříve avizovaný termín prvního kvartálu roku 2016. S ohledem na inflační výhledy tak přichází v úvahu uvolnění koruny spíše až v roce 2017.

## Koruna vůči dolaru slábne – bude to však stačit?

Jan Bureš

**Německá lednová deflace předznamenává zřetelně záporné číslo i v ČR.**

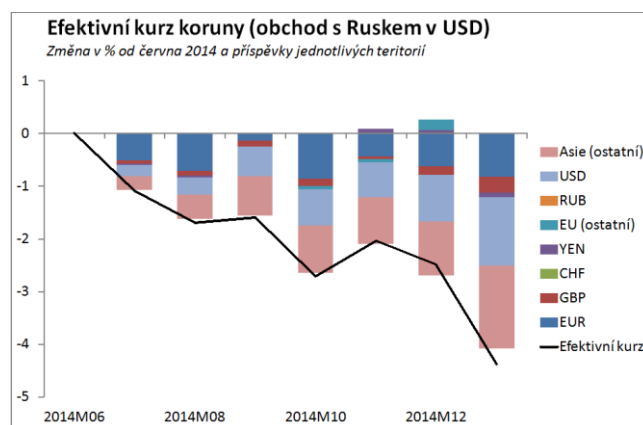
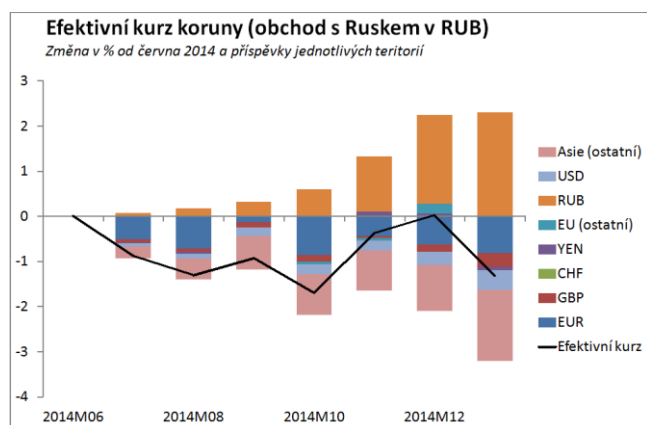
Propad lednové inflace v Německu a v eurozóně připomněl, proč ECB spustila masivní tisk nových peněz. Záporné inflační tlaky si dováží i Česko a čekáme, že se i zde inflace v lednu poprvé od roku 2009 může dostat do záporu - konkrétně na hodnotu -0,3 % (meziročně).

**Kurz koruny proti dolaru oslabuje.**

Evropská centrální banka i Česká národní banka věří, že inflaci pomůže v nejbližší době stabilizovat měnová expanze a především slabší měnové kurzy. Je pravda, že česká koruna především díky měnové expanzi ECB oslabilo meziročně oproti americkému dolaru skoro o 17 %. Obchod s USA má ale na celkovém zahraničním obchodě ČR relativně malý podíl (přibližně 2,5 %). Efektivní kurz koruny (který používá váhy zahraničního obchodu) je tak meziročně slabší pouze o procento. A to nehledě na skutečnost, že česká koruna v tuto chvíli výrazně ztrácí i vůči řadě asijských měn (čínský yuan, korejský won), které jsou více či méně vázány na dolar. Optikou efektivního kurzu tak na první pohled nelze čekat skrze kurzový kanál žádný výraznější inflační impulz.

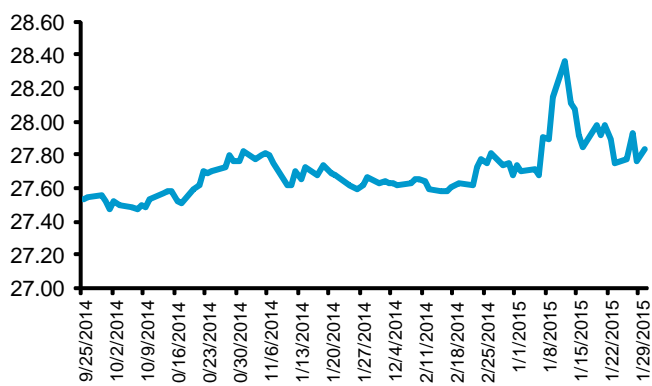
**Naopak proti rublu koruna výrazně posiluje.**

Tento obrázek je ale zkrácený jedním důležitým faktorem, a to je ruský rubl. Česká koruna vůči ruskému rublu za poslední rok kvůli ruské krizi výrazně posílila (o 65 %). Zahraniční obchod s Ruskem má váhu zhruba pět procent a tak silný pohyb je na celkovém kurzu koruny znát. Značná část dovozů z Ruska je denominována přirozeně v dolarech a ne v rublech (ropa, plyn). A s rozjezdem ruské krize pravděpodobně i velká část českých vývozců začala tlačit na určování cen v dolarech. Po započtení tohoto efektu je česká koruna odhadem meziročně o 3-4 % slabší a to už by na inflaci mohla zanechat svůj otisk.

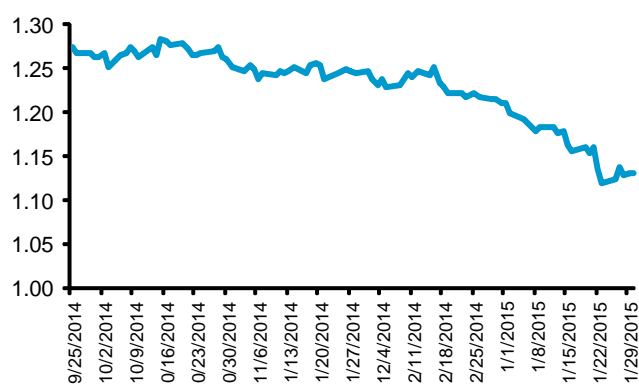


## Přehled trhů

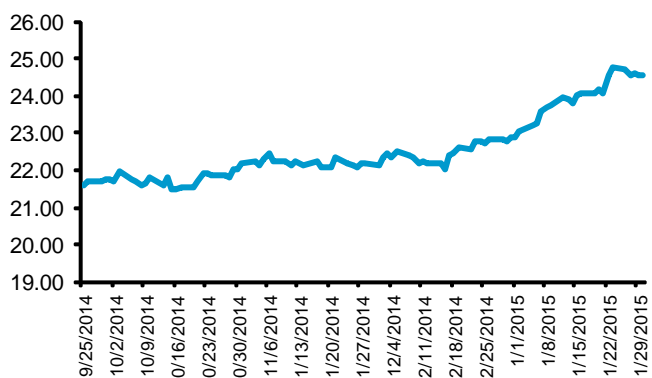
**EURCZK**



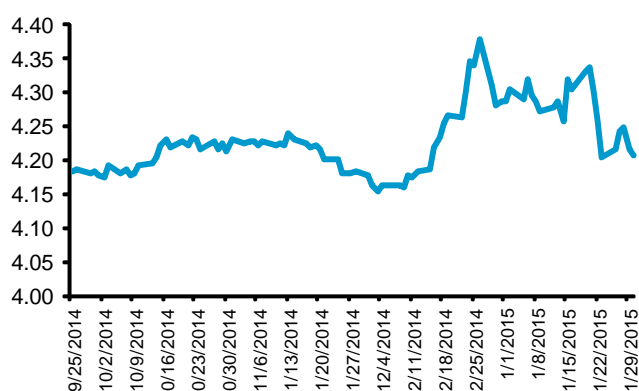
**EURUSD**



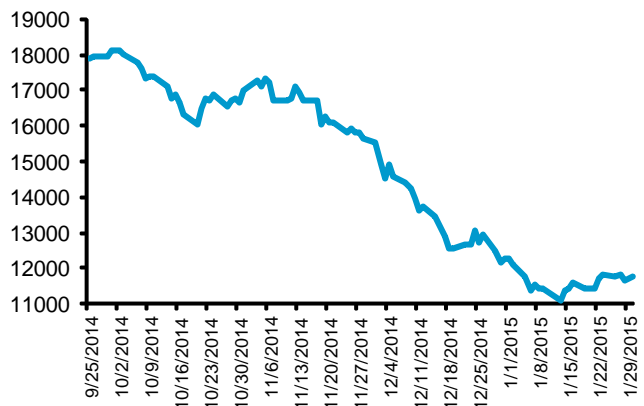
**USDCZK**



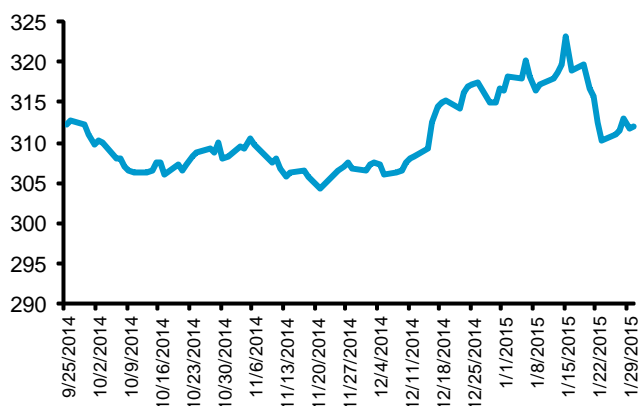
**EURPLN**



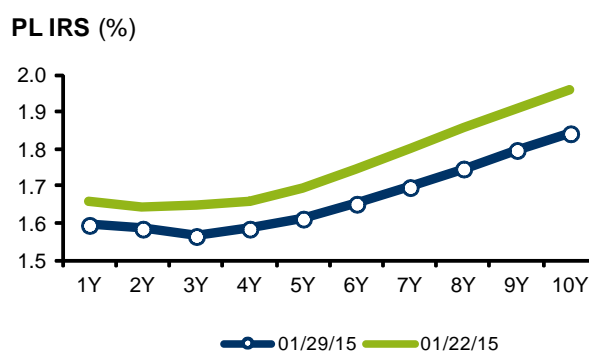
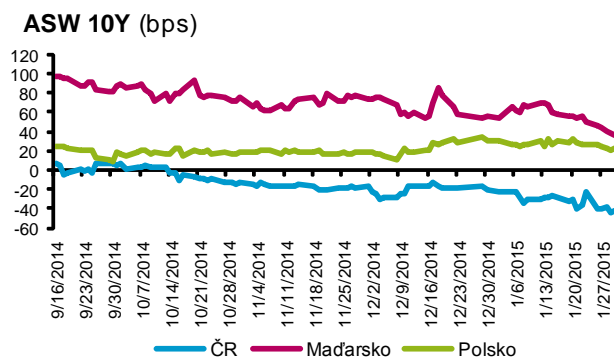
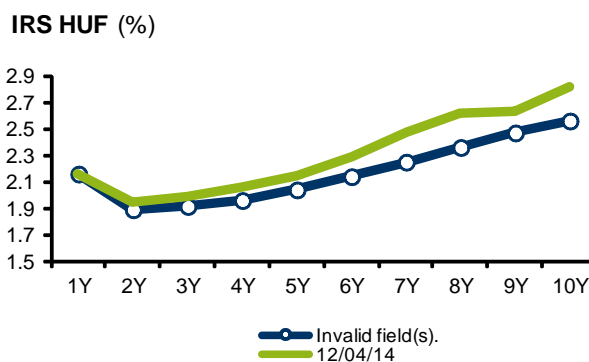
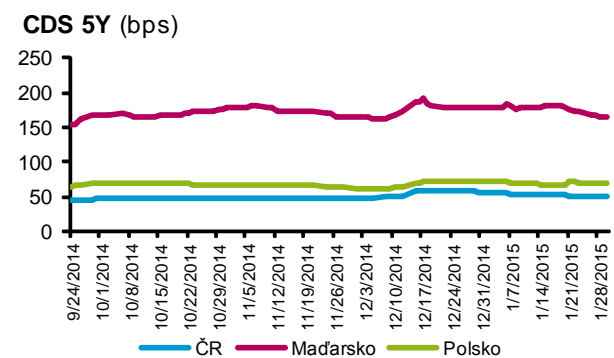
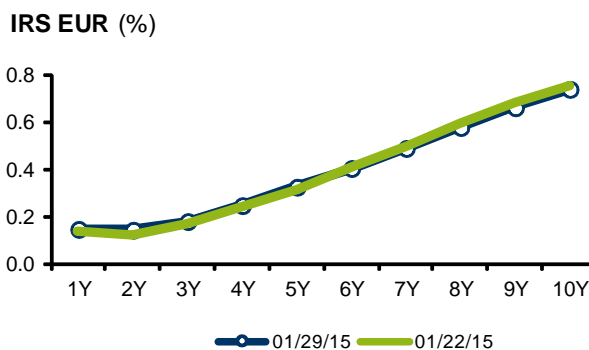
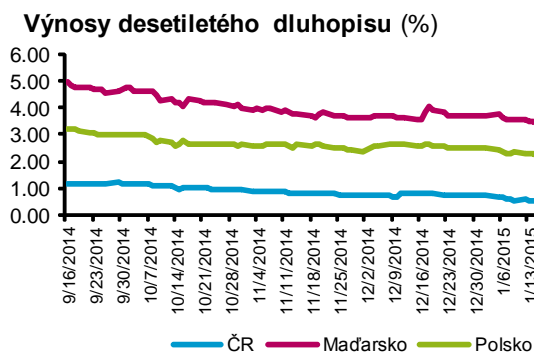
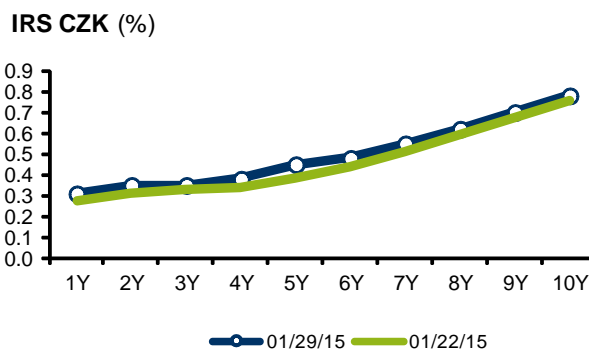
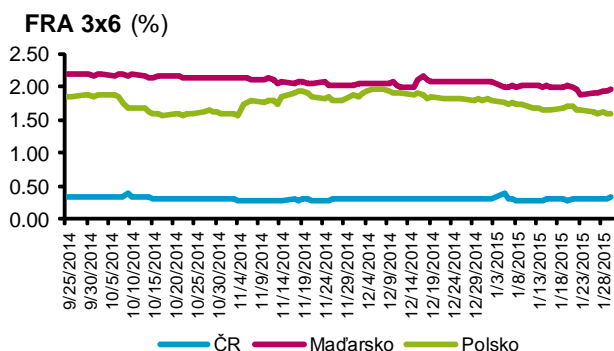
**DIESEL (CZK/t)**



**EURHUF**



Zdroj: Thomson Reuters



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

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

	XII.14	XI.14	XII.13
Tržby	4,0	0,8	5,6
kumul. od ledna	5,2	5,3	1,2

### ST 14:00, PL Zasedání NBP

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

### ČT 13:00, CZ Zasedání ČNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	0,05	11/2012
změna v p. bodech	0	-20

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

	XII.14	XI.14	XII.13
Měsíčně	3,5	-0,4	8,6
kumul. od ledna	4,5	4,6	-0,1

## CZ: Obchod v režii aut

Odhadovaný růst maloobchodu za prosinec opět stojí především na silnějších prodeích nových osobních automobilů na českém trhu (byť část z nich končí stejně v zahraničí). U zbylé větší části maloobchodu žádné dramatické meziroční přírůstky nečekáme. A měnit by se nemusely ani dosavadní trendy, tj. expanze internetových obchodů a rostoucí zájem o nákupy elektroniky dosud zlevňující navzdory slabé koruně. V letošním roce by se ovšem situace měla postupně měnit směrem k udržitelnějšímu tempu obchodu, a to včetně motoristického segmentu. Velkou vzpruhou budou tentokrát levnější pohonné hmoty, které budou znamenat významnou úsporu v rodinných rozpočtech, nicméně rekordní nárůst prodeje nových vozů se již opakovat zřejmě nebude.

## PL: NBP ponechá sazby beze změny

Předpokládáme, že polská centrální banka ponechá na tomto zasedání sazby ještě beze změny. Inflace sice padá ještě rychleji, než trh čekal, ale čísla z reálné ekonomiky nejsou špatná. Nominální mzdy rostou o necelá 4 % meziročně (při 1%ní deflaci). Tak silný růst mezd zadělává na solidní výkon domácí poptávky, která táhla polské hospodářství vzhůru v posledním roce. I tak počítáme s tím, že super-nízká inflace v kombinaci s měnovou expanzí ECB nakonec dotlačí polskou centrální banku k dalšímu snížení sazeb - do léta tohoto roku o 50 bps.

## CZ: ČNB politiku nezmění

Inflace sice zaostává za poslední prognózou ČNB a od ledna se nejspíše dostala do záporného teritoria, avšak centrální banka ani tentokrát svoji politiku měnit nebude. Nepředpokládáme tedy ani změnu úrokových sazeb, ani změnu kurzového režimu. Inflaci totiž tlačí do záporu především levná ropa respektive zlevňování pohonných hmot na tuzemském trhu a představitelé ČNB již několikrát hovořili o pozitivním nabídkovém šoku a vhodném současném nastavení kurzového režimu. Deflace ČNB netrápí vzhledem k tomu, že česká ekonomika a poptávka roste. Změnu politiky nepředpokládáme ani ve zbytku letošního roku. Jediné, co považujeme v tuto chvíli za pravděpodobné, je prodloužení stávajícího kurzového závazku za dříve avizovanou hranici začátku příštího roku. S ohledem na inflační výhledy tak přichází v úvahu uvolnění koruny spíše až v roce 2017.

## CZ: Pozitivní závěr roku pro průmysl

Předpokládáme, že poslední výsledky průmyslu za rok 2014 dopadnou pozitivně. Ať už z pohledu samotného růstu produkce, tak i zakázek a zaměstnanosti. V růstu pokračovala produkce aut, avšak vyšší tempa očekáváme spíše od výrobců elektrotechniky, elektrických zařízení a kovových výrobků. Naopak propad nejspíše opět postihl těžební průmysl. Slušný, i když už nejspíše ne dvojciferný byl v prosinci i nárůst nových zakázek. S ohledem na předchozí zvýšení by však mělo jít i tak o velmi pozitivní výsledek zajišťující příznivý trend českého průmyslu i v prvních měsících roku 2015.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Polsko	02.02.2015	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		01/2015			53.1		52.8	
Maďarsko	02.02.2015	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		01/2015					50.7	
Maďarsko	02.02.2015	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	11/2014 *F					831.8	
ČR	02.02.2015	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		01/2015			53.5		53.3	
Francie	02.02.2015	9:50	Index nákupních manažerů v průmyslu		01/2015 *F					49.5	
Německo	02.02.2015	9:55	Index nákupních manažerů v průmyslu		01/2015 *F			51		51	
EMU	02.02.2015	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		01/2015 *F			51		51	
ČR	02.02.2015	14:00	Rozpočtové saldo	mld. CZK	01/2015					-77.8	
USA	02.02.2015	14:30	Osobní příjmy	%	12/2014			0.2		0.4	
USA	02.02.2015	14:30	Osobní výdaje	%	12/2014			-0.2		0.6	
USA	02.02.2015	14:30	Deflátor osobní spotřeby	%	12/2014			-0.3	0.8	-0.2	1.2
USA	02.02.2015	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	12/2014			0	1.3	0	1.4
USA	02.02.2015	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		01/2015	53.9		54.8		55.5	
USA	02.02.2015	16:00	Cenový subindex ISM		01/2015			40		38.5	
EMU	03.02.2015	11:00	Výrobní ceny	%	12/2014			-0.7	-2.3	-0.3	-1.6
USA	03.02.2015	16:00	Tovární zakázky	%	12/2014			-2		-0.7	
USA	03.02.2015	16:00	Projev Bullarda o ekonomice v Delaware	Fed	02/2015						
USA	03.02.2015	17:45	Projev Kocherlakota o měnové politice v Minnesotě	Fed	02/2015						
USA	03.02.2015	23:00	Prodej domácích automobilů	mil. USD	01/2015			13.6		13.46	
USA	03.02.2015	23:00	Celkový prodej automobilů	mil. USD	01/2015			16.8		16.8	
ČR	04.02.2015	9:00	Maloobchodní tržby	%	12/2014		4		4.6		0.8
Maďarsko	04.02.2015	9:00	Maloobchodní tržby	%	12/2014						5.2
EMU	04.02.2015	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		01/2015 *F			52.3		52.3	
EMU	04.02.2015	11:00	Maloobchodní tržby	%	12/2014			-0.2		0.6	1.5
Polsko	04.02.2015	14:00	Zasedání RPP		02/2015	2		2		2	
USA	04.02.2015	14:15	ADP report z trhu práce	tis.,nsa	01/2015			220		241	
USA	04.02.2015	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM		01/2015			56.5		56.2	
USA	04.02.2015	18:45	Projev Mestera o ekonomice v Ohio	Fed	02/2015						
Německo	05.02.2015	8:00	Tovární zakázky	%	12/2014			1	0.3	-2.4	-0.4
EMU	05.02.2015	12:30	Projev Preata ve Frankfurtu	ECB	02/2015						
ČR	05.02.2015	13:00	Zasedání ČNB	%	02/2015	0.05		0.05		0.05	
USA	05.02.2015	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	01/2015					265	
USA	05.02.2015	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	01/2015					2385	
USA	05.02.2015	14:30	Obchodní bilance	mld. USD	12/2014			-38		-39	
Maďarsko	05.02.2015	17:00	Rozpočtové saldo	mld. HUF	01/2015					-825.7	
Německo	06.02.2015	8:00	Průmyslová výroba	%	12/2014			0.3	-0.5	-0.1	-0.5
Maďarsko	06.02.2015	9:00	Průmyslová výroba	%	12/2014 *P					3.3	5.8
ČR	06.02.2015	9:00	Obchodní bilance (národní)	mld. CZK	12/2014	-1.5		-7.8		13.1	
ČR	06.02.2015	9:00	Průmyslová výroba	%	12/2014		3.5		6.7		-0.4
ČR	06.02.2015	9:00	Stavební výroba	%	12/2014						2
USA	06.02.2015	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis.,nsa	01/2015	241		231		252	
USA	06.02.2015	14:30	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis.,nsa	01/2015	230		220		240	
USA	06.02.2015	14:30	Míra nezaměstnanosti	%	01/2015			5.6		5.6	
USA	06.02.2015	14:30	Průměrná hodinová mzda	%	01/2015			0.3	1.8	-0.2	1.7
USA	06.02.2015	18:45	Projev Lockharta na Floridě	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	2	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	0.76	1.22	0.88	0.75	0.78	0.93
Maďarsko	HU10Y	2.61	3.92	3.25	3.50	3.50	3.65
Polsko	PL10Y	1.82	2.87	2.23	2.20	2.10	2.20

### Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3
Česko	EUR/CZK	27.8	27.51	27.73	28.00	27.70	28.10
Maďarsko	EUR/HUF	312	311	316	315	315	318
Polsko	EUR/PLN	4.21	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 (%)

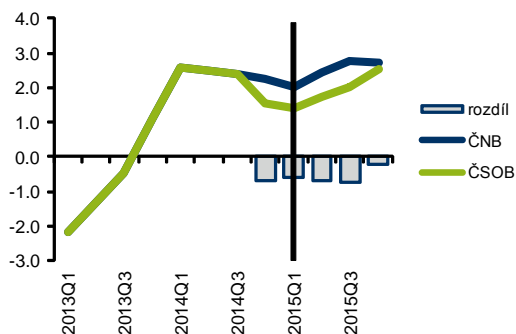
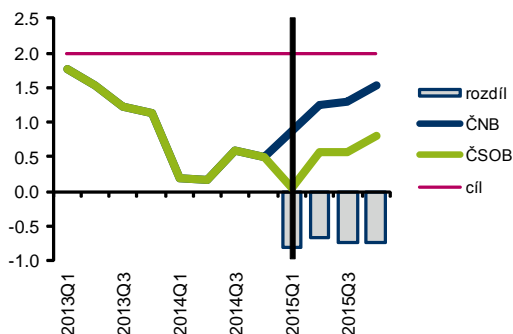
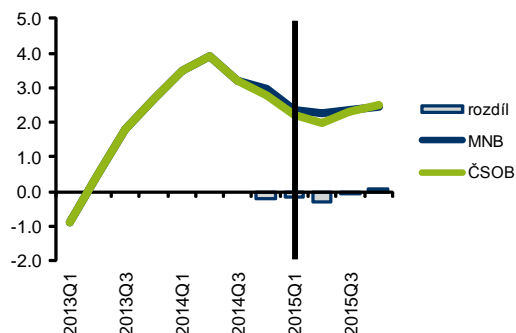
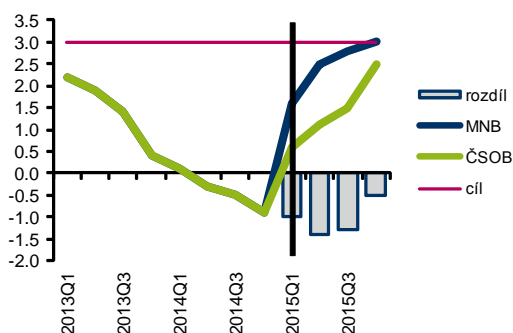
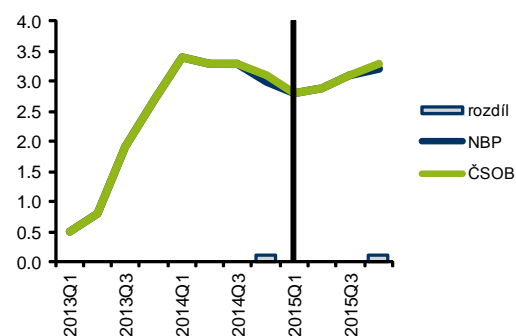
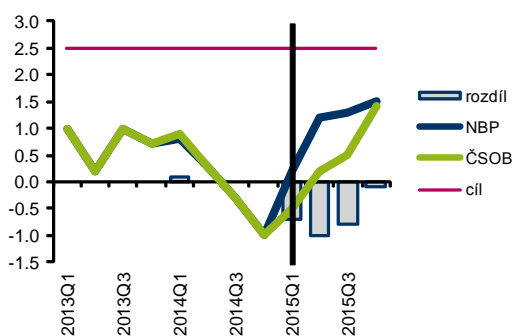
	2014	2015
Česko	0.0	1.8
Maďarsko	2.2	2.5
Polsko	-2.5	-2.5

### 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.