



www.csob.cz

www.csob.cz/Analzy

15. září 2017

● Česká republika

Česká inflace zůstává nad cílem

2

ČNB směřuje ke zvýšení sazeb

3

● Výhled na týden

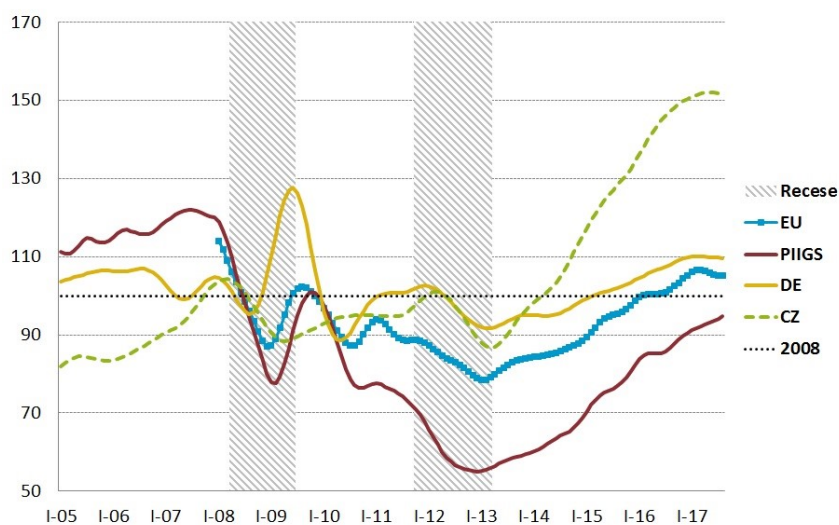
MNB uvolní měnovou politiku

6

Prodeje nových aut v EU stále rostou

Trend registrací osobních automobilů

(2008=100; zdroj: ACEA, ČSOB)



Registrace nových automobilů v Evropě pokračují v růstu, i když zdaleka ne už tak strmým, jako třeba v loňském roce. Srpen sice byl ve znamení solidního přírůstku o 5,6 %, avšak za prvních osm měsíců tempo prodeje nových vozů dosáhlo „jen“ 4,5 %. Nejde ovšem o žádné překvapení, protože trh je na vzestupu už pátým rokem a aktuálně se registrace pohybují asi o pět procent výše než v rekordním roce 2008. Je to o 3,5 mil. vozů ročně více než v době největšího útlumu.

Známky pozvolného nasycování trhu jsou patrné nejen ze samotných registrací, ale i z průzkumů mezi spotřebiteli. Ochota pořídit si nový vůz není rozhodně malá, avšak je nižší než v předchozích dvou letech. Výjimku však představují tři z pěti největších trhů – Francie, Itálie a Španělsko, kde boom započal o něco později. A to bude zřejmě tím hlavním důvodem, proč lze spoléhat na další – i když celkově pomalejší – nárůst zájmu o osobní automobily v EU.

Česká inflace zůstává nad cílem

Petr Dufek

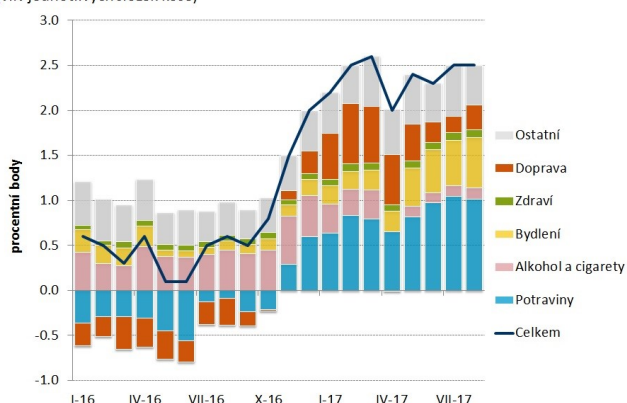
Inflace v srpnu stagnovala na 2,5 % a za prognózou ČNB zaostala o jednu desetinu procentního bodu.

Srpnová inflace skončila podle očekávání, když spotřebitelské ceny meziměsíčně poklesly o 0,1 %, a to především zásluhou sezónního vývoje cen potravin. Vedle nich mírně díky výprodejům zlevnilo sezónní oblečení a obuv, zatímco ceny dovolených naopak ve vrcholící sezóně zamířily ještě více nahoru. Meziročně inflace sice stagnuje, avšak tlak na růst cen rozhodně nezmírňuje. Jen za potraviny nyní spotřebitelé platí o 5,6 % více než loni především v důsledku zvyšování cen mléčných výrobků a masa. Rostou i náklady na bydlení s tím, jak se zvyšuje nájemné a ceny některých energií. A právě potraviny spolu s bydlením generují více než polovinu současné inflace. Je přitom velmi pravděpodobné, že zmírnění růstu těchto cen nelze v nejbližších měsících příliš očekávat. Zvláště v případě bydlení, kde boom poptávky tlačí nahoru nejenom ceny bytů, ale i nájmu. A to je na spadnutí ještě nárůst cen elektrické energie v důsledku jejího zdražování na komoditních burzách.

Inflaci stále ve větší míře nahrává i zvyšující se kupní síla domácností. Rychlý růst mezd totiž nemůže zůstat bez následků a nakonec je to už vidět u služeb v oblasti ubytování a stravování nebo některých volnočasových aktivit, kde vysoká poptávka nahrává vyšším obchodním maržím. Nelze ovšem zapomenout ani na ty služby, kde se rychle rostoucí mzdy promítají do cen téměř automaticky. Naštěstí jejich podíl na spotřebitelském koší není až tak zásadní. Naproti tomu na trhu, kde panuje velmi silná konkurence (viz elektronika, respektive internetové obchody) ceny stále ještě klesají. Nakonec citelné oslabení dolaru vytváří obchodníkům dostatečný polštář pro další snížení cen zboží z Asie. Podobně, i když v mnohem menším měřítku, funguje i posílení koruny vůči euru, které od dubna dosáhlo cca 4 %.

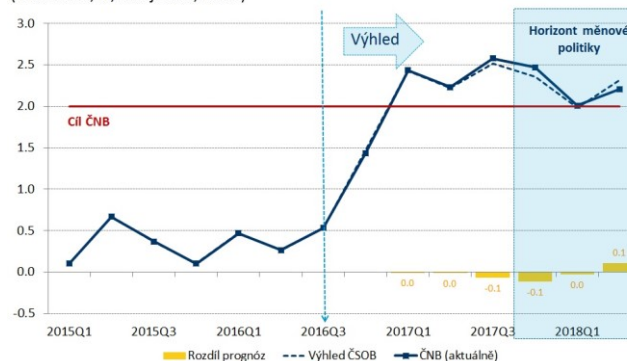
Struktura meziroční inflace

(vliv jednotlivých složek koše)



Výhled inflace

(meziročně, %; zdroj: ČNB, ČSOB)



ČNB směřuje ke zvýšení sazeb

Petr Dufek

Komentáře z ČNB připravují trh na zvýšení úrokových sazeb.

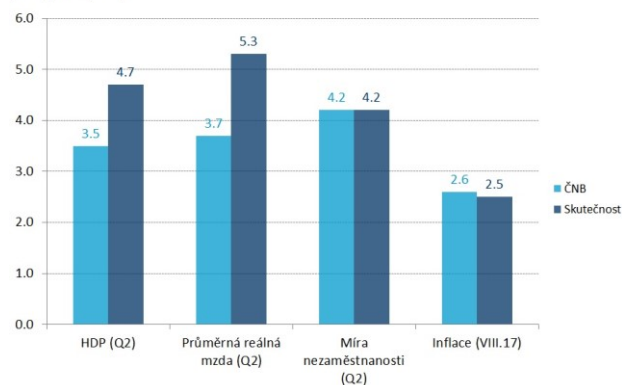
Už za 12 dnů proběhne další zasedání bankovní rady České centrální banky. Už příští středu si ČNB opět naordinuje týden mlčení a trh bude spekulovat, zda v bankovní radě převáží hlas pro zvýšení úrokových sazeb dříve, než naznačovala poslední prognóza. S každým dalším číslem z tuzemské ekonomiky je stále více jasné, že čas k tomuto kroku dozrál, je jen otázkou, kdy se tak stane. Růst HDP ve druhém čtvrtletí výrazně překonal výhled ČNB, stejně jako i dynamika mezd. Celková meziroční inflace zůstává nad cílem, i když její poslední výsledek mírně zaostal za prognózou. Přesto si může ČNB vzít snadno k ruce další inflační ukazatele, jako jsou čistá inflace (aktuálně 3,1 %), jádrová inflace (2,7 %) nebo měnově politická inflace (2,6 %), které její rozhodnutí zvýšit sazby mohou snadno podpořit. Zvláště, když jejich výhledy v ročním horizontu nenaznačují o nic rychlejší pokles pod cíl. Jako podpůrný argument pak lze téměř vždy použít ceny nemovitostí, které lámou rekordy a nejspíše i ve druhém čtvrtletí rostly nejrychleji v celé Evropě.

Varianty září a listopad jsou téměř rovnocenné.

Když k tomu připočteme fakt, že i koruna nechává ČNB prostor k akci, tak se zdá, že růstu sazeb nic nebrání. Jde tedy vlastně jen o to přijít na to, jaká taktika v bankovní radě převáží. Zda vyčkat na listopadovou prognózu a dát všem jasně najevo, že se doba skutečně už nachýlila, nebo konat rychleji, když tomu nahrává situace. Úplně zapomenout nelze ani na avizované odhalení záměrů ECB, ke kterému dojde až v říjnu, ale bude natolik „šokující“, aby přimělo trhy přepisovat výhledy EURIBORu vstupujícího do prognózy ČNB? Nebo bude znamenat prodloužení QE za horizont roku 2018? Pravděpodobně ne a ČNB nežije ve vzduchoprázdnu, aby alespoň trochu netušila, co vlastně ECB chystá. Takže zpátky na začátek; zvýší centrální banka sazby teď nebo až za zhruba dva měsíce? Můžeme jen „spekulovat“, zda chce být ČNB akční nebo maximálně transparentní. Takže to vypadá spíše na ten listopad. A pro kolegy, co mají rádi pravděpodobnosti, to může být 50,25 % vs. 49,75 %. Takže alespoň jedna jistota na závěr, a sice že v listopadu – byť po volbách – nejspíše ještě nebude známo, jakým směrem se začne ubírat rozpočtová politika.

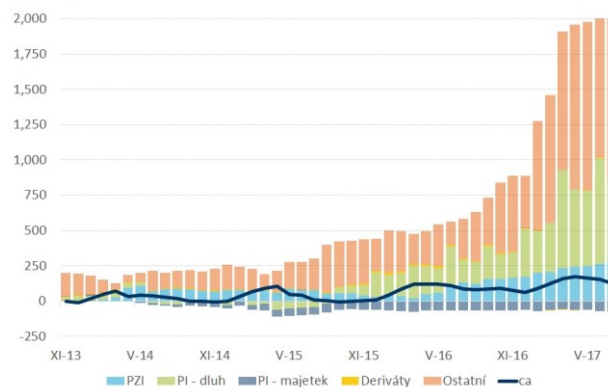
Vývoj české ekonomiky vs. výhled ČNB

(Zdroj: ČNB, ČSÚ)



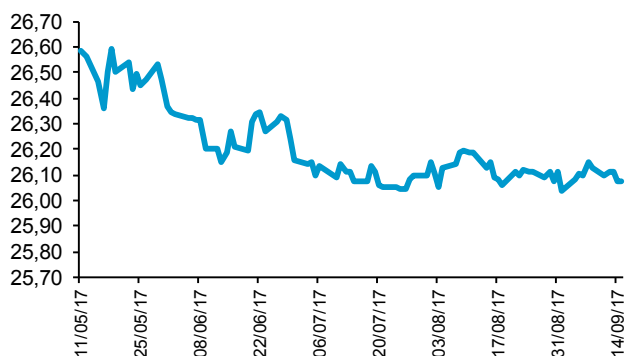
Příliv kapitálu do ČR od začátku intervencí

(mld. CZK)

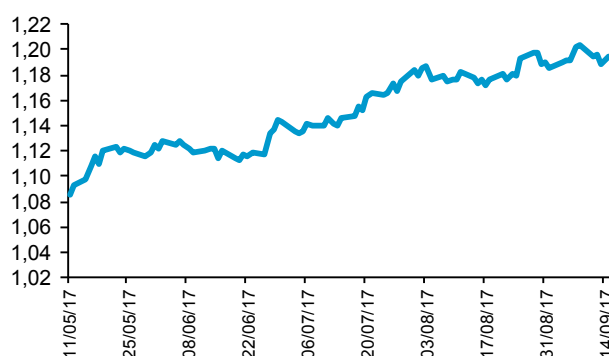


Přehled trhů

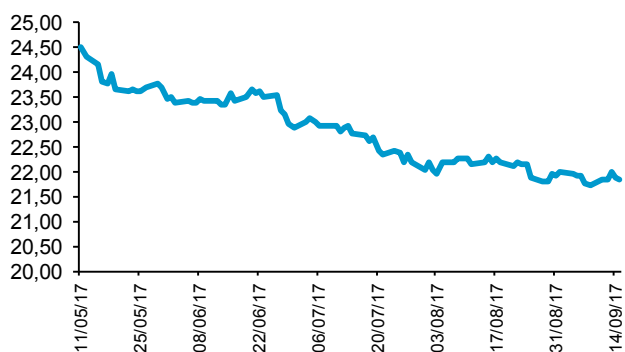
EURCZK



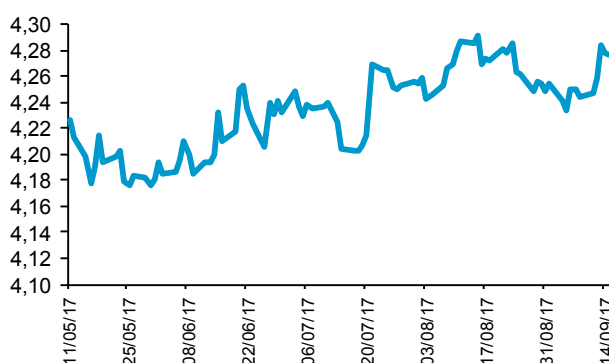
EURUSD



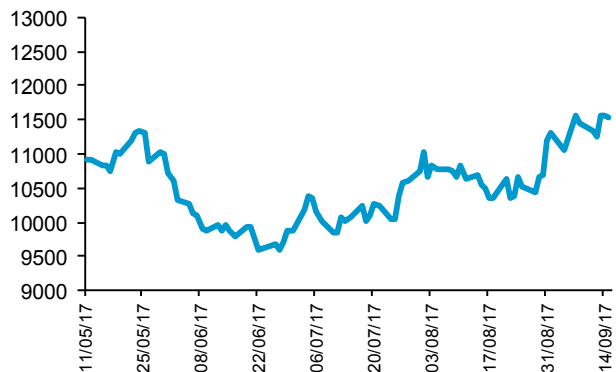
USDCZK



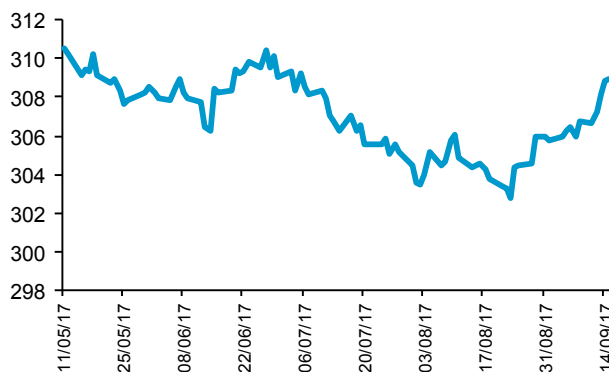
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

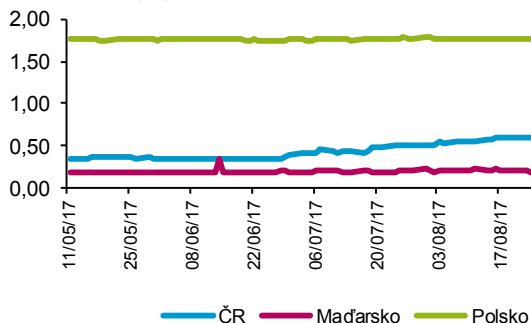


EURHUF

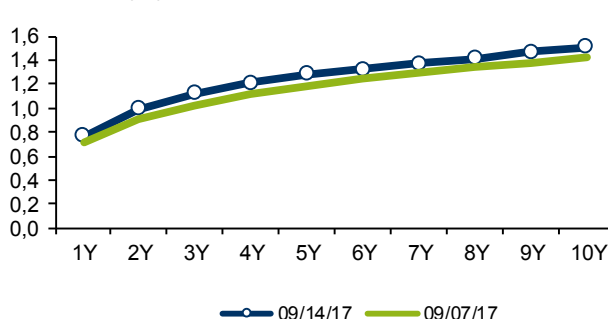


Zdroj: Thomson Reuters

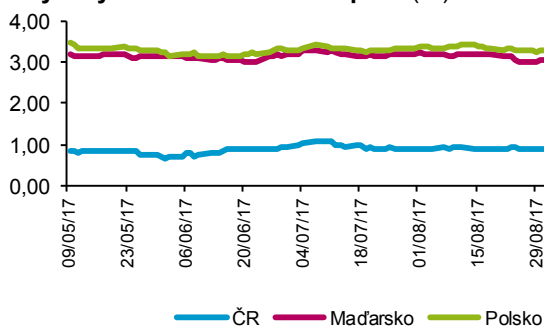
FRA 3x6 (%)



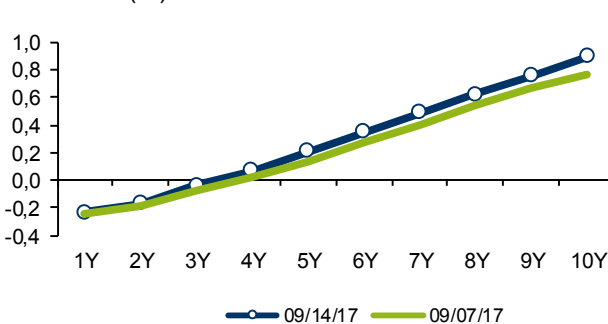
IRS CZK (%)



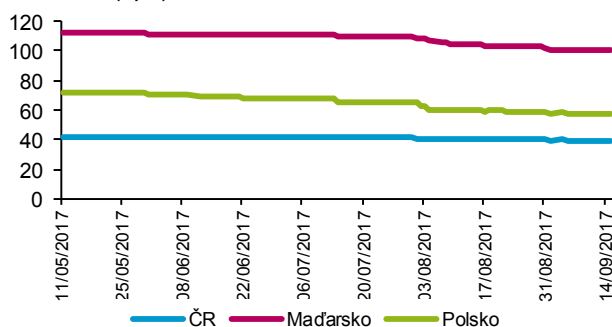
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



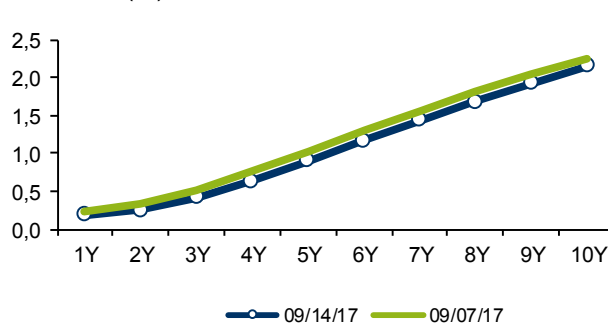
IRS EUR (%)



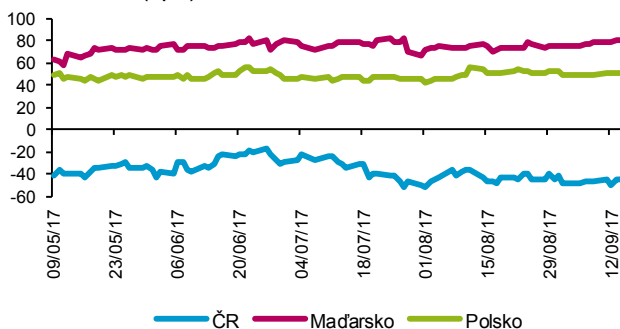
CDS 5Y (bps)



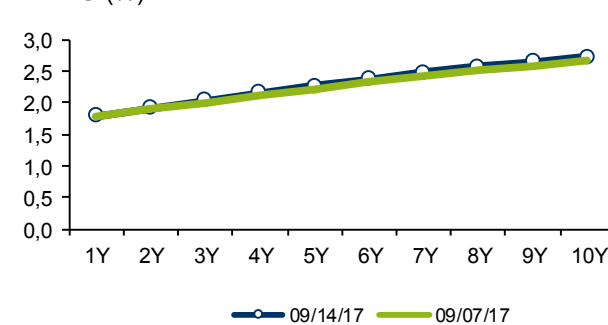
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ÚT 14:00, HU Zasedání MNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	0,90	5/2016
změna v b. bodech	0	-15

HU: MNB uvolní měnovou politiku

MNB dále uvolní měnovou politiku a to jednak tak, že omezí přístup komerčních bank do depo operací na 3M sazby z objemu 300 mld. forintů na 15 mld. forintů. Zároveň pravděpodobně sníží overnightovou sazbu o 10 bazických bodů z -0,05 % na 0,15 %.

ÚT 14:00, PL Průmyslová výroba (% y/y)

	VIII.17	VII.17	VIII.16
meziročně	8,9	6,2	7,5

PL: Průmyslová výroba za srpen

Polský průmysl si zřejmě i v srpnu udržel dobré tempo, což naznačují jak domácí, tak zahraniční podnikatelské nálady (PMI resp. německé Ifo). Navíc domácí poptávka je velmi silná, což potvrzuje jak rychlý růst mezd, tak maloobchodních tržeb. Srpnová data z průmyslu i maloobchodu přitom naznačí, jak silný růst polského HDP můžeme čekat ve třetím čtvrtletí.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	18.09.2017	9:00	Výrobní ceny	%	08/2017			0,1	1,3	-0,2	1,1
EMU	18.09.2017	11:00	Inflace	%	08/2017 *F			0,3	1,5	-0,5	1,3
EMU	18.09.2017	11:00	Jádrová inflace	%	08/2017 *F				1,2		1,2
Polsko	18.09.2017	14:00	Mzdy	%	08/2017			-1,1	5,7	-0,1	4,9
USA	18.09.2017	16:00	Index stavitelů rodinných domů		09/2017			67		68	
EMU	19.09.2017	10:00	Běžný účet	mid. EUR	07/2017					28,1	
Německo	19.09.2017	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)		09/2017			86,8		86,7	
Německo	19.09.2017	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)		09/2017			13,5		10	
Maďarsko	19.09.2017	14:00	Zasedání MNB	%	09/2017	0,9		0,9		0,9	
Polsko	19.09.2017	14:00	Průmyslová výroba	%	08/2017		8,9	3,2	5,9	-8,5	6,2
Polsko	19.09.2017	14:00	Výrobní ceny	%	08/2017			0,4	3	0,3	2,2
Polsko	19.09.2017	14:00	Maloobchodní tržby	%	08/2017			0,7	7,1	0,6	7,1
USA	19.09.2017	14:30	Zahájení staveb nových domů		08/2017			1180		1155	
USA	19.09.2017	14:30	Běžný účet	mid. USD	2Q/2017			-110,5		-116,8	
USA	19.09.2017	14:30	Index dovozních cen	%	08/2017			0,3	2,2	0,1	1,5
USA	19.09.2017	14:30	Udělená stavební povolení		08/2017			1220		1223	
Německo	20.09.2017	8:00	Výrobní ceny	%	08/2017			0	2,4	0,2	2,3
Maďarsko	20.09.2017	8:30	Běžný účet	mid. HUF	2Q/2017					1221	
Maďarsko	20.09.2017	9:00	Mzdy	%	07/2017				13,9		14,4
USA	20.09.2017	16:00	Prodej stávajících domů	mil.	08/2017			5,47		5,44	
USA	20.09.2017	20:00	Zasedání FOMC	%	09/2017			1,25		1,25	
EMU	21.09.2017	10:00	Měsíční zpráva ECB	ECB	09/2017						
EMU	21.09.2017	11:30	Projev Preato ve Frankfurtu	ECB	09/2017						
USA	21.09.2017	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	09/2017					284	
USA	21.09.2017	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	09/2017					1944	
USA	21.09.2017	14:30	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu		09/2017			17		18,9	
EMU	21.09.2017	15:30	Projev Draghiho ve Frankfurtu	ECB	09/2017						
EMU	21.09.2017	16:00	Index spotřebitelské důvěry		09/2017 *P			-1,6		-1,5	
USA	21.09.2017	16:00	Předstihové ukazatele		08/2017			0,2		0,3	
Francie	22.09.2017	8:45	HDP	%	2Q/2017 *F			0,5	1,7	0,5	1,7
Francie	22.09.2017	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		09/2017 *P			55,7		55,8	
Německo	22.09.2017	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		09/2017 *P			59,1		59,3	
EMU	22.09.2017	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		09/2017 *P			57,3		57,4	
EMU	22.09.2017	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		09/2017 *P			54,8		54,7	
Polsko	22.09.2017	10:00	Míra nezaměstnanosti	%	08/2017			7		7,1	
USA	22.09.2017	12:00	Projev Williamse ve švýcarské centrální bance	Fed	09/2017						
EMU	22.09.2017	13:15	Projev Constancia ve Frankfurtu	ECB	09/2017						
Polsko	22.09.2017	14:00	Peněžní zásoba M3	%	08/2017			0,3	5,2	0,3	5
USA	22.09.2017	15:30	Projev Georgeové na konferenci o vzhledu na ropu	Fed	09/2017						
USA	22.09.2017	15:45	Index nákupních manažerů v průmyslu PMI		09/2017 *P					52,8	
ČR	22.09.2017	17:00	Revize ratingu - Moody's	A1	3. revize						
Rusko	22.09.2017	17:00	Revize ratingu - Fitch	BBB-	2. revize						
USA	22.09.2017	19:30	Projev Kaplana v Dallasu	Fed	09/2017						

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	poslední změna	
Česko	2T repo	0,25	0,05	0,05	0,25	0,50	0,50	-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	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
Česko	PRIBOR 3M	0,46	0,25	0,26	0,50	0,75	0,76
Maďarsko	BUBOR 3M	0,12	0,18	0,15	0,15	0,15	0,20
Polsko	WIBOR 3M	1,73	1,73	1,73	1,73	1,75	1,75

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
Česko	CZ10Y	1,52	1,11	1,30	1,40	1,50	1,60
Maďarsko	HU10Y	2,16	2,59	2,36	2,30	2,40	2,50
Polsko	PL10Y	2,73	2,87	2,82	2,70	2,80	3,00

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
Česko	EUR/CZK	26,08	27,02	26,15	26,20	26,50	25,90
Maďarsko	EUR/HUF	309	309	309	303	308	305
Polsko	EUR/PLN	4,28	4,23	4,23	4,27	4,25	4,24

HDP (meziročně, %)

	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Česko	2,8	1,8	1,8	3,0	4,7	4,8	4,7
Maďarsko	2,6	2,2	1,6	4,2	3,2	4,2	3,6
Polsko	3,3	3,4	2,5	2,5	2,8	#N/A	#N/A

Inflace (meziročně, %, konec období)

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

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

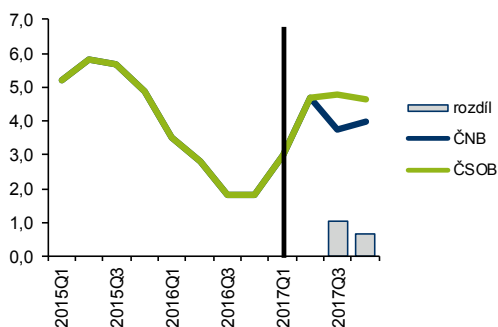
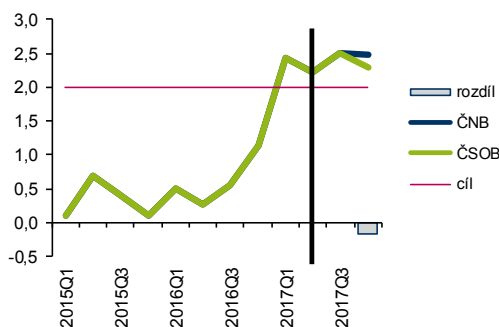
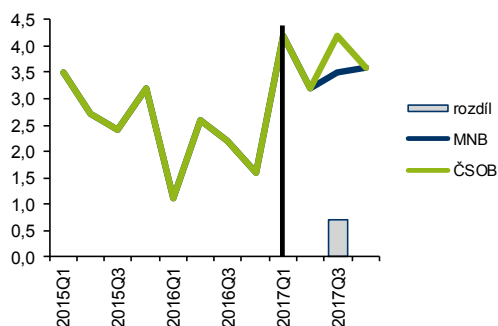
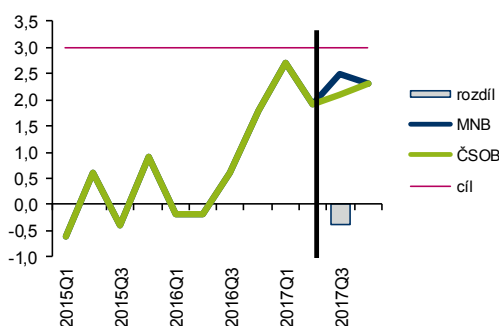
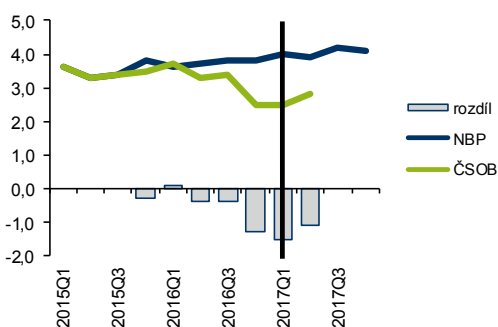
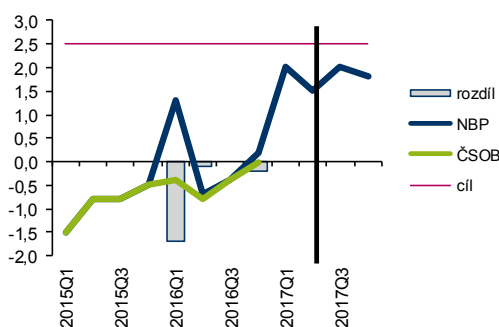
	2016	2017
Česko	1,1	0,7
Maďarsko	5,5	5,0
Polsko	-1,5	-1,3

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

	2016	2017
Česko	0,6	-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.