



● Česká republika a Maďarsko

Česká inflace míří dolů, zatímco maďarská vzhůru 2

Český průmysl míří opět vzhůru díky autům 3

● Výhled na týden

Polská inflace třetí měsíc v řadě na 1,1 % 6

Další propad inflace vrací do hry intervence proti koruně

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25.54	→	→
EUR/HUF	295.5	↗	→
EUR/PLN	4.19	↗	→
3M PRIBOR	0.45	→	→
3M BUBOR	3.55	→	↘
3M WIBOR	2.68	→	→
10Y CZK	2.47	↗	↗
10Y PLN	4.44	↗	↗
10Y HUF	5.70	↗	↗
3M EURIBOR	0.23	→	→
10Y EMU	1.85	↘	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Zaří opět potvrdilo, že inflace rozhodně není a nebude v ČR problémem. Spíše naopak, neboť meziročně spotřebitelské ceny vzrostly jen 1,0 %. Inflace tak nejenže byla vyšší, než ČNB očekávala (1,4 %), ale navíc se dostala na spodní hranici toho, kde by ji centrální banka chtěla vidět. Další měsíce přitom nejspíše přinesou opět pokles inflace, neboť slabá domácí poptávka drží růst cen na uzdě a inflační tlaky nejsou kromě některých výrobních téměř vidět. Navíc na začátku příštího roku by měl přijít další dezinflační šok, když s největší pravděpodobností dojde k poklesu cen silové elektřiny.

Záříjové inflační číslo nejspíše znovu podpoří diskuse o možném oslabení koruny ze strany centrální banky, jakožto nového nástroje k dosažení inflačního cíle. Připomeňme, že z poslední prognózy vyplývá, že ČNB by si přála vidět kurz ve třetím kvartále 2013 zhruba na úrovni EUR/CZK 25,8. Vyšší než očekávaná úroveň Příboru však modelově žádoucí kurz dokonce posunuje ještě výše – možná až k úrovni EUR/CZK 26,2. A přestože poslední čísla z českého průmyslu vylepšují pohled na ekonomiku, ČNB podle nás nebude tolerovat výraznější zisky koruny. Centrální banka tak zřejmě po listopadovém zasedání zahájí intervence s cílem dovézt do české ekonomiky skrze slabší českou měnu vyšší inflaci. Trh přitom může ČNB k akci přinutit ještě před příštím zasedáním a to v případě, že pár EUR/CZK spadne pod hranici 25,40. Pak by na řadu přišly nejprve verbální intervence, a pokud ty by nezabraly tak zřejmě i skutečné.

Otázkou je, zdali něco takového ocení spotřebitelé. ČNB těžko někdo bude vyčítat, že nedokáže vytlačit roční inflaci na(d) 2 %, když ta je nízká díky nižším cenám komodit a také díky konkurenčnímu boji v telekomunikacích, který v posledním půlroce výrazně zlevnil ceny volání.

Vyvolat poptávkovou inflaci v malé otevřené ekonomice jako je ta česká, bude pro ČNB vždy velkou výzvou. Česká centrální banka nemá páky na to, kterak podpořit mizivý růst mezd, který především ochabuje domácí soukromou spotřebu. Normativní otázkou pro české ekonomy tedy je, zdali v takové situaci zvýšení inflace skrze ČNB, cílené oslabení koruny a následný dovoz inflace zvýší celkový užitek pro českou společnost. Jen aby totiž náhodou zdražení dováženého zboží nevedlo doma k větší frustraci, než dočasná (a nečekaná) deflace vyvolaná navíc pozitivním nabídkovým šokem.

Česká inflace míří dolů, zatímco maďarská vzhůru

Petr Dufek, Dávid Németh

Česká inflace jeden procentní bod pod cílem a čtyři desetiny pod prognózou ČNB.

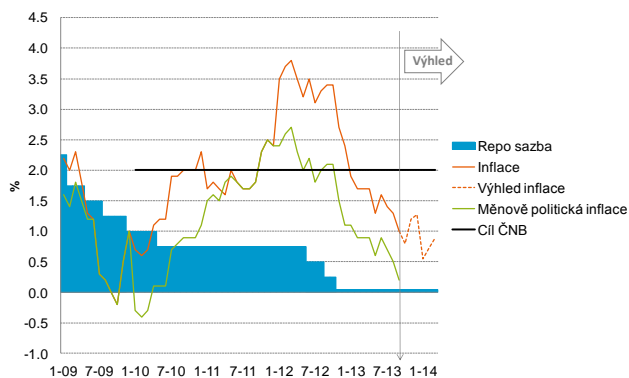
Sezónní zlevňování rekreací s koncem sezóny spolu se snížením cen některých potravin se postaraly o snížení spotřebitelských cen (m/m) o čtyři desetiny. Meziroční inflace se rovněž snížila – ze srpnových 1,3 % na aktuální 1,0 % a dostala se tak na dolní hranici tolerančního pásma ČNB a čtyři desetiny procentního bodu pro prognózu centrální banky. Měnově politická inflace se dokonce přiblížila na dohled nuly, když v září poklesla na 0,2 %. Hlavní zásluhu na současném dezinflačním procesu v ČR má příznivý vývoj cen spotřebního zboží, telekomunikačních služeb a pohonných hmot.

Inflace rozhodně není a nebude problémem ČR. Spíše naopak. Slabá domácí poptávka drží růst cen na uzdě a inflační tlaky nejsou v podstatě vidět. Nízká poptávka dokonce u řady spotřebního zboží stále tlačí ceny dolů. Poptávková inflace je dokonce dávno zapomenuta. Další měsíce navíc nejspíše přinesou opět pokles inflace, který by měl vrcholit v úvodu příštího roku, kdy dojde k poklesu cen silové elektřiny. Aktuální inflační čísla spolu s výhledem nižší než prognózované inflace nepochybně znovu podpoří diskuse o možném oslabení koruny ze strany centrální banky. Koruna sice vnímá hrozbu devizových intervencí už v podstatě rok, ale při absenci skutečného zásahu se čas od času snaží testovat hranice stále hlouběji pod prognózou ČNB. Když vezmeme v úvahu, že poslední hlasování o devizových intervencích bylo velmi těsné, je jen otázkou času a odvahy koruny, kdy se do hry vloží centrální banka.

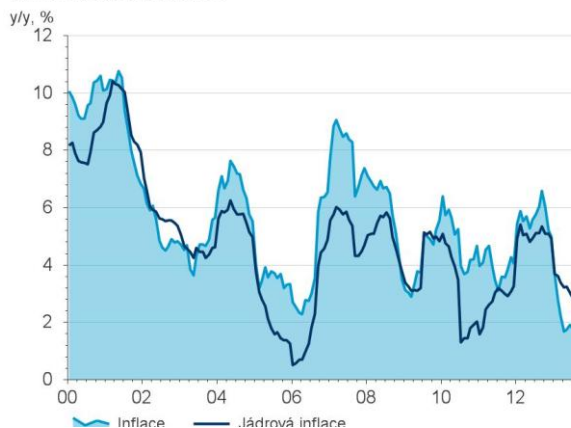
Maďarská inflace sice roste, ale další pokles sazeb je na spadnutí.

Maďarská inflace překvapila v září, na rozdíl od české, směrem vzhůru a meziročně ceny rostly o 1,4 %. Další divergence mezi inflací celkovou a jádrovou (ta dosáhla 3,5 % y/y) byla způsobena růstem marží na prodeji tabákových výrobků, vyššími daněmi uvalenými na bankovní sektor a vyššími poplatky za využívání dálnic. Ačkoliv v prosinci může inflace klesnout pod jedno procento (díky dalšímu snižování cen energií), tak trend jádrové inflace, která v posledních třech měsících vzrostla z 2,8 % y/y na 3,5 % y/y, naznačuje, že jakmile odezní jednorázové efekty (pravděpodobně na konci roku 2014), tak se meziroční míra inflace může vrátit nad 3 % (inflační cíl MNB). Nicméně, to by samo o sobě nemělo centrální banku odradit od dalšího snížení oficiálních úrokových sazeb o 20 bazických bodů, které očekáváme od zasedání na konci října.

Inflace vs. hlavní sazba ČNB



Maďarsko: Inflace



Český průmysl míří opět vzhůru díky autům

Petr Dufek

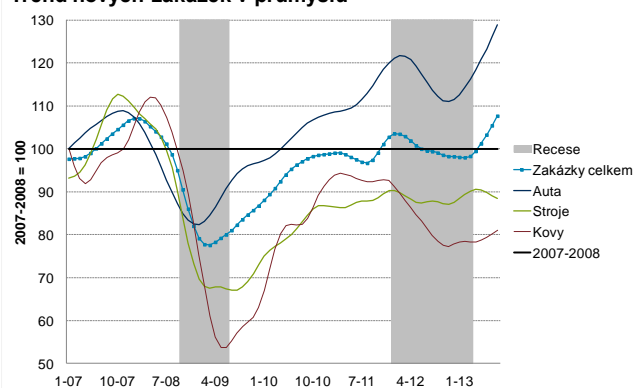
Nejen růst výroby, ale především zakázky povzbuzují optimismus v průmyslu.

Srpnový výsledek průmyslu dopadl nad očekávání dobře. Růst výroby v našem nejsilnějším odvětví dosáhl po očištění o vliv rozdílného počtu pracovních dnů o 4,2 %. Zvláště dobře se vedlo automobilkám, které v posledních měsících těží z rychlého růstu nových zakázek. To nakonec potvrzují i statistiky Sdružení automobilového průmyslu, podle kterých se výroba aut v ČR ve třetím čtvrtletí již meziročně zvýšila o 9,5 %. Dobré výsledky má tentokrát i plastikářský průmysl a výroba kovových výrobků. Naopak v mínusu se ocitá těžební průmysl, který se musí vyrovnávat s nízkými cenami komodit. Zvláště příjemnou zprávou je růst nových průmyslových zakázek o více než 12 %. Ten spolu s rostoucím optimismem průmyslových firem a již dříve zveřejněným indexem nákupních manažerů přináší velkou šanci na velmi slušné výsledky průmyslu i v dalších měsících. V zakázkách opět hrají prim auta, jimž pomáhá mimo jiné i stabilizace evropského automobilového trhu. Ten se po čtyřech letech přestal propadat, a to dokonce i v zemích na předlužené periferii. I ze zakázek je vidět, že za výsledky průmyslu je především zahraniční poptávka, zatímco ta domácí zůstává stále slabší. Nejnovější výsledky proto vnímáme s opatrným optimismem, protože i oživení zahraniční poptávky může být zatím jen velmi křehké.

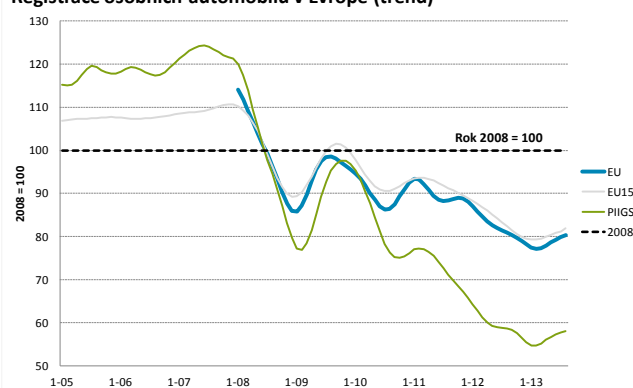
Evropský automobilový trh se začíná stabilizovat.

Pozitivní trend tuzemského průmyslu se přímo odráží i ve výsledcích zahraničního obchodu, respektive především exportu. Historicky nejvyšší srpnový přebytek obchodní bilance (20,7 mld. korun) je spolu se zvyšujícím se exportem (+3,5 % y/y) dokladem. Zvláště silný byl v posledním měsíci vývoz silničních vozidel, který se meziročně zvýšil téměř o třetinu na 44,2 mld. korun. Ve prospěch exportu aut nyní hovoří i po pěti letech stabilizující se trh osobních a užitkových vozidel v Evropě. Jak je patrné z posledních statistik, situace se začíná pozvolna zklidňovat i na periferních trzích, které zažily zcela bezprecedentní propad – celkem téměř o 40 % ve srovnání s rokem 2008 (viz graf). Průmysl se tak nepochybně znovu stává motorem české ekonomiky, byť jeho směr určuje především síla zahraniční poptávky. Měkklé ukazatele (zakázky, důvěra atp.) naznačují, že pozitivní výsledky z tohoto odvětví můžeme očekávat i v následujících měsících.

Trend nových zakázek v průmyslu

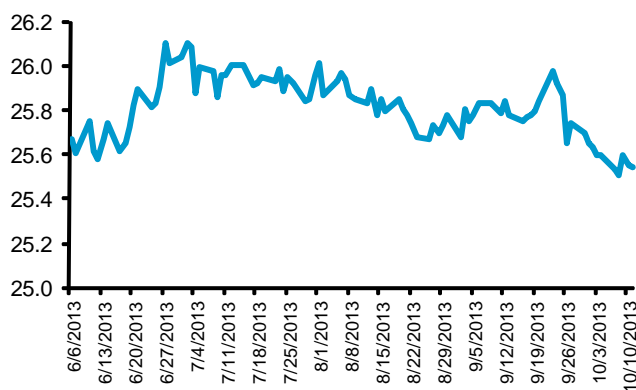


Registrace osobních automobilů v Evropě (trend)

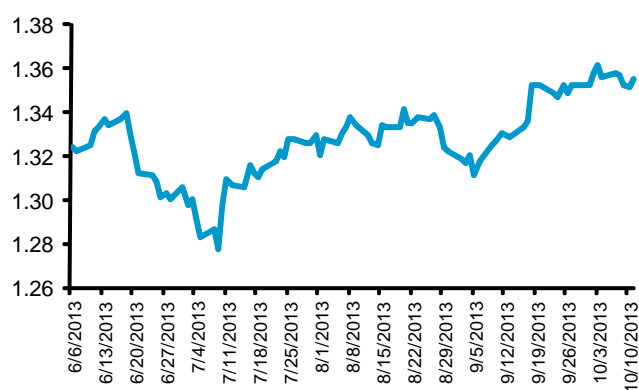


Přehled trhů

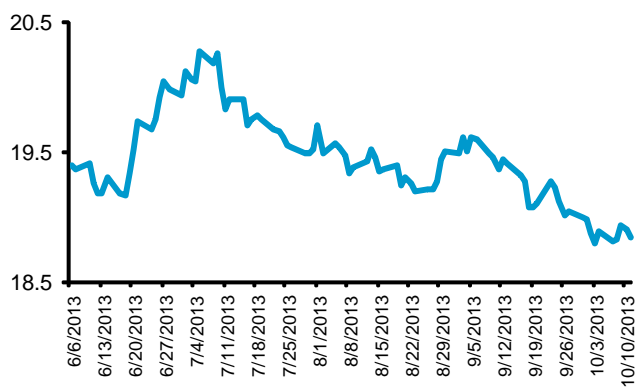
EURCZK



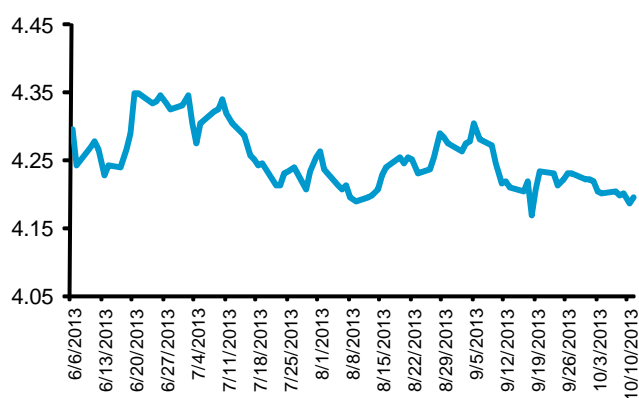
EURUSD



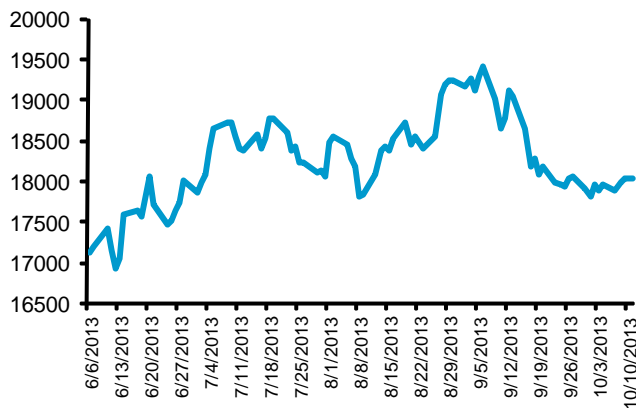
USDCZK



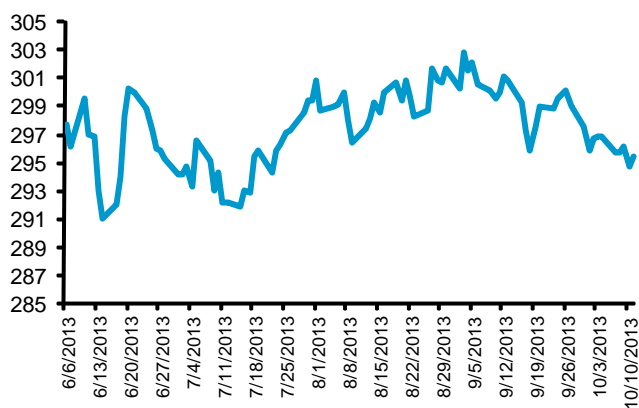
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

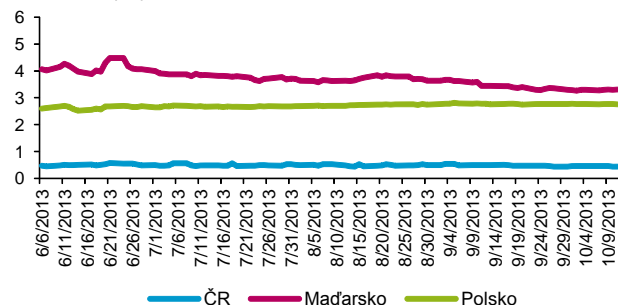


EURHUF

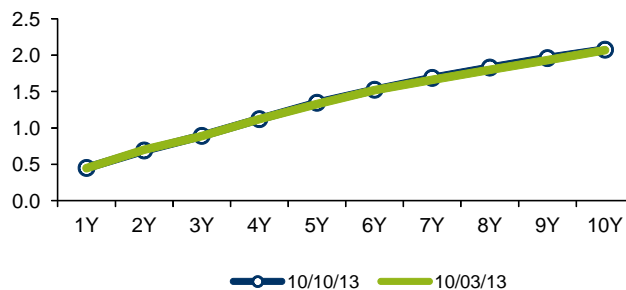


Zdroj: Thomson Reuters

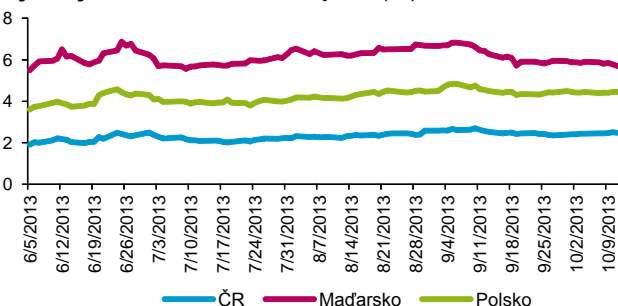
FRA 3x6 (%)



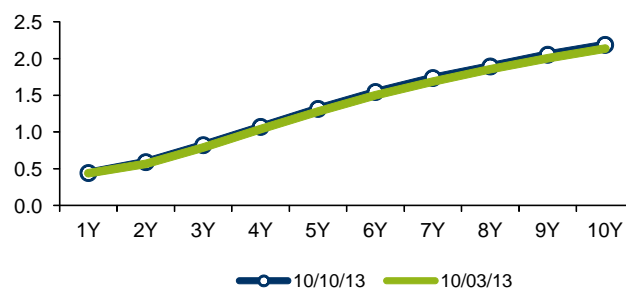
IRS CZK (%)



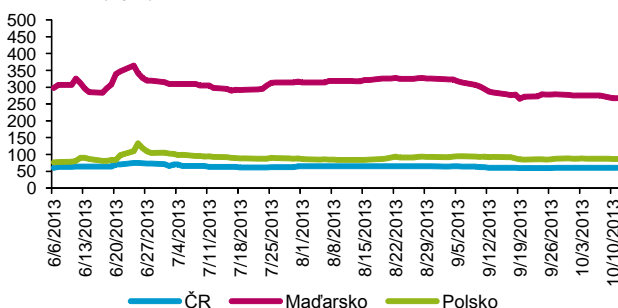
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



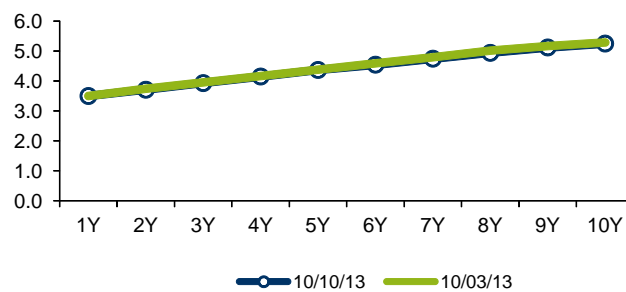
IRS EUR (%)



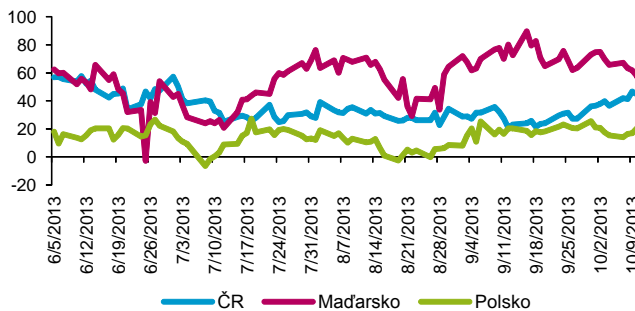
CDS 5Y (bps)



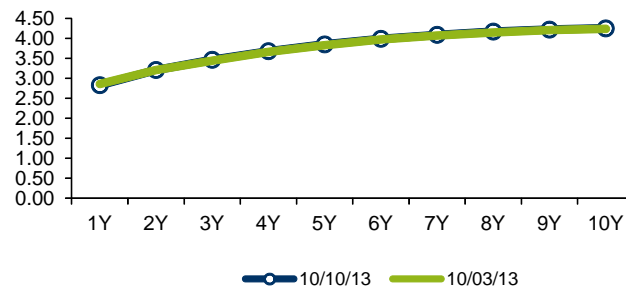
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ÚT 14:00, PL Inlace (% , y/y)

	IX.13	VIII.13	IX.12
Inlace	1,1	1,1	3,8
Potraviny (bez alk.)	2,1	2,5	5,3
Doprava (vč. pohonných hmot)	-1,6	-1,4	8,0

PL: Inlace třetí měsíc v řadě na 1,1 %

Inlace v Polsku v září podle našich odhadů třetí měsíc v řadě dosáhla 1,1 %. Na meziměsíčním růstu cen o 0,1 % se podílelo zejména zdražování pohonných hmot a oblečení. Již čtvrtý měsíc v řadě, tentokrát o 0,3 %, naopak pravděpodobně klesaly ceny potravin, což je pro toto období v roce netypický vývoj.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	14.10.2013	11:00	Průmyslová výroba	%	08/2013			0.8	-2.5	-1.5	-2.1
Maďarsko	15.10.2013	9:00	Průmyslová výroba	%	08/2013 *F					0.7	0.9
Německo	15.10.2013	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)		10/2013			49.5		49.6	
Německo	15.10.2013	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)		10/2013			31.7		30.6	
Polsko	15.10.2013	14:00	Inflace	%	09/2013	0.1	1.1	0.1	1.1	-0.3	1.1
USA	15.10.2013	14:00	Kvartální zisk Citigroup	USD	3Q/2013						
USA	15.10.2013	14:30	Podnikatelská nálada ve státě N.Y.		10/2013			8		6.29	
USA	15.10.2013	15:30	Kvartální zisk Coda-Cola	USD	3Q/2013						
USA	15.10.2013	15:30	Kvartální zisk Johnson & Johnson	USD	3Q/2013						
USA	15.10.2013	22:00	Kvartální zisk Intel	USD	3Q/2013						
EMU	16.10.2013	11:00	Obchodní bilance	mil. EUR	08/2013			10		18.2	
EMU	16.10.2013	11:00	Jádrová inflace	%	09/2013 *F				1		1
USA	16.10.2013	12:00	Kvartální zisk Mattel	USD	3Q/2013						
USA	16.10.2013	13:00	Kvartální zisk Bank of America	USD	3Q/2013						
USA	16.10.2013	13:00	Kvartální zisk PepsiCo	USD	3Q/2013						
USA	16.10.2013	19:00	Index stavitelů rodinných domů		10/2013			57		58	
USA	16.10.2013	20:00	Běžová kniha	Fed	10/2013						
USA	16.10.2013	22:00	Kvartální zisk eBay	USD	3Q/2013						
USA	16.10.2013	22:00	Kvartální zisk American Express	USD	3Q/2013						
USA	16.10.2013	22:00	Kvartální zisk IBM	USD	3Q/2013						
EMU	17.10.2013	10:00	Běžný účet	mln. EUR	08/2013					26.6	
USA	17.10.2013	13:30	Kvartální zisk Goldman Sachs	USD	3Q/2013						
Polsko	17.10.2013	14:00	Průmyslová výroba	%	09/2013			10.4	7.1	-4.5	2.2
USA	17.10.2013	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	10/2013					374	
USA	17.10.2013	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	10/2013					2905	
USA	17.10.2013	22:00	Kvartální zisk Google	USD	3Q/2013						
USA	18.10.2013	13:15	Kvartální zisk Morgan Stanley	USD	3Q/2013						
USA	18.10.2013	14:30	Jádrová inflace	%	09/2013			0.2	1.8	0.1	1.8
USA	18.10.2013	14:30	Zahájení staveb nových domů		09/2013			910		891	
USA	18.10.2013	14:30	Udělená stavební povolení		09/2013			935		918	
USA	18.10.2013	14:30	Index dovozních cen	%	09/2013			0.2	-1	0	-0.4
USA	18.10.2013	14:30	Obchodní bilance	mln. USD	08/2013			-39.5		-39.1	
USA	18.10.2013	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis.,nsa	09/2013	200		180		169	
USA	18.10.2013	14:30	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis.,nsa	09/2013	200		183		152	
USA	18.10.2013	14:30	Míra nezaměstnanosti	%	09/2013			7.3		7.3	
USA	18.10.2013	14:30	Průměrná hodinová mzda	%	09/2013			0.2	2.1	0.2	2.2
USA	18.10.2013	14:30	Výrobní ceny	%	09/2013			0.2	0.6	0.3	1.4
USA	18.10.2013	14:30	Jádrový index cen v průmyslu	%	09/2013			0.1	1.2	0	1.1
USA	18.10.2013	14:30	Maloobchodní tržby	%	09/2013			0		0.2	
USA	18.10.2013	14:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	09/2013			0.4		0.1	
USA	18.10.2013	15:30	Kvartální zisk Honeywell International	USD	3Q/2013						
USA	18.10.2013	15:30	Kvartální zisk General Electric	USD	3Q/2013						
USA	18.10.2013	16:00	Tovární zakázky	%	08/2013			0.3		-2.4	
USA	18.10.2013	16:00	Podnikatelské zásoby	%	08/2013			0.3		0.4	
USA	18.10.2013	20:00	Rozpočtové saldo	mln. USD	09/2013			65		75.2	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	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	3.60	5.75	5.00	4.25	3.60	3.75	-20 bps	9/24/2013
Polsko	2T inter. sazba	2.50	4.25	3.25	2.75	2.50	2.50	-25 bps	7/3/2013

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	PRIBOR 3M	0.45	0.50	0.47	0.44	0.42	0.43
Maďarsko	BUBOR 3M	3.55	5.75	4.90	4.20	3.56	3.50
Polsko	WIBOR 3M	2.68	4.11	3.39	2.73	2.67	2.75

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	CZ10Y	2.09	1.37	1.31	1.97	2.06	2.15
Maďarsko	HU10Y	5.29	5.49	5.41	5.84	5.17	5.90
Polsko	PL10Y	4.23	3.60	3.61	4.14	4.24	3.95

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	EUR/CZK	25.5	25.09	25.74	25.99	25.68	25.50
Maďarsko	EUR/HUF	295	291	304	295	297	300
Polsko	EUR/PLN	4.19	4.08	4.18	4.33	4.22	4.20

HDP

	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	-0.9	-1.2	-1.4	-2.3	-1.3	-0.9	-0.4
Maďarsko	-1.5	-1.7	-2.7	-0.9	0.5	0.5	1.0
Polsko	2.3	1.3	0.7	0.5	0.8	1.2	1.9

Inflace

	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	3.5	3.4	2.4	1.7	1.6	1.1	1.4
Maďarsko	5.6	6.6	5.0	2.2	1.9	1.9	2.2
Polsko	4.3	3.8	2.4	1.0	0.2	1.3	1.5

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

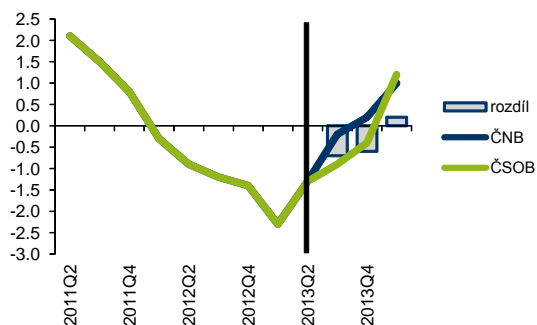
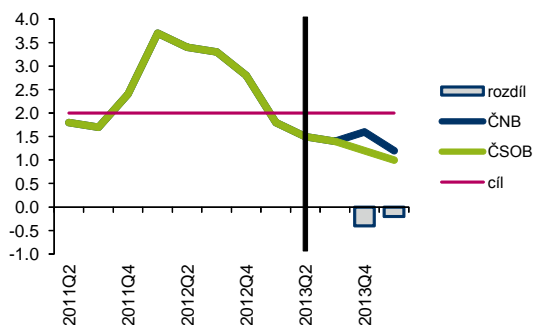
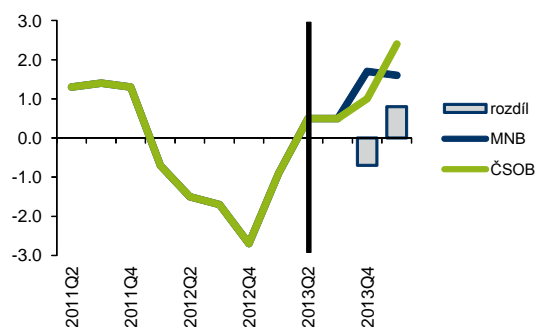
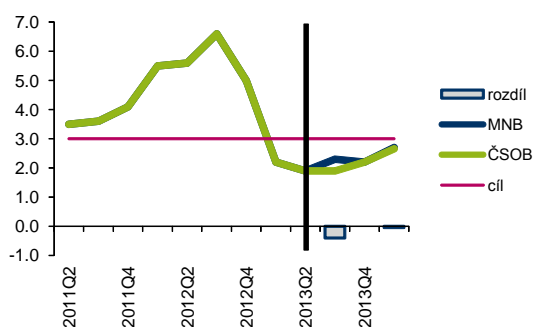
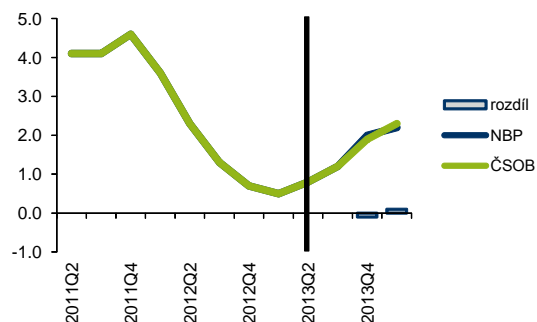
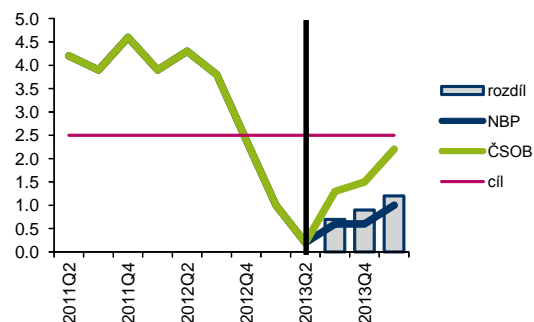
	2012	2013
Česko	-1.9	-1.7
Maďarsko	1.5	2.0
Polsko	-4.0	-3.8

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

	2012	2013
Česko	-4.4	-2.7
Maďarsko	-2.5	-2.7
Polsko	-3.9	-4.0

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.