



www.csob.cz

www.csob.cz/Analzy

13. prosince 2013

- **Česká republika**
Inflace v regionu zůstává velmi nízká 2
- **Střední Evropa**
Optimismus ve středoevropském průmyslu roste 3
- **Výhled na týden**
ČNB sazby nezmění, MNB přistoupí k dalšímu snížení 6

Rekordně nízká inflace centrálním bankám navzdory

| | Dnes | Další týden | Další měsíc |
|------------|-------|-------------|-------------|
| EUR/CZK | 27.54 | ↗ | ↗ |
| EUR/HUF | 302.6 | ↗ | → |
| EUR/PLN | 4.18 | ↗ | → |
| 3M PRIBOR | 0.38 | → | → |
| 3M BUBOR | 3.17 | ↘ | ↘ |
| 3M WIBOR | 2.65 | → | → |
| 10Y CZK | 2.29 | ↗ | ↗ |
| 10Y PLN | 4.46 | ↗ | ↗ |
| 10Y HUF | 5.92 | ↗ | ↗ |
| 3M EURIBOR | 0.28 | → | ↘ |
| 10Y EMU | 1.83 | ↗ | ↗ |

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Konec roku se nese ve střední Evropě na vlně velmi nízké inflace. Ta přitom v případě ČR a Maďarska v následujících dvou měsících ještě dále klesne. V případě Maďarska se meziroční míra inflace sníží na nová historická minima (0,5 %), přičemž pokud jde o domácí inflaci, tak bude v lednu dokonce záporná.

Příčiny nízkoinflačního prostředí jsou přitom pro celý region společné a v podstatě neovlivnitelné politikou centrálních bank. K nízké inflaci v tomto roce přispěly nejen relativně nízké ceny pohonných hmot, ale především nízké ceny administrativně stanovených cen, které se váží ke službám spojeným s bydlením. Byly to totiž relativně nízké ceny globálních komodit, které umožnily vládním autoritám ve střední Evropě, aby donutily podniky pohybující se v oblasti utilit snížit své ceny. Připočteme-li k tomu fakt, že dále zlevňovaly ceny v oligopolních odvětvích typu telekomunikací, tak se nelze divit tomu, že míra inflace v regionu je hypernízká.

Těsně před vánočními svátky budou mít maďarská MNB a česká ČNB naposledy šanci v tomto roce posoudit, zdali je jejich měnová politika nastavena správně. Jestliže od ČNB, která minulý měsíc spustila nový měnově-kurzový režim, se asi nedá očekávat nic zásadního, tak v případě MNB se připravme na 17 snížení základní sazby v tomto cyklu uvolňování měnové politiky. Ani to však nemusí být od maďarské centrální banky poslední slovo. Základní úroková sazba totiž spadne "jen" na 3,0 %, což je stále relativně vysoká hodnota jak s ohledem na očekávanou inflaci, tak s ohledem na to, kde se oficiální úrokové sazby pohybují u ostatních centrálních bank v regionu.

Inflace v regionu zůstává velmi nízká

Petr Dufek, Jan Čermák, Petr Báča

Spotřebitelské ceny v ČR v listopadu mírně poklesly

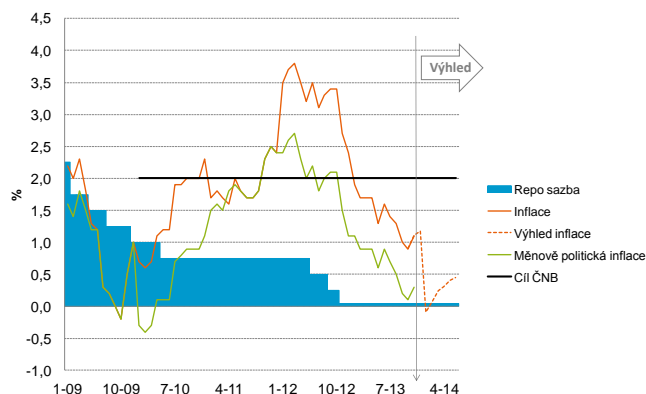
Jednu desetinu procenta odepsaly spotřebitelské ceny v listopadu, a to především díky snížení cen pohonných hmot, sezónně levnějším rekreacím a alkoholu. Meziroční inflace se po říjnových 0,9 % zvýšila na 1,1 % a na chvíli se vrací do tolerančního pásma ČNB. Měnově-politická inflace rovněž vzrostla o dvě desetiny, tentokrát na 0,3 %. Na listopadové inflaci se ještě nestačilo projevít prudké oslabení koruny, které se postupně odráží na cenách pohonných hmot a dováženého spotřebního zboží. V prosinci se zřejmě inflace ještě udrží nad jedničkou, avšak v lednu se prudkému poklesu inflace rozhodně nevyhneme. Ve hře je stále tzv. záporná inflace, respektive pokles spotřebitelských cen, za kterým vidíme především avizované zlevnění elektrické energie a absenci deregulací či zásadních daňových změn. V průběhu roku se inflace začne opět pozvolna zvyšovat a ve druhém pololetí by se již mohla vrátit do tolerančního pásma ČNB.

Celková maďarská inflace klesá, avšak jádrová roste

Maďarská meziroční míra inflace zůstala na velmi nízké úrovni 0,9 %, přičemž hlavním faktorem, který držel růst spotřebitelských cen na takto nízkých úrovních, byl pokles cen v regulovaných odvětvích, slabá domácí poptávka a také nízké ceny energií, resp. potravin. Na druhou stranu jádrová (meziroční) inflace dokonce vzrostla z 3,4 % na 3,5 %, což ukazuje na to, že Maďarsko rozhodně netrápí deflace. Celková inflace nicméně půjde v prosinci ještě dále dolů, což bude odrážet především fakt, že vláda schválila v prosinci snížení administrativně regulovaných cen v případě utilit (kategorie jako např. voda energie či paliva). Prosincová meziroční inflace by tak mohla poklesnout na nové minimum 0,5 % meziročně.

Levnější volání vrací polskou inflaci na pětiměsíční minima

Meziroční růst cen v Polsku v listopadu opět zpomalil. Míra inflace se propadla na 0,6 % meziročně, což je nejnižší úroveň za posledních 5 měsíců a zároveň jde o třetí nejnižší údaj v letošním roce a o jedno z nejnižších čísel v celé historii měření. Hlavní podíl na překvapivém meziměsíčním poklesu cen o 0,2 % měly tentokrát ceny komunikací, které oproti říjnu poklesly o bezmála 5 %. V případě ostatních složek k výraznějším překvapením nedošlo, i když růst cen potravin i dopravy zaostal mírně za očekáváním. Inflační čísla z Polska podporují náš nový scénář, který počítá se stabilitou oficiálních úrokových sazeb na historických minimech ve většině příštího roku. Citelnější inflační tlaky očekáváme až na jeho konci.

Inflace vs. hlavní sazba ČNB

PL: Inflace

meziročně, %

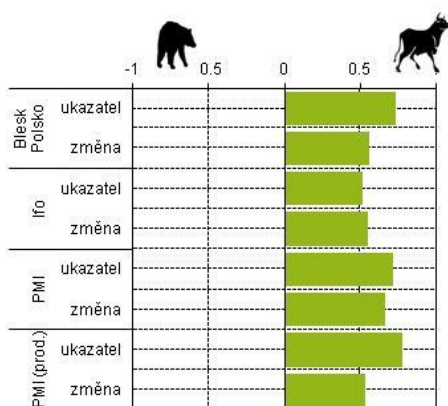


Source: Thomson Reuters Datastream/Fathom Consulting

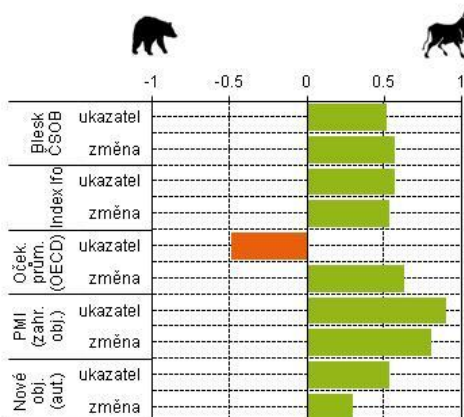
Optimismus ve střeoevropském průmyslu roste

Jan Bureš

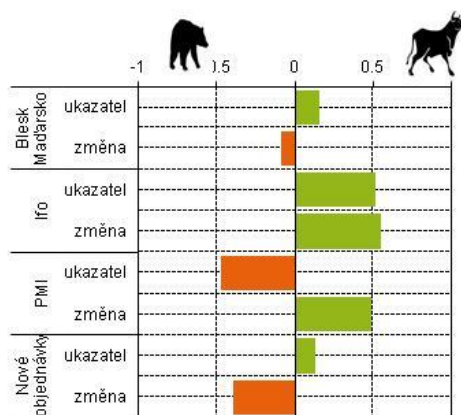
Vývoj složek Blesku



Vývoj složek Blesku



Vývoj složek Blesku



Optimismus ve střeoevropském průmyslu roste. Naše předstihové indikátory se v listopadu slušně vylepšily především v Polsku a v Česku. Maďarský Blesk zaostává a je tradičně více volatilní.

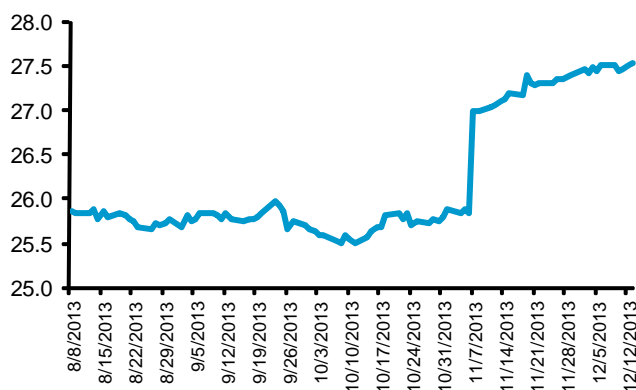
Polský Blesk roste třináctý měsíc v řadě a je na nejvyšších úrovních za poslední dva a půl roku. Zlepšuje se ve všech svých složkách, a to plus mínus rovnoměrně - to v zásadě jenom podtrhuje sílu současných pozitivních očekávání. Ruku v ruce s měkkými indikátory vidíme také rostoucí průmysl - ten se zlepšuje (normalizovaně) devátý měsíc v řadě. Polsko tak právem zůstává nejžhavějším kandidátem na první utažení měnových kohoutů ve střední Evropě v druhé polovině roku 2014.

Český Blesk je na tom na první pohled podobně jako polský - dvou a půlletá maxima a třináct měsíců růstu v řadě. Přírůstky nejsou pouze tak rovnoměrné napříč jednotlivými složkami Blesku, jak to vidíme v Polsku. V Česku zaznamenává výrazně silnější příspěvky index PMI a slabší nové zakázky v automobilovém průmyslu. V Česku je také zapotřebí brát v potaz výraznější rozdíl mezi prosperujícím exportně orientovaným průmyslem a zbytkem ekonomiky.

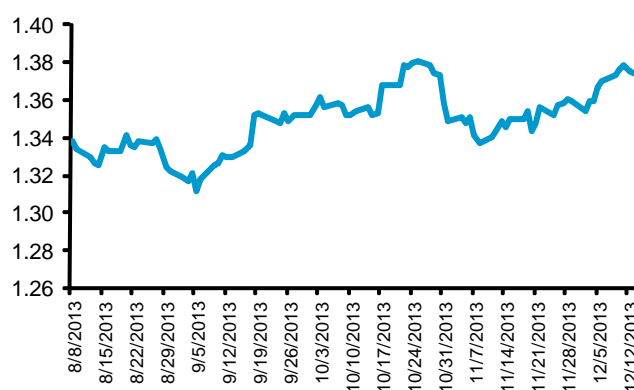
Maďarský Blesk je tradičně více volatilní a v listopadu po 6 měsících růstu lehce poklesl. Vzhledem k tomu, že samotný průmysl dál roste, nevyvozujeme z toho zatím silné závěry. Maďarský průmysl zůstává sice optikou Blesku nejvíce zranitelný, pokud budou ale volatilní nové objednávky revidovány další měsíc vzhůru, průmysl může dál pokračovat po vzestupné části cyklu i na začátku roku 2014.

Přehled trhů

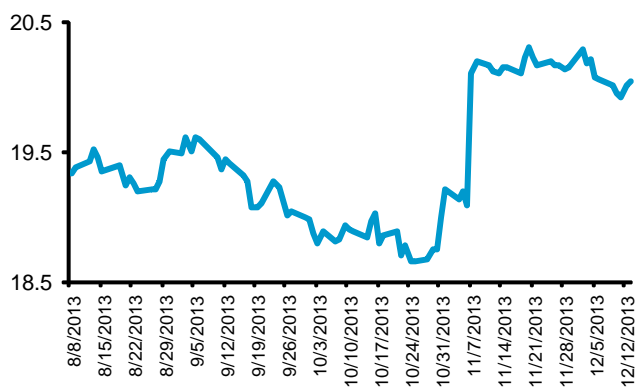
EURCZK



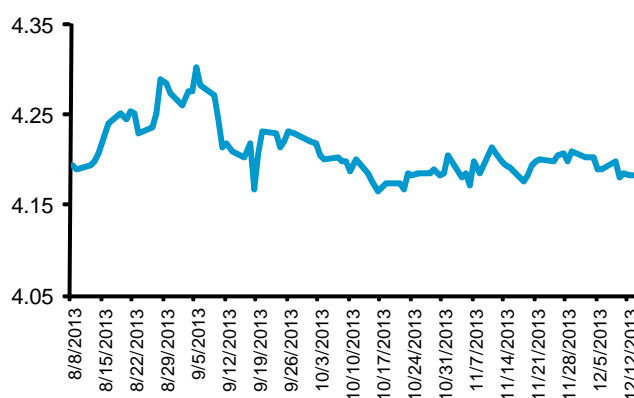
EURUSD



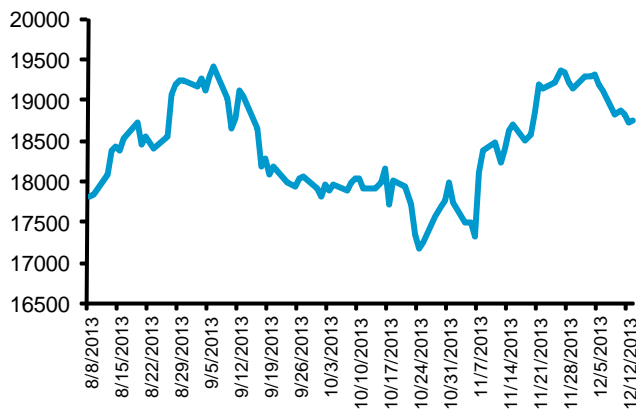
USDCZK



EURPLN



DIESEL (CZK/t)

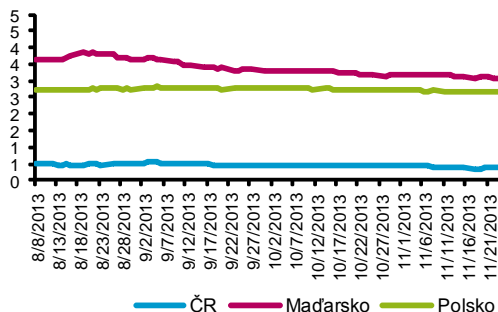


EURHUF

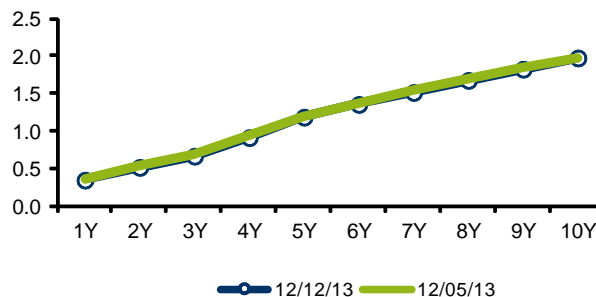


Zdroj: Thomson Reuters

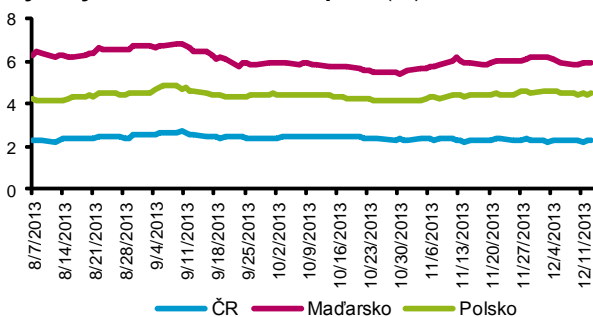
FRA 3x6 (%)



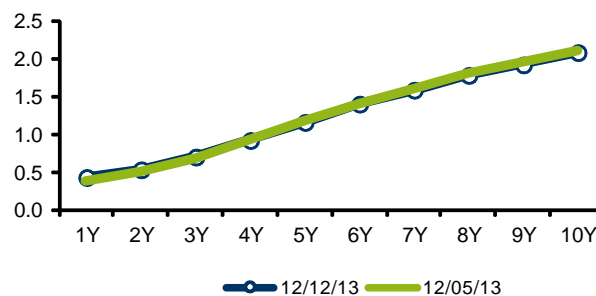
IRS CZK (%)



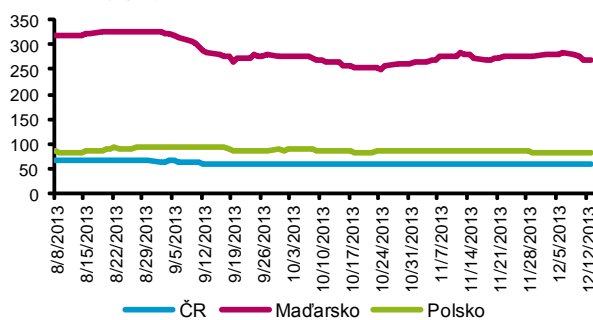
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



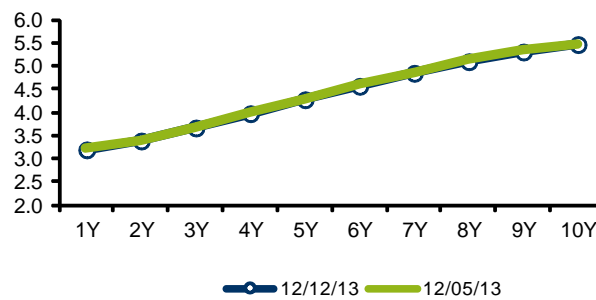
IRS EUR (%)



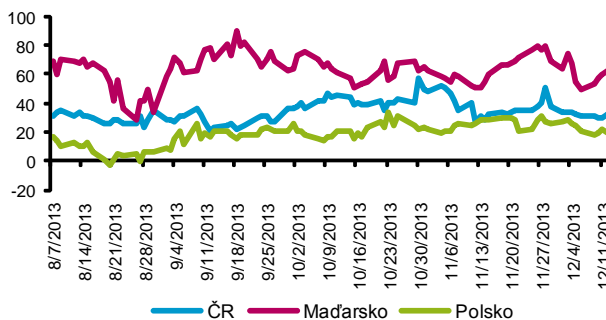
CDS 5Y (bps)



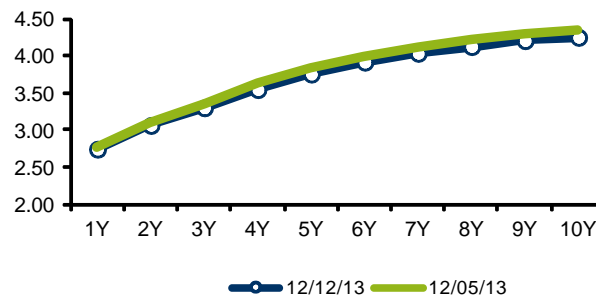
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ÚT 14:00, CZ Zasedání ČNB

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

CZ: ČNB tentokrát zřejmě nepřekvapí

Po listopadovém zavedení nového intervenčního kurzového režimu by tentokrát centrální banka nemusela přijít s žádnou novinkou či změnou. Inlace je zatím jen lehce pod prognózou, neboť listopadové prudké oslabení koruny se ještě nestačilo plně odrazit ve spotřebitelských cenách. Zajímavější by mělo být až první zasedání bankovní rady v příštím roce, na kterém bude k dispozici nová inflační prognóza.

ÚT cca 14:00, HU Zasedání MNB

| | Náš odhad | Poslední změna |
|--------------------|-------------|----------------|
| základní sazba v % | 3,00 | 11/2013 |
| změna v b. bodech | -20 | -20 |

HU: Sedmnácté snížení úroků MNB v řadě

Maďarská centrální banka opět přistoupí ke snížení sazeb o 20 bazických bodů na úroveň 3,00 %, což bude sedmnácté snížení základní sazby v období od srpna 2012. Hlavním důvodem pokračování procesu snižování úrokových sazeb je velice nízká inflace, která nejenže hluboko podstřeluje inflační cíl (3 %), ale navíc v prosinci dále klesne na nová minima (0,5 %).

Kalendář očekávaných událostí

| země | datum | čas | indikátor | | období | odhad | | konsenzus | | předchozí | |
|----------|------------|-------|---|----------|------------|-------|------|-----------|------|-----------|------|
| | | | | | | m/m | y/y | m/m | y/y | m/m | y/y |
| ČR | 16.12.2013 | 9:00 | Výrobní ceny | % | 11/2013 | 0 | -0.1 | 0.3 | 0.1 | -0.4 | 0 |
| Francie | 16.12.2013 | 9:50 | Index nákupních manažerů v průmyslu | | 12/2013 *P | | | 49 | | 48.4 | |
| Německo | 16.12.2013 | 9:55 | Index nákupních manažerů v průmyslu | | 12/2013 *P | | | 52.9 | | 52.7 | |
| EMU | 16.12.2013 | 10:00 | Index nákupních manažerů v průmyslu | | 12/2013 *P | | | 51.8 | | 51.6 | |
| EMU | 16.12.2013 | 10:00 | Index nákupních manažerů ve službách | | 12/2013 *P | | | 51.4 | | 51.2 | |
| EMU | 16.12.2013 | 11:00 | Obchodní bilance | mil. EUR | 10/2013 | | | | | 13.1 | |
| Polsko | 16.12.2013 | 14:00 | Jádrov a inflace | % | 11/2013 | | | 0.1 | 1.4 | 0.4 | 1.4 |
| USA | 16.12.2013 | 14:30 | Podnikatelská nálada v e státě N.Y. | | 12/2013 | | | 5 | | -2.21 | |
| USA | 16.12.2013 | 15:15 | Průmyslová výroba | % | 11/2013 | | | 0.6 | | -0.1 | |
| USA | 16.12.2013 | 15:15 | Využití kapacit | % | 11/2013 | | | 78.4 | | 78.1 | |
| USA | 17.12.2013 | 0:00 | 2letá aukce | mld. USD | 12/2013 | | | 32 | | | |
| Německo | 17.12.2013 | 11:00 | Index Zew (hodnocení současné situace) | | 12/2013 | | | 30 | | 28.7 | |
| Německo | 17.12.2013 | 11:00 | Index podnikatelské nálady Zew (očekávání) | | 12/2013 | | | 55 | | 54.6 | |
| EMU | 17.12.2013 | 11:00 | Inflace | % | 11/2013 *F | | | -0.1 | 0.9 | -0.1 | 0.9 |
| EMU | 17.12.2013 | 11:00 | Jádrov a inflace | % | 11/2013 *F | | | | 1 | | 1 |
| ČR | 17.12.2013 | 13:00 | Zasedání ČNB | % | 12/2013 | 0.05 | | 0.05 | | 0.05 | |
| Polsko | 17.12.2013 | 14:00 | Mzdy | % | 11/2013 | | | 1.5 | 2.9 | 1.7 | 3.1 |
| Maďarsko | 17.12.2013 | 14:00 | Zasedání MNB | % | 12/2013 | 3 | | 3 | | 3.2 | |
| USA | 17.12.2013 | 14:30 | Inflace | % | 11/2013 | | | 0.1 | 1.3 | -0.1 | 1 |
| USA | 17.12.2013 | 14:30 | Jádrov a inflace | % | 11/2013 | | | 0.1 | 1.7 | 0.1 | 1.7 |
| USA | 17.12.2013 | 14:30 | Běžný účet | mld. USD | 3Q/2013 | | | -100.9 | | -98.9 | |
| USA | 17.12.2013 | 19:00 | Index stavitelů rodinných domů | | 12/2013 | | | 55 | | 54 | |
| USA | 18.12.2013 | 0:00 | 5letá aukce | mld. USD | 12/2013 | | | 35 | | | |
| Německo | 18.12.2013 | 10:00 | Index podnikatelské nálady Ifo | | 12/2013 | | | 109.5 | | 109.3 | |
| Německo | 18.12.2013 | 10:00 | Index Ifo (hodnocení současné situace) | | 12/2013 | | | 112.5 | | 112.2 | |
| Německo | 18.12.2013 | 10:00 | Index Ifo (očekávání) | | 12/2013 | | | 106.4 | | 106.3 | |
| Polsko | 18.12.2013 | 14:00 | Průmyslová výroba | % | 11/2013 | | | -7.2 | 1.7 | 6 | 4.4 |
| Polsko | 18.12.2013 | 14:00 | Výrobní ceny | % | 11/2013 | | | -0.1 | -1.1 | -0.5 | -1.3 |
| USA | 18.12.2013 | 14:30 | Zahájení staveb nových domů | | 11/2013 | | | 960 | | | |
| USA | 18.12.2013 | 14:30 | Udělená stavební povolení | | 11/2013 | | | 990 | | 1034 | |
| USA | 18.12.2013 | 20:15 | Zasedání FOMC | % | 12/2013 | | | 0.25 | | 0.25 | |
| USA | 19.12.2013 | 0:00 | 7letá aukce | mld. USD | 12/2013 | | | 29 | | | |
| EMU | 19.12.2013 | 10:00 | Běžný účet | mld. EUR | 10/2013 | | | | | 14 | |
| USA | 19.12.2013 | 14:30 | Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti | tis. | 12/2013 | | | 355 | | 368 | |
| USA | 19.12.2013 | 14:30 | Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti | tis. | 12/2013 | | | | | 2791 | |
| USA | 19.12.2013 | 16:00 | Podnikatelská nálada philadelph. Fedu | | 12/2013 | | | 10 | | 6.5 | |
| USA | 19.12.2013 | 16:00 | Prodej stávajících domů | mil. | 11/2013 | | | 5.05 | | 5.12 | |
| USA | 19.12.2013 | 16:00 | Předstihové ukazatele | | 11/2013 | | | 0.7 | | 0.2 | |
| Německo | 20.12.2013 | 8:00 | Výrobní ceny | % | 11/2013 | | | -0.1 | -0.8 | -0.2 | -0.7 |
| Německo | 20.12.2013 | 8:00 | Spotřebitelská důvěra GfK | | 01/2014 | | | 7.4 | | 7.4 | |
| USA | 20.12.2013 | 14:30 | HDP | % | 3Q/2013 | | | 3.6 | | 3.6 | |
| USA | 20.12.2013 | 14:30 | Soukromá spotřeba | % | 3Q/2013 | | | | | 1.4 | |
| USA | 20.12.2013 | 14:30 | Cenový index HDP | % | 3Q/2013 | | | 2 | | 2 | |
| USA | 20.12.2013 | 14:30 | Jádrový deflátor osobní spotřeby | % | 3Q/2013 | | | | | 1.5 | |
| EMU | 20.12.2013 | 16:00 | Index spotřebitelské důvěry | | 12/2013 | | | -15 | | -15.4 | |

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

| | | současná | | | | | | poslední změna | |
|----------|-----------------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|------------|
| | | hodnota | 2013Q2 | 2013Q3 | 2013Q4 | 2014Q1 | 2014Q2 | | |
| Česko | 2T repo | 0.05 | 0.05 | 0.05 | 0.05 | 0.05 | 0.05 | -20 bps | 11/2/2012 |
| Maďarsko | 2T depo | 3.20 | 4.25 | 3.60 | 3.75 | 4.00 | 4.50 | -20 bps | 11/26/2013 |
| Polsko | 2T inter. sazba | 2.50 | 2.75 | 2.50 | 2.50 | 2.50 | 2.75 | -25 bps | 7/3/2013 |

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

| | | současná | | | | | |
|----------|-----------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | hodnota | 2013Q2 | 2013Q3 | 2013Q4 | 2014Q1 | 2014Q2 |
| Česko | PRIBOR 3M | 0.38 | 0.44 | 0.42 | 0.43 | 0.45 | 0.48 |
| Maďarsko | BUBOR 3M | 3.17 | 4.20 | 3.56 | 3.50 | 3.50 | 3.70 |
| Polsko | WIBOR 3M | 2.65 | 2.73 | 2.67 | 2.75 | 2.75 | 3.00 |

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

| | | současná | | | | | |
|----------|-------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | hodnota | 2013Q2 | 2013Q3 | 2013Q4 | 2014Q1 | 2014Q2 |
| Česko | CZ10Y | 1.97 | 1.97 | 2.06 | 2.15 | 2.26 | 2.38 |
| Maďarsko | HU10Y | 5.37 | 5.84 | 5.17 | 5.90 | 6.10 | 6.20 |
| Polsko | PL10Y | 4.21 | 4.14 | 4.24 | 3.95 | 4.05 | 4.35 |

Devizové kurzy (konec období)

| | | současná | | | | | |
|----------|---------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | hodnota | 2013Q2 | 2013Q3 | 2013Q4 | 2014Q1 | 2014Q2 |
| Česko | EUR/CZK | 27.5 | 25.99 | 25.68 | 27.10 | 27.20 | 27.00 |
| Maďarsko | EUR/HUF | 303 | 295 | 297 | 300 | 300 | 300 |
| Polsko | EUR/PLN | 4.18 | 4.33 | 4.22 | 4.20 | 4.20 | 4.10 |

HDP

| | 2012Q4 | 2013Q1 | 2013Q2 | 2013Q3 | 2013Q4 | 2014Q1 | 2014Q2 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Česko | -1.4 | -2.3 | -1.3 | -1.6 | -0.8 | 1.0 | 0.9 |
| Maďarsko | -2.7 | -0.9 | 0.5 | 1.7 | 1.9 | 2.2 | 2.3 |
| Polsko | 0.7 | 0.5 | 0.8 | 1.9 | 2.4 | 2.6 | 3.0 |

Inflace

| | 2012Q4 | 2013Q1 | 2013Q2 | 2013Q3 | 2013Q4 | 2014Q1 | 2014Q2 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Česko | 2.4 | 1.7 | 1.6 | 1.0 | 1.4 | 0.5 | 0.7 |
| Maďarsko | 5.0 | 2.2 | 1.9 | 1.4 | 0.2 | 0.5 | 0.6 |
| Polsko | 2.4 | 1.0 | 0.2 | 1.0 | 0.8 | 1.5 | 2.0 |

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

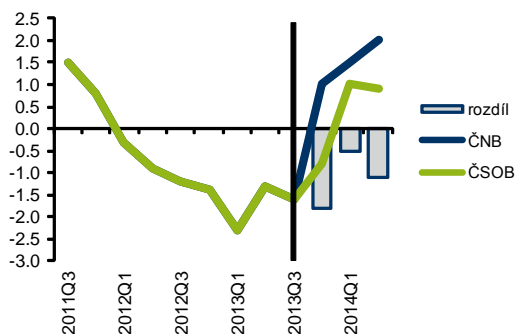
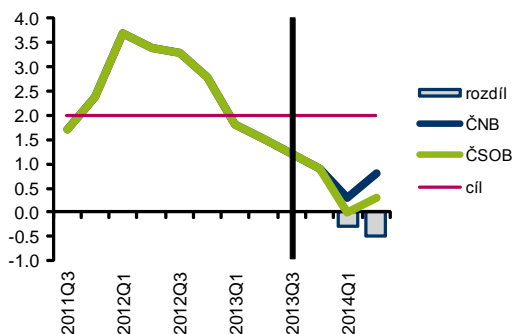
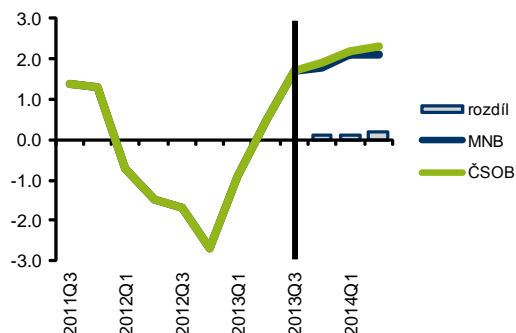
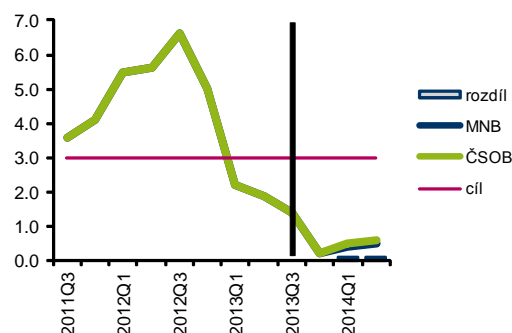
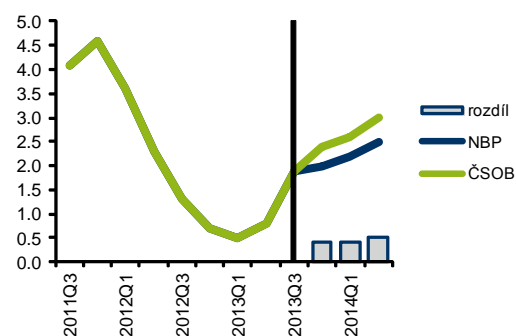
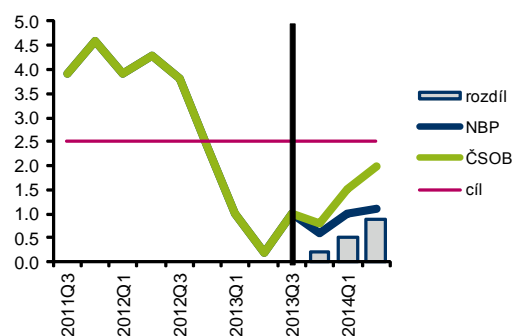
| | 2012 | 2013 |
|----------|------|------|
| Česko | -1.9 | -1.7 |
| Maďarsko | 1.5 | 2.0 |
| Polsko | -3.5 | -1.7 |

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

| | 2012 | 2013 |
|----------|------|------|
| Česko | -4.4 | -2.7 |
| Maďarsko | -2.5 | -2.7 |
| Polsko | -3.9 | -4.6 |

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.