



● Česká republika

ČNB se do exitu nehrne 2

Slabší čísla z reálné ekonomiky 3

● Výhled na týden

Česká inflace našla své dno 6

Co bude s korunou po ČNB?

	Dnes
EUR/CZK	27,05
EUR/HUF	314,8
EUR/PLN	4,25
3M PRIBOR	0,29
3M BUBOR	1,35
3M WIBOR	1,73
10Y CZK	0,57
10Y PLN	2,78
10Y HUF	3,46
3M EURIBOR	-0,07
10Y EMU	0,67

ČNB včera nevyslala úplně jasný signál, a to se může koruně líbit. Značná část trhu počítala s tím, že centrální banka v dohledné době natáhne závazek intervenovat. A to se skutečně stalo, nicméně závazek tentokrát není tak pevný. ČNB ohlásila, že ukončení kurzového závazku "se pravděpodobně posouvá až do období konce roku 2016". Neboli, ČNB se tentokrát nechce jednoznačně zavazovat k jasnějšímu termínu exitu a v zásadě se jí moc nechce mluvit o exitu v roce 2017. Má to i svůj praktický důvod. Do začátku roku 2017 prezident Miloš Zeman obmění čtyři ze sedmi členů bankovní rady - slovní závazek současného uskupení by tak nemusel mít velkou váhu.

Druhým pozitivním signálem pro korunu byla zpráva o tom, že centrální bankéři nezmínili možnost zavedení záporných úrokových sazeb, které stále považujeme za krajní a málo pravděpodobnou variantu. Naopak prognóza počítá již v roce 2017 s poměrně prudkým nárůstem tržních úrokových sazeb. Už v prvním čtvrtletí 2017 by měl tříměsíční PRIBOR podle prognózy dosáhnout 1 % a v následujícím kvartále dokonce 1,2 %. Znamená to, že prognóza předpokládá během krátké doby trojí zvýšení úrokových sazeb. Dlužno dodat, že tržní očekávání jsou rozhodně nastavená hodně daleko od tohoto výhledu centrální banky.

Česká koruna by ve světle včerejšího zasedání ČNB měla zůstat naladěná spíše pozitivně - centrální banka se ostýchá natahovat intervenční závazek a neuvažuje o záporných sazbách. Naopak ECB se chystá v prosinci pravděpodobně znovu uvolnit měnové kohouty. To by mělo držet českou měnu na dostřel od intervenční hranice.

ČNB se do exitu nehrne

Petr Dufek

Pozdější exit ano, záporné sazby nikoliv.

Na svém letošním předposledním zasedání rozhodla bankovní rada ČNB ponechat své úrokové sazby na stávající úrovni a současně potvrdila kurzový závazek, který umožňuje koruně pohyb „poblíž hladiny 27 CZK/EUR“. Rozhodnutí provedené nad novou prognózou nepřekvapilo, i když některé závěry nového výhledu centrální banky zajímavé rozhodně jsou.

1. ČNB implicitně posunuje termín exitu z kurzového režimu, ale zatím se nechce - tak jako dosud - zavazovat k jasnějšímu termínu.
2. Nová prognóza zůstává optimistická ohledně vývoje cen v roce 2016, kdy předpokládá ve srovnání s minulou prognózou dokonce o něco rychlejší vývoj. A v roce 2017 by podle ČNB měla být inflace dokonce už bezpečně nad cílovou hodnotou.
3. Po ukončení používání kurzu jako nástroje měnové politiky má podle prognózy přijít velmi prudký růst tržních úrokových sazeb.
4. Scénář záporných sazeb není aktuální, vzhledem k tržnímu vývoji o něm sama ČNB uvažuje ještě méně než v nedávné době.

Jaký si udělat závěr? S ohledem na nejistotu ohledně kroků ECB lze snad jen očekávat exit někdy na přelomu roku respektive na začátku roku 2017.

Aktivita ČNB na devizovém trhu v září příliš nepolevila.

Září bylo třetím měsícem sebou, kdy musela ČNB intervenovat proti posilování české koruny. Tentokrát podle svých statistik nakoupila 2,3 mld. EUR, aby koruna neskouzla pod hranici 27 CZK/EUR. Celkem tak ve třetím čtvrtletí nakoupila zhruba 7 mld. EUR. Byly to ovšem pouze tyto tři měsíce, kdy musela proti koruně zasahovat. Naposledy tak totiž činila v úvodu zavedení kurzového režimu, kdy nakoupila do devizových rezerv zhruba 7,5 mld. EUR.

Jak naznačuje vývoj kurzu koruny v říjnu a nakonec i vývoj devizových rezerv, v posledním měsíci se ČNB už nijak snažit nemusela. Vlna spekulací na předčasný exit z kurzového systému opadla a koruna se v klidu držela nad intervenční hranicí. Dokonce velkou část měsíce kurz setrval nad úrovní 27,10. Navzdory růstu rezerv stále platí, že jejich úroveň není zdaleka tak dramatická, jako byla například ve Švýcarsku. V poměru k HDP se jejich výše šplhá nad 34 %, což není ani polovina ve srovnání s touto zemí.

Prognóza ČNB

		Listopad	Srpen	Změna
HDP (meziročně, %)	2015	4.7	3.8	↑
	2016	2.8	2.8	
Inflace (meziročně, %)	2016Q4	1.9	1.8	↑
	2017Q1	2.2	2.1	↑
Měnově politická inflace (meziročně, %)	2016Q4	1.6	1.6	
	2017Q1	2.1	2.0	↑
PRIBOR 3M	2016Q4	0.3	0.3	
	2017Q1	1.0	0.9	↑

Zdroj: ČNB

Devizové rezervy ČNB



Slabší čísla z reálné ekonomiky

Petr Dufek

Dočasně oslabený průmysl.

Zdaleka ne tak špatné, jak na první pohled vypadají, jsou zářijové výsledky českého průmyslu. Samotný téměř neviditelný růst o 0,6 % (po očištění o vliv menšího počtu pracovních dnů +3,1 %) by mohl vyvolávat otázku, zda již tomuto našemu nejsilnějšímu odvětví náhodou nedochází dech. Za téměř zanedbatelným růstem průmyslu v září totiž stojí odstávky v energetice a nikoliv oslabení poptávky. Zatímco energetika propadla skoro o 19 %, zpracovatelský průmysl přidal skoro tři procenta (po očištění cca pět) a jen výroba aut vzrostla skoro o deset procent.

Přesto první známky zpomalování možná už vidět jsou, a sice v zakázkách. Ty se v září zvýšily jen o 0,7 % a to v důsledku výrazného poklesu tuzemské poptávky. V plusu zůstaly zakázky v automobilovém průmyslu, i když jejich růst byl tentokrát velmi slabý (+2,7 %). Než se však necháme unést tak nízkým růstem, neměli bychom zapomenout na jejich silný růst v předchozím měsíci nebo loni v září, s nímž se tato čísla srovnávají.

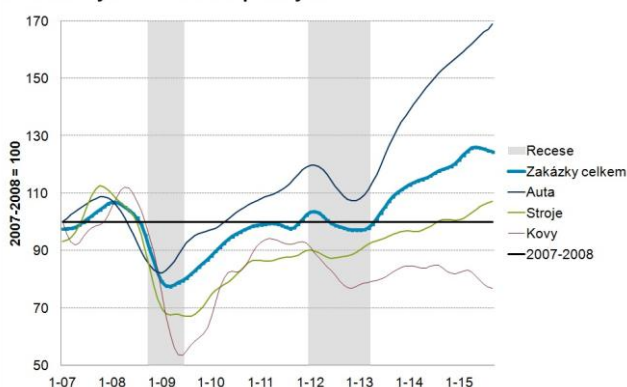
Přesto bude pro průmysl stále obtížnější udržet si tak vysoké tempo, jaké nasadil v první polovině roku. Předpokládáme proto, že se jeho růst postupně stabilizuje nad třemi procenty, což bude stále velmi silný výsledek s ohledem na objem produkce, podíl na ekonomickém růstu a nakonec i na celé ekonomice.

Stavebnictví v režii rekonstrukcí.

Na jedné straně silné zakázky inženýrského stavitelství financované z fondů EU, na straně druhé klesající pozemní stavitelství. To je už několik měsíců za sebou charakteristický obrázek českého stavebnictví. A ani září v tomto směru nebylo výjimkou. Výroba stavebnictví se mezitím zvýšila o decentních 2,4 %, po zohlednění nižšího počtu pracovních dnů o 3,7 %.

A co lze čekat od dalších měsíců? Statistika nových zakázek ve stavebnictví ani tentokrát příliš optimisticky nevyznívá. Jejich objem znovu poklesl v důsledku nižšího zájmu o výstavbu nemovitostí, zatímco inženýrské stavitelství zaznamenalo velmi mírný vzestup. Je tak velmi pravděpodobné, že po letošním rychlém růstu stavebnictví znovu přijde – a to nejspíše už v příštím roce – citelné zpomalení růstu tohoto odvětví.

Trend nových zakázek v průmyslu

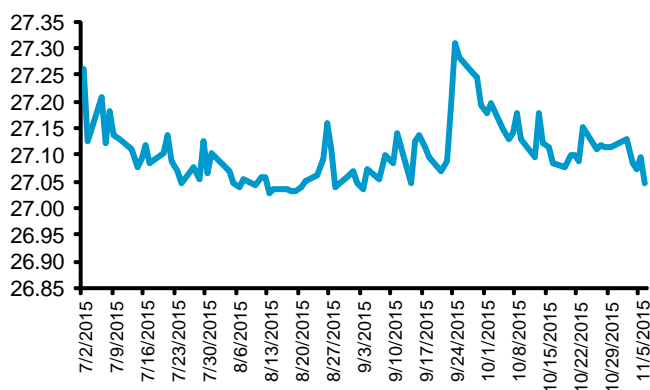


Stav zakázek ve stavebnictví

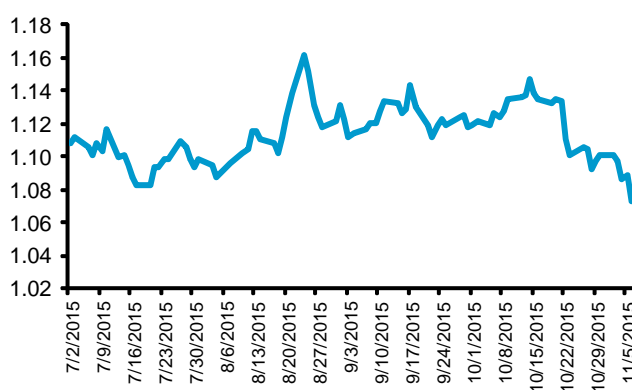


Přehled trhů

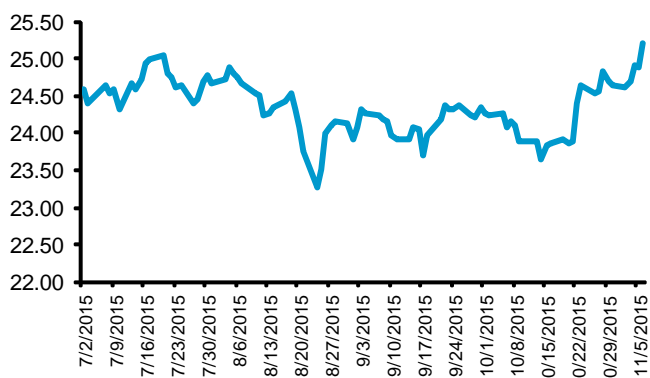
EURCZK



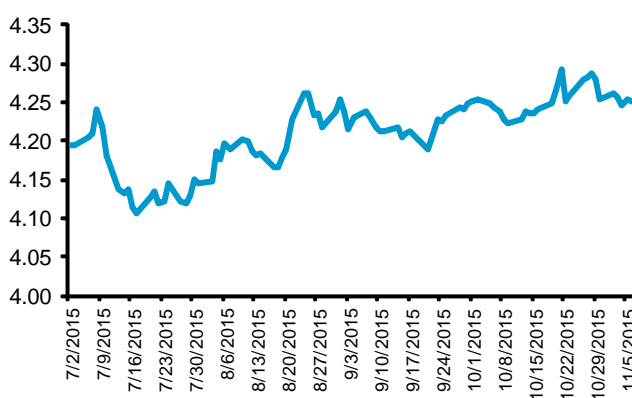
EURUSD



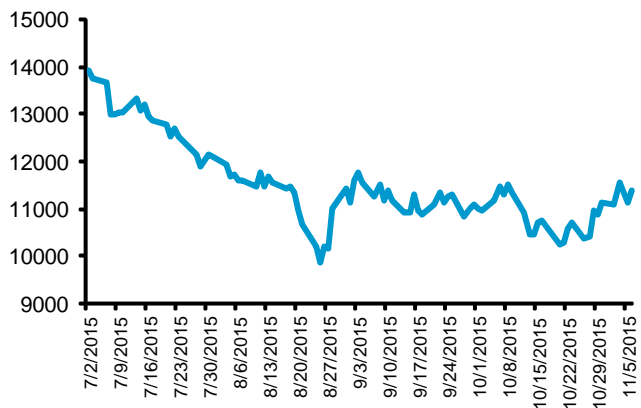
USDCZK



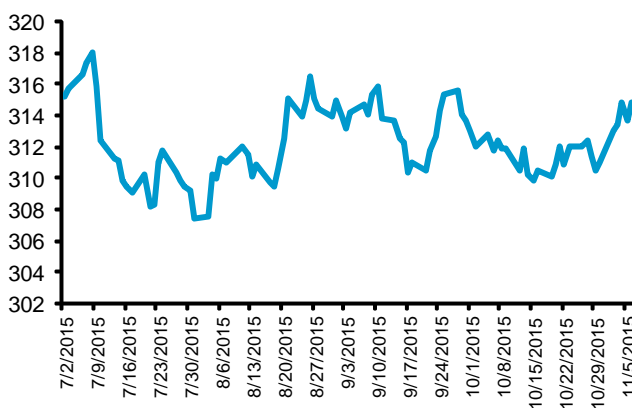
EURPLN



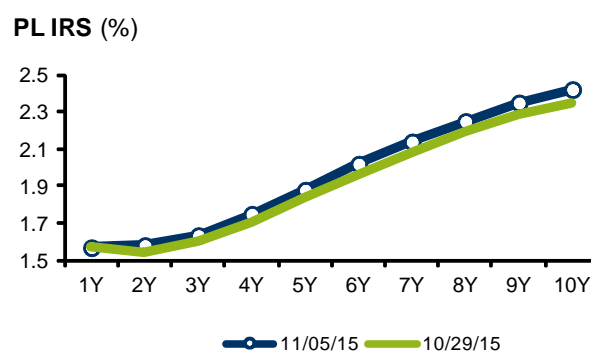
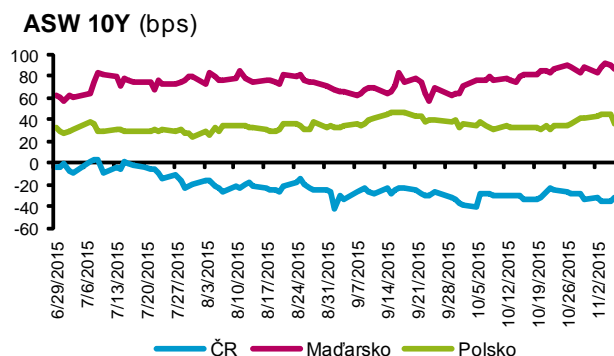
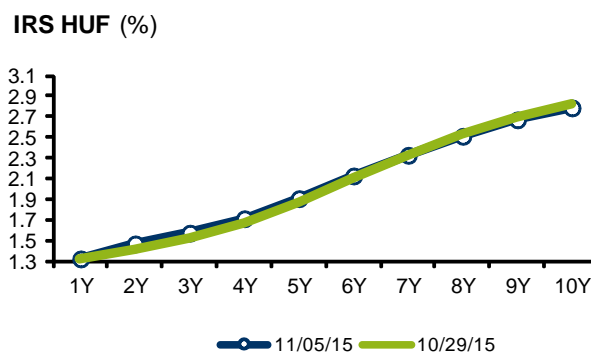
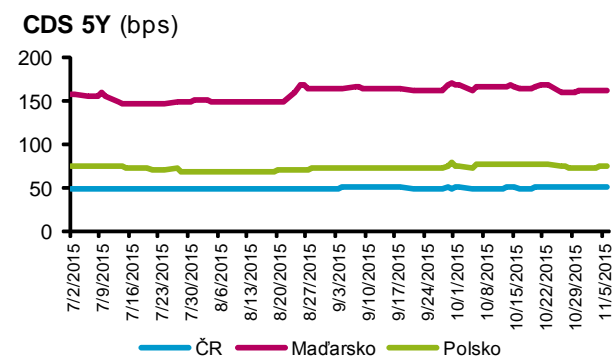
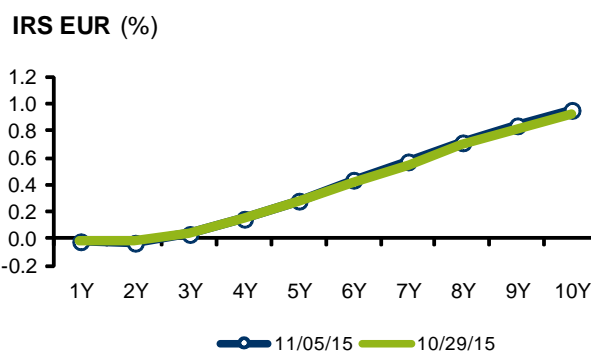
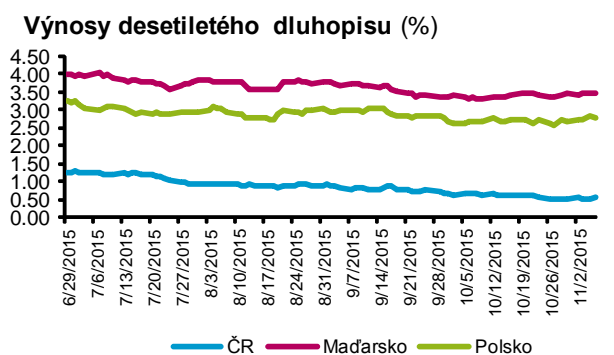
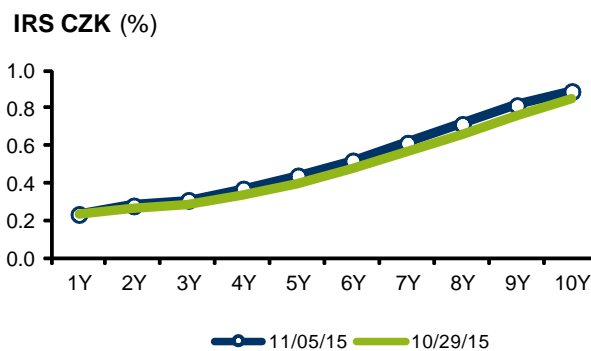
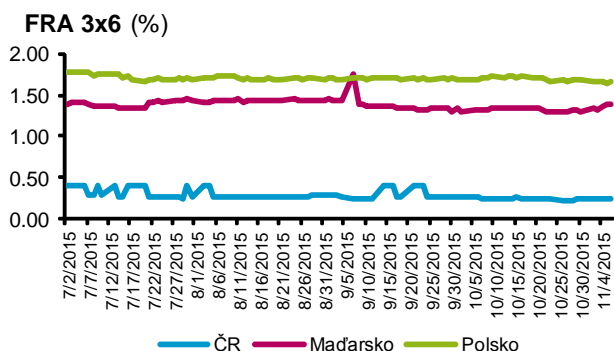
DIESEL (CZK/t)



EURHUF



Zdroj: Thomson Reuters



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

PO 9:00, CZ Inlace (%)

	IX.15	VIII.15	IX.14
Inflace m/m	0,2	-0,2	0,2
Inflace y/y	0,4	0,4	0,7
Měnově politická inflace y/y	0,3	0,3	0,6

PO 9:00, CZ Míra nezaměstnanosti (%)

	IX.15	VIII.15	IX.14
Míra	5,9	6,0	7,1

PÁ 9:00, CZ HDP - odhad (%)

	Q3-15	Q2-15	Q4-14
HDP (q/q)	0,2	1,1	0,5
HDP (y/y)	4,3	4,6	2,3

PÁ 10:00, PL HDP (% , y/y)

	Q3-15	Q2-15	Q3-14
HDP	3,4	3,3	3,3

CZ: Inlace u dna

Meziroční inflace v říjnu nejspíše zůstala na stejné úrovni jako v září. Ceny se meziměsíčně mohly zvýšit o dvě desetiny procenta zejména v důsledku zdražujících potravin. Proti tomu však klesaly ceny pohonných hmot a zřejmě i zemního plynu pro část domácností. Inflace je nyní s velkou pravděpodobností u dna a v dalších měsících začne v důsledku nízkého srovnávacího základu a vyčerpání pozitivního efektu u pohonných hmot opět narůstat. Na úroveň cíle se však s největší pravděpodobností nedostane ani v průběhu příštího roku.

CZ: Nezaměstnanost pod šestkou

Míra nezaměstnanosti nejspíše v říjnu úspěšně atakovala hranici šesti procent a dostala se tak na nejnižší úroveň za období po roce 2008. Předpokládáme, že pozitivně se vyvíjela i nabídka volných pracovních míst, která se pohybuje nad stotisícovou hranicí. Závěr roku přivede zpět na úřady práce část nyní ještě zaměstnaných lidí v důsledku konce sezónních prací respektive úvazků na dobu určitou. Ani to však nezmění pozitivně se vyvíjející trend českého trhu práce.

CZ: Růst HDP znovu nad čtyřkou

Odhad předběžného odhadu HDP naznačuje, že si ekonomika udržela velmi silné tempo růstu i ve třetím čtvrtletí letošního roku. Za růstem na nabídkové straně stál podle našeho názoru především průmysl, zatímco na poptávkové straně to byla spotřeba spolu s investicemi. Nadále platí, že v příštím roce vyprchají dodatečné impulsy ženoucí české HDP k rekordním úrovním a ekonomický růst ČR se znovu dostane pod úroveň tří procent.

PL: Ekonomika na cestě k 3,5% růstu

Polská ekonomika podle našich odhadů ve třetím čtvrtletí rostla meziročně o 3,4 %. Hlavním tahounem růstu zůstala patrně domácí poptávka. Výrazně lepší se situace na trhu práce - míra nezaměstnanosti je nejnižší od konce roku 2008 a mzdy i přes rok a čtvrt trvající deflaci rostly ve třetím čtvrtletí o 3,6 % meziročně (nominálně!). Nízké úrokové sazby navíc dále podporovaly investice a relativně solidně se vyvíjela (navzdory vyšší nejistotě) i situace ve vnějším prostředí. V letošním i v příštím roce očekáváme růst ekonomiky, kolem 3,5 %.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	09.11.2015	8:00	Obchodní bilance	mld. EUR	09/2015			21		15,3	
Německo	09.11.2015	8:00	Běžný účet	mld. EUR	09/2015			21,9		12,3	
ČR	09.11.2015	9:00	Inflace	%	10/2015	0,2	0,4	0,2	0,4	-0,2	0,4
ČR	09.11.2015	9:00	Míra nezaměstnanosti 15-64	%	10/2015	5,9		5,9		6	
Maďarsko	09.11.2015	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	09/2015 *P					455	
USA	09.11.2015	19:00	3letá aukce	mld. USD	11/2015			24			
Francie	10.11.2015	8:45	Průmyslová výroba	%	09/2015			0,2	2	1,6	1,6
Maďarsko	10.11.2015	9:00	Inflace	%	10/2015			0,1	0	-0,6	-0,4
USA	10.11.2015	14:30	Index dovozních cen	%	10/2015			-0,1	-9,3	-0,1	-10,7
USA	10.11.2015	19:00	10letá aukce	mld. USD	11/2015			24			
ČR	11.11.2015	12:00	Aukce st. dluhopisu 0,00 %, 2015-2017	mld. CZK	11/2015						
ČR	11.11.2015	12:00	Aukce st. dluhopisu x,xx %, 2015-2023	mld. CZK	11/2015						
ČR	11.11.2015	12:00	Aukce st. dluhopisu 0,95 %, 2015-2030	mld. CZK	11/2015						
EMU	11.11.2015	14:15	Projev Draghiho v Londýně	ECB	11/2015						
Německo	12.11.2015	8:00	Inflace	%	10/2015 *F			0	0,3	0	0,3
Německo	12.11.2015	8:00	Harmonizovaná inflace	%	10/2015 *F			0	0,2	0	0,2
Francie	12.11.2015	8:45	Harmonizovaná inflace	%	10/2015			0,1	0,1	-0,4	0,1
Francie	12.11.2015	8:45	Inflace	%	10/2015			0,1	0,1	-0,4	0
EMU	12.11.2015	11:00	Průmyslová výroba	%	09/2015			0	1,6	-0,5	0,9
USA	12.11.2015	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	11/2015					276	
USA	12.11.2015	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	10/2015					2163	
USA	12.11.2015	15:30	Projev Yellenové na konferenci Fedu	Fed	11/2015						
USA	12.11.2015	16:15	Projev Evanse v Chicagu	Fed	11/2015						
USA	12.11.2015	18:15	Projev Dudleye o ekonomice v New Yorku	Fed	11/2015						
USA	12.11.2015	19:00	30letá aukce	mld. USD	11/2015			16			
USA	12.11.2015	20:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	10/2015			-130			
Francie	13.11.2015	7:30	HDP	%	3Q/2015 *P			0,3	1,1	0	1,1
Německo	13.11.2015	8:00	HDP	%	3Q/2015 *P			0,3	1,8	0,4	1,6
ČR	13.11.2015	9:00	HDP	%	3Q/2015 *A	0,2	4,3	0,1	4,2	1,1	4,6
Maďarsko	13.11.2015	9:00	HDP	%	3Q/2015 *P			0,5	2,4	0,5	2,7
Polsko	13.11.2015	10:00	HDP	%	3Q/2015 *P		3,4	0,7	3,3	0,9	3,3
ČR	13.11.2015	10:00	Běžný účet	mld. CZK	09/2015	-32		-17		-0,74	
EMU	13.11.2015	11:00	Obchodní bilance	mil. EUR	09/2015					11,2	
EMU	13.11.2015	11:00	HDP	%	3Q/2015 *A			0,4	1,7	0,4	1,5
Polsko	13.11.2015	14:00	Peněžní zásoba M3	%	10/2015			0,6	8,2	1,1	8,4
Polsko	13.11.2015	14:00	Běžný účet	mil. EUR	09/2015			-450		-864	
Polsko	13.11.2015	14:00	Obchodní bilance	mil. EUR	09/2015			300		-91	
Polsko	13.11.2015	14:00	Inflace	%	10/2015 *F					0,1	-0,8
USA	13.11.2015	14:30	Maloobchodní tržby	%	10/2015			0,3		0,1	
USA	13.11.2015	14:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	10/2015			0,4			
USA	13.11.2015	14:30	Výrobní ceny	%	10/2015			0,2	-1,2	-0,5	-1,1
USA	13.11.2015	14:30	Jádrový index cen v průmyslu	%	10/2015			0,1	0,5	-0,3	0,8
USA	13.11.2015	16:00	Podnikatelské zásoby	%	09/2015			0,1		0	
USA	13.11.2015	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		11/2015 *P			91		90	
USA	13.11.2015	18:30	Projev Mestera o měnové politice	Fed	11/2015						

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná						poslední změna	
		hodnota	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1		
Česko	2T repo	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	-20 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depo	1,35	1,95	1,50	1,35	2,00	2,25	-15 bps	7/21/2015
Polsko	2T inter. sazba	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	-50 bps	3/4/2015

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	PRIBOR 3M	0,00	0,30	0,29	0,26	0,28	0,28
Maďarsko	BUBOR 3M	1,35	1,89	1,41	1,35	2,10	2,40
Polsko	WIBOR 3M	1,73	1,65	1,72	1,73	1,65	1,67

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	CZ10Y	0,90	0,64	1,30	0,98	1,15	1,20
Maďarsko	HU10Y	2,87	2,71	3,45	2,93	3,60	3,80
Polsko	PL10Y	2,48	2,12	3,01	2,50	2,40	2,80

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	EUR/CZK	27,0	27,57	27,35	27,19	27,05	27,00
Maďarsko	EUR/HUF	315	300	315	314	315	310
Polsko	EUR/PLN	4,25	4,07	4,19	4,25	4,15	4,10

HDP (meziročně, %)

	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	2,4	1,3	4,1	4,6	4,3	4,1	2,3
Maďarsko	3,2	3,4	3,5	2,7	2,7	2,8	2,2
Polsko	3,3	3,1	3,6	3,3	3,6	3,5	3,5

Inflace (meziročně, %, konec období)

	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	0,7	0,1	0,2	0,8	0,4	0,9	1,5
Maďarsko	-0,5	-0,9	-0,6	0,6	-0,4	2,2	2,7
Polsko	-0,3	-1,0	-1,5	-0,8	-0,8	-0,3	0,2

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

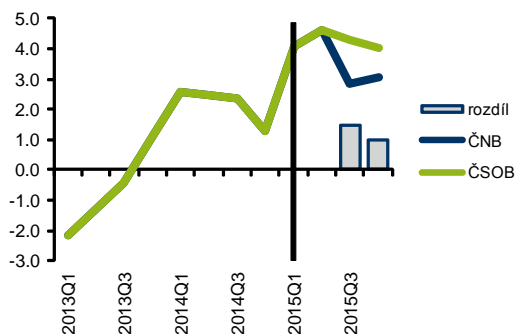
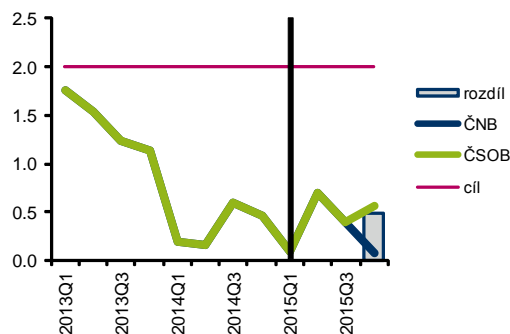
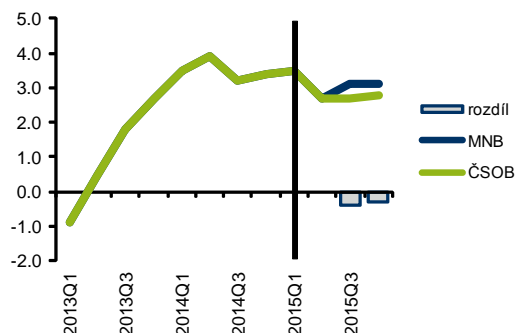
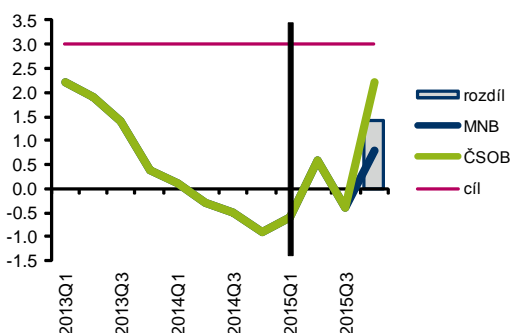
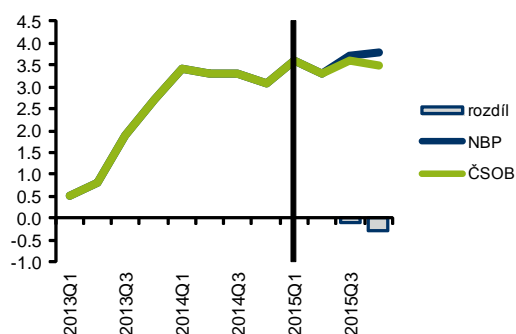
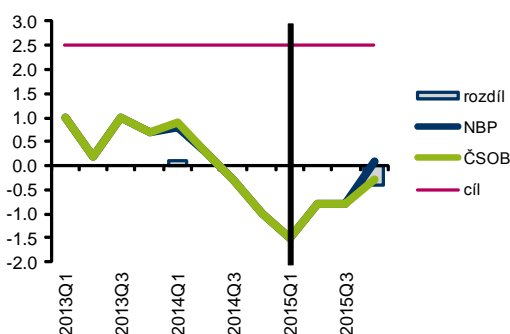
	2015	2016
Česko	1,5	1,5
Maďarsko	6,0	4,5
Polsko	-1,2	-2,0

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

	2015	2016
Česko	-1,6	-1,3
Maďarsko	-2,3	-2,1
Polsko	-3,0	-2,5

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.