



● Česká republika

Ani rekordní průmyslová produkce zatím inflaci nevyrobí 2

● Polsko

Období deflace se v Polsku protáhne asi až do konce roku 3

● Výhled na týden

MNB ponechá sazby beze změny 6

Nadchází čas jemného ladění?

	Dnes
EUR/CZK	27,10
EUR/HUF	309,2
EUR/PLN	4,24
3M PRIBOR	0,29
3M BUBOR	1,35
3M WIBOR	1,73
10Y CZK	0,60
10Y PLN	2,69
10Y HUF	3,41
3M EURIBOR	-0,05
10Y EMU	0,55

Zatímco Fed zchladil svojí pasivitou nadšení části analytiků a trhů ohledně startu utahování měnové politiky, ECB lehce naznačuje prodloužení a zintenzivnění politiky kvantitativního uvolňování, ČNB začíná pomalu nicméně nahlas hovořit o možnosti prodloužení stávajícího kurzového režimu. Ten má prozatím podle oficiálních prohlášení pokračovat minimálně do druhé poloviny příštího roku, avšak vzhledem k tomu, jak inflace zaostává a ještě dlouho bude zaostávat za cílem centrální banky, přichází zřejmě doba oznámení o prodloužení stávajícího kurzového závazku. Nemusí se tak nutně stát už v listopadu, kdy bude mít ČNB na stole poslední letošní inflační výhled, avšak je stále více patrné, že čím déle se budou hlavní světové centrální banky držet super-uvolněné měnové politiky, respektive dokud se skutečně odněkud nezjeví inflace, bude se o expanzivní politiku snažit i tuzemská centrální banka. A jak se zdá, navzdory několikerému zpochybnění se stále bude na pořad jednání vracet i debata o záporných úrokových sazbách. Je to ovšem stále scénář, který se nám nezdá jako nejpravděpodobnější, zvláště pak, když úvěrová expanze v posledních měsících nabírá na obrátkách, že si toho začíná dokonce všimnout i sama centrální banka. Navíc na trhu už fakticky záporné sazby fungují, ať už jde o depozita investorů spekulujících na brzký exit nebo o výnosy státních cenných papírů. Snažit se o ještě levnější úvěry (už tak nejlevnější a nejdostupnější v historii) se proto v dané fázi boomu zdá spíše kontraproduktivní. Nemluvě o tom, že v posledních týdnech sama centrální banka začala naznačovat možnost zpřísnění pravidel pro poskytování úvěrů nebo zvýšení kapitálové přiměřenosti, které by vedlo ke stejné metě. Potom je vlastně otázkou, k čemu by další zlevnění úvěrů vlastně bylo. Inflaci vzhledem k protiinflačnímu prostředí kolem nás samo o sobě nevybudí a spekulanty akceptující záporné úroky na svých vkladech už nyní nijak nerozhodí. Takže nakonec transparentní a včasné oznámení prodloužení kurzových intervencí se může jevit jako nejjednodušší a s ohledem na podmínky nejvhodnější krok.

Ani rekordní průmyslová produkce zatím inflaci nevyrobí

Petr Dufek

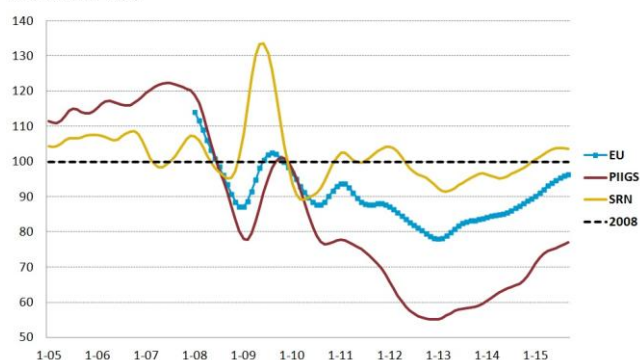
Zájem o nová auta v Evropě nepolevuje.

Ani v září se nic nezměnilo na rostoucí chuti spotřebitelů a firem pořizovat si nové vozy. Registrace osobních vozů se tentokrát zvýšily téměř o deset procent na celkových zhruba 1,4 milionů. Od začátku roku překonaly registrace desetimilionovou hranici a byly tak vyšší o přibližně 840 tisíc. S výjimkou Lucemburska a Estonska rostl v září zájem o nová auta ve všech členských zemích Unie. Na největším evropském trhu v Německu o 4,8 %. Pozitivní trend pokračuje i ve Velké Británii, Francii a dokonce i v Itálii. Ostatně už dřívější průzkumy mezi spotřebiteli napovídaly, že zájem koupit si automobil je silný a v čase narůstá. K rostoucí poptávce po automobilech přispívá vyostřená konkurence a pozitivní cenový vývoj. I když se poptávka postupně vrací k předkrizové úrovni, prostor pro zvyšování cen zůstává omezený. Ostatně i v ČR je vidět, že navzdory kurzu a naplněným kapacitám automobilový průmysl svoji produkci viditelně nezdražuje. Na aktuálních číslech v podstatě není ještě vidět aféra okolo dieselových motorů. Navíc ani nepředpokládáme, že by zahýbala s celkovými prodeji, spíše může mít dílčí efekt v přesměrování malé části poptávky směrem k benzínovým motorům, případně zvýšit zájem o jiné značky. Z hlediska spotřebitele dokonce může přinést další cenová zvýhodnění a tedy i stimul pro růst prodeje aut v následujících měsících.

Inflace se od výrobců hned tak nedočkáme.

Levná ropa a následně levnější benzín a nafta strhávají ceny v průmyslu ještě více do mínusu. Meziměsíčně se průmyslové ceny snížily o 0,7 %, především díky zlevnění rafinérských produktů, nicméně ceny snižoval i potravinářský průmysl. V meziročním srovnání pád cen průmyslu zrychlil dokonce na -4,2 %. S nižšími cenami přitom nepracují pouze rafinérie, ale i chemičky a výrobci kovů a kovárenských výrobků. Je zajímavé vidět, že ani v současné době nejspěšnější průmysl – a sice automobilový – snižuje i nadále ceny své produkce. V meziročním vyjádření jsou téměř o procento nižší, než byly před rokem. Efekt devalvace tak postupně vyprchal, neboť naposledy rostly ceny v tomto průmyslu v loňském roce. A nyní už čtyři měsíce za sebou znovu klesají. Levná ropa respektive nižší ceny pohonných hmot snižují náklady firem v celém průmyslu a tím pádem i omezují prostor pro případné zvyšování cen, které by snad mohlo potěšit centrální banku. Přitom je evidentní, že v tom nejsme sami a výrobní „deflace“ přetrvává i v Evropě. Z výroby se proto inflace ještě hned tak nedočkáme. K obratu může dojít teprve snad v první polovině příštího roku, kdy zafungují bazické efekty, vyčerpá se rovněž pozitivní vliv levné ropy a možná i porostou ceny potravinářských výrobků. Inflaci k cíli to však v ČR rozhodně ještě nevrátí.

Registrace osobních automobilů
(trend, 2008=100)



CZ: Ceny ve výrobě
(meziročně, %; zdroj: ČSÚ)



Období deflace se v Polsku protáhne asi až do konce roku

Petr Báča

Ceny v Polsku i nadále klesají.

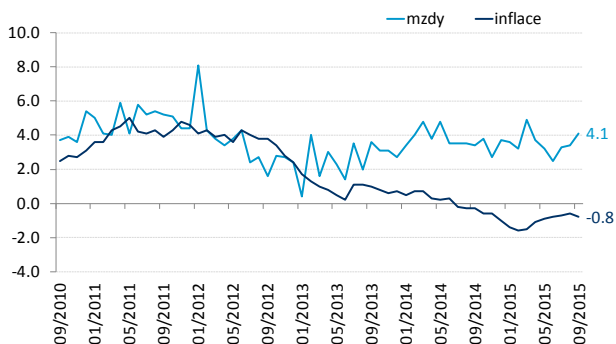
Revize bleskového odhadu polské inflace za září se obešla bez výraznějších překvapení. Meziroční růst cen zůstal na -0,8 %, zatímco meziměsíční změna byla upravena jen nepatrně směrem dolů (z -0,2 % na -0,3 %). Ani z pohledu struktury údaj nebyl nijak překvapivý. Zářijová čísla z ostatních zemí naznačila, že původně nečekané prohloubení deflace bylo způsobeno patrně výraznějším poklesem cen pohonných hmot, což se nakonec potvrdilo. Za zmínku kromě toho stojí i nejrychlejší meziměsíční růst cen potravin od dubna a nečekaně výrazný pokles cen dovolených.

Sázky na snížování sazeb v příštím roce rostou.

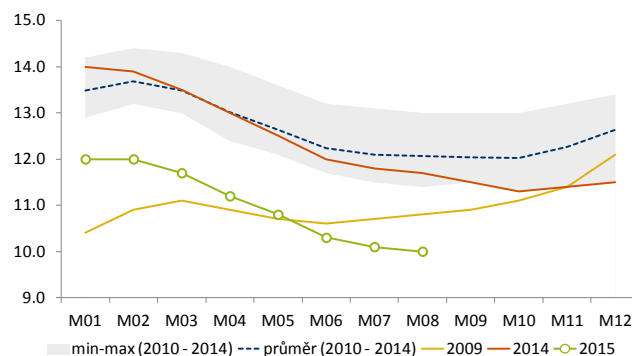
Z hlediska měnové politiky polské centrální banky (NBP) by inflační čísla podle nás neměla přinést nic zásadně nového. Inflace patrně sice zůstane v záporném teritoriu i ve zbytku letošního roku, ale zdá se, že druhotné dopady deflační periody prozatím nejsou patrné. Z tohoto pohledu je zajímavý zejména stále rychlý růst polských mezd, který v září zrychlil na meziročních 4,1 %. I přes klesající náklady jsou tak polští zaměstnanci schopni využít lepší situace na trhu práce a vyjednat si velmi solidní zvyšování platů.

Zasedání NBP na začátku listopadu nicméně může být zajímavé. Centrální banka bude mít k dispozici novou prognózu, v níž pravděpodobně přehodnotí výhled inflace výrazně směrem dolů. Před obměnou Výboru pro měnovou politiku na začátku příštího roku však žádné výraznější změny v politice NBP nečekáme. Rizika pro případné snížení sazeb v příštím roce, stejně jako tržní sázky na jejich pokles, však rostou.

PL: růst mezd a míra inflace
meziročně v %

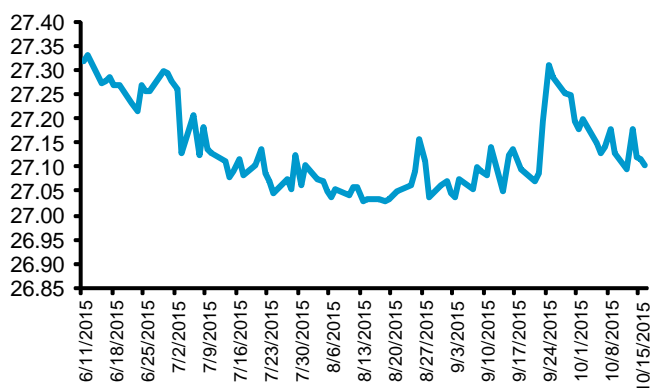


PL: míra nezaměstnanosti
%

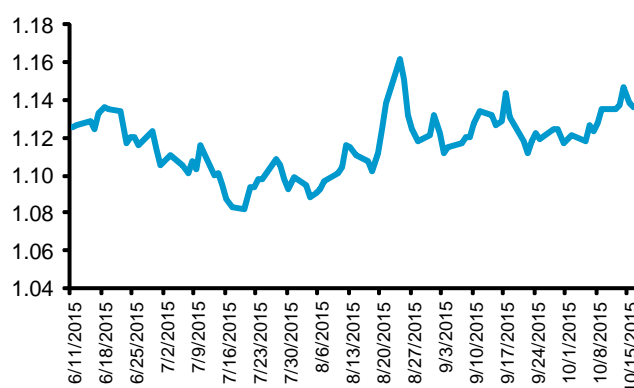


Přehled trhů

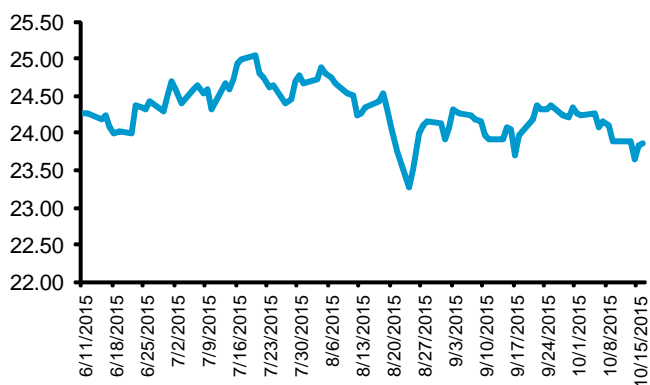
EURCZK



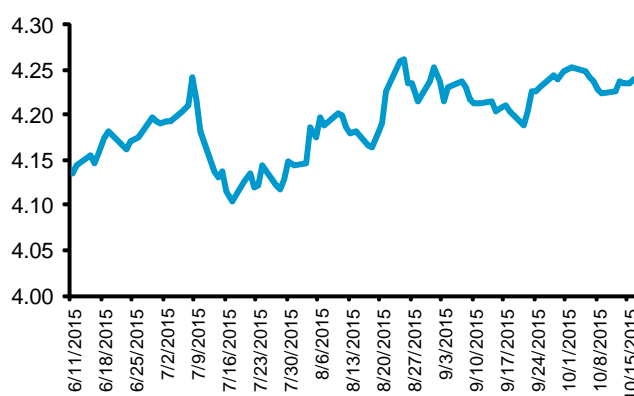
EURUSD



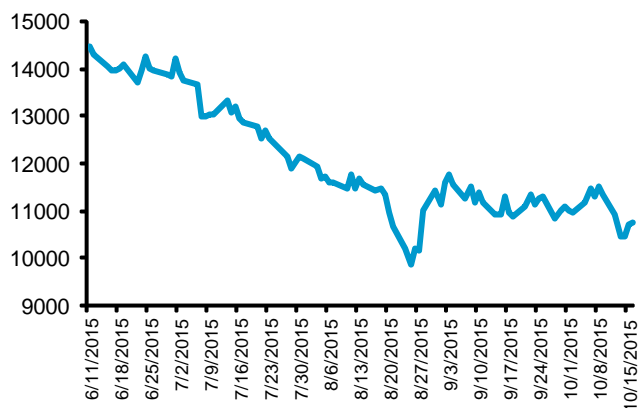
USDCZK



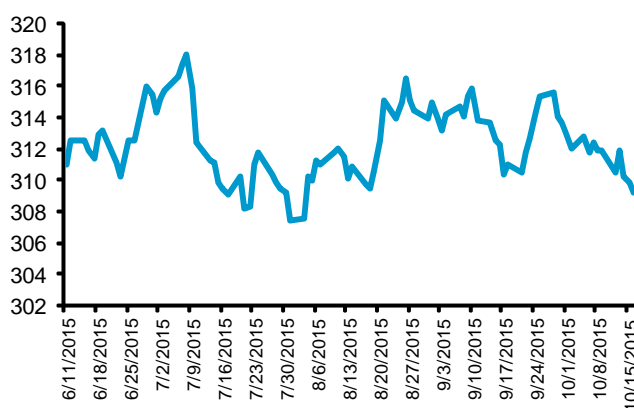
EURPLN



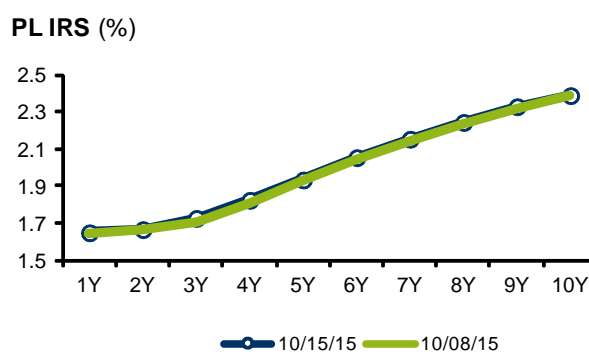
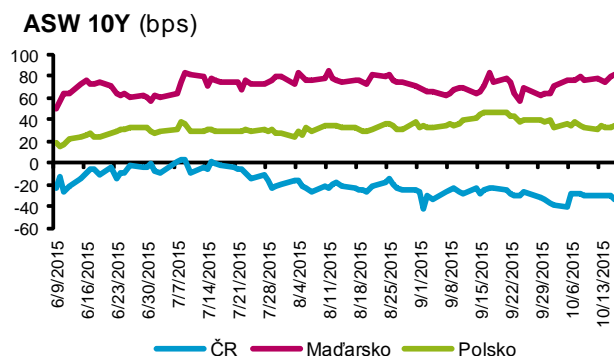
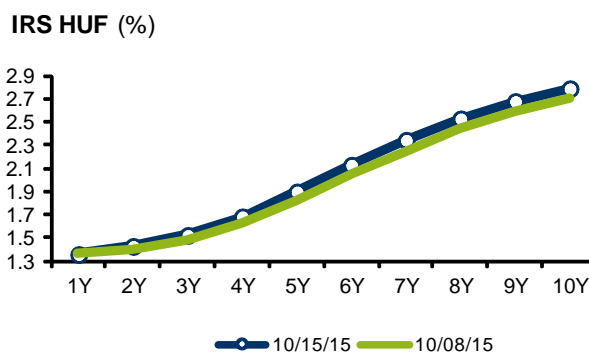
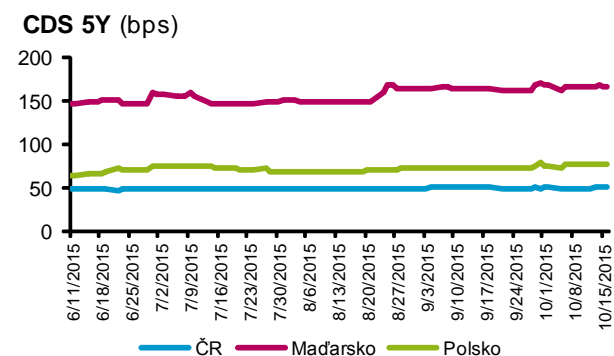
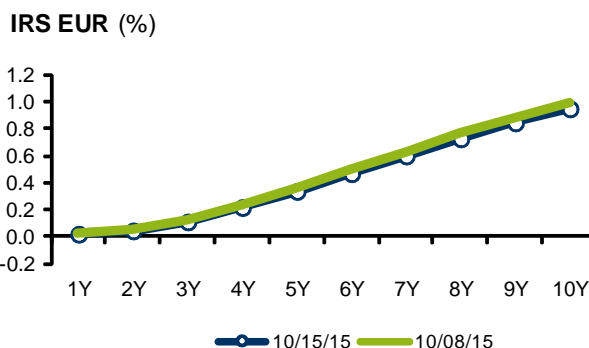
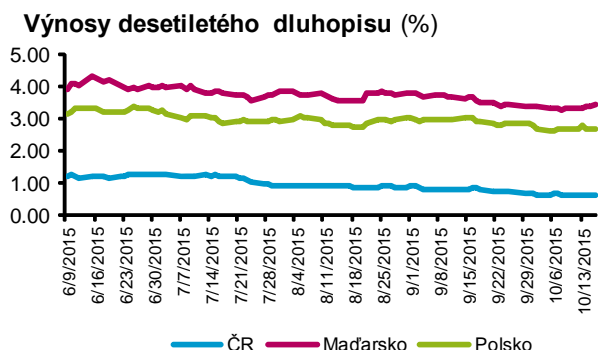
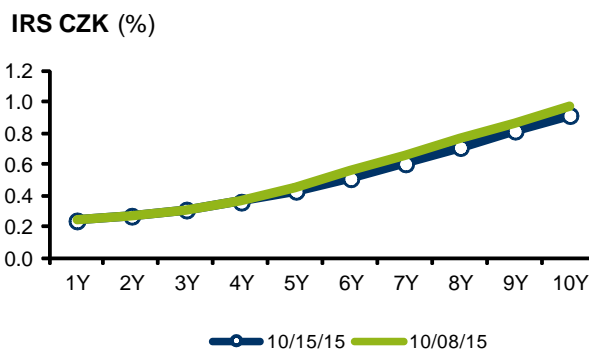
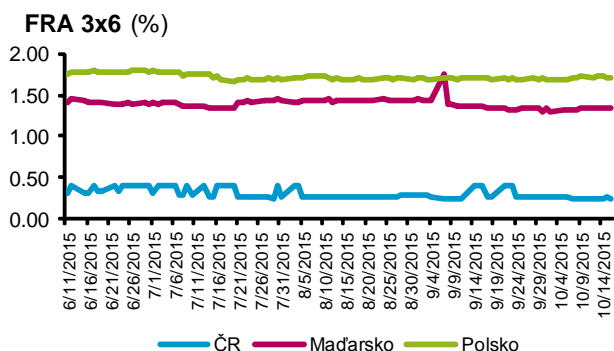
DIESEL (CZK/t)



EURHUF



Zdroj: Thomson Reuters



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ÚT 14:00, HU Zasedání MNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	1,35	7/2015
změna v b. bodech	0	-15

HU: Sazby opět beze změny

Maďarská centrální banka (MNB) ponechá na svém úterním zasedání sazby beze změny. Zasedání nicméně může být doprovázeno holubičím komentářem, který zohlední o něco horší vyhlídky maďarské ekonomiky. Šance na růst sazeb v příštím roce podle nás klesá a naopak rostou rizika případného dalšího snižování oficiálních sazeb.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
USA	19.10.2015	13:15	Kvartální zisk Morgan Stanley	USD	3Q/2015						
Polsko	19.10.2015	14:00	Průmyslová výroba	%	09/2015			15	4	-7,1	5,3
Polsko	19.10.2015	14:00	Výrobní ceny	%	09/2015			-0,2	-2,8	-0,7	-2,7
Polsko	19.10.2015	14:00	Maloobchodní tržby	%	09/2015			0,8	1,3	-2,6	-0,3
USA	19.10.2015	16:00	Index stavitelů rodinných domů		10/2015			62		62	
EMU	19.10.2015	17:00	Projev Nowotnyho ve Vídni	ECB	10/2015						
USA	19.10.2015	18:00	Projev Lackera v Richmondu	Fed	10/2015						
USA	19.10.2015	22:00	Kvartální zisk IBM	USD	3Q/2015						
Německo	20.10.2015	8:00	Výrobní ceny	%	09/2015			0	-1,8	-0,5	-1,7
EMU	20.10.2015	10:00	Běžný účet	mld. EUR	08/2015					33,8	
Maďarsko	20.10.2015	14:00	Zasedání MNB	%	10/2015			1,35		1,35	
USA	20.10.2015	14:30	Zahájení staveb nových domů		09/2015			1142		1126	
USA	20.10.2015	14:30	Udělená stavební povolení		09/2015			1163		1170	
USA	20.10.2015	15:00	Projev Dudleye a Powella na konferenci v New Yorku	fed	10/2015						
USA	20.10.2015	17:00	Projev Yellenové v New Yorku	Fed	10/2015						
USA	21.10.2015	15:30	Kvartální zisk Coda-Cola	USD	3Q/2015						
USA	21.10.2015	19:30	Projev Powella v New Yorku	Fed	10/2015						
USA	21.10.2015	22:00	Kvartální zisk American Express	USD	3Q/2015						
USA	21.10.2015	22:00	Kvartální zisk eBay	USD	3Q/2015						
Francie	22.10.2015	8:45	Index podnik. nálady INSEE		10/2015			100		100	
EMU	22.10.2015	10:00	Měsíční zpráva ECB	ECB	10/2015						
EMU	22.10.2015	13:45	Zasedání ECB	%	10/2015			0,05		0,05	
USA	22.10.2015	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	10/2015					255	
USA	22.10.2015	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	10/2015					2158	
USA	22.10.2015	15:30	Kvartální zisk Mc Donald's	USD	3Q/2015						
EMU	22.10.2015	16:00	Index spotřebitelské důvěry		10/2015 *P			-7,4		-7,1	
USA	22.10.2015	16:00	Prodej stávajících domů	mil.	09/2015			5,36		5,31	
USA	22.10.2015	16:00	Předstihové ukazatele		09/2015			0		0,1	
USA	22.10.2015	22:00	Kvartální zisk Microsoft	USD	3Q/2015						
Francie	23.10.2015	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		10/2015 *P			50,2		50,6	
Německo	23.10.2015	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		10/2015 *P			51,8		52,3	
Polsko	23.10.2015	10:00	Míra nezaměstnanosti	%	09/2015			9,9		10	
EMU	23.10.2015	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		10/2015 *P			51,8		52	
EMU	23.10.2015	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		10/2015 *P			53,5		53,7	

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	0,96	0,64	1,30	0,98	1,15	1,20
Maďarsko	HU10Y	2,80	2,71	3,45	2,93	3,60	3,80
Polsko	PL10Y	2,39	2,12	3,01	2,50	2,40	2,80

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	EUR/CZK	27,1	27,57	27,35	27,19	27,05	27,00
Maďarsko	EUR/HUF	309	300	315	314	315	310
Polsko	EUR/PLN	4,24	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 (%)

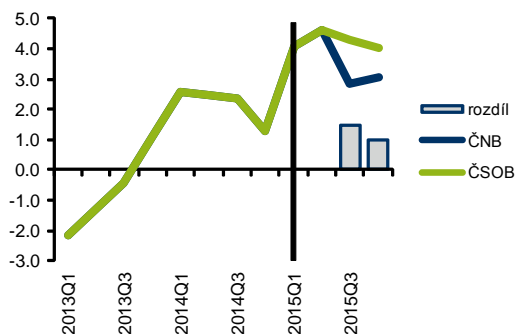
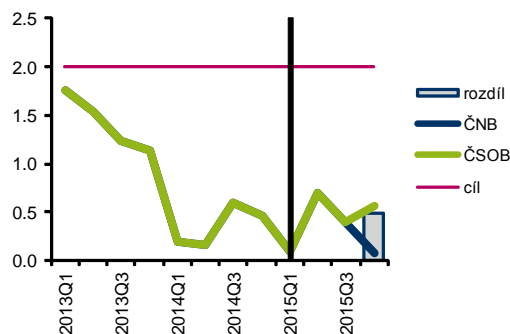
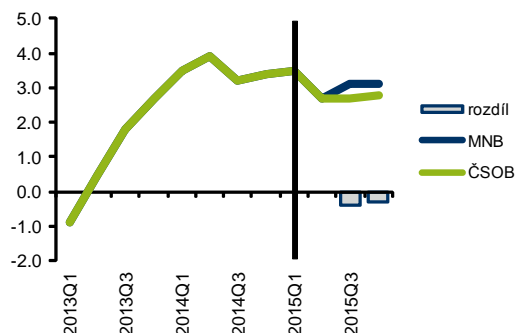
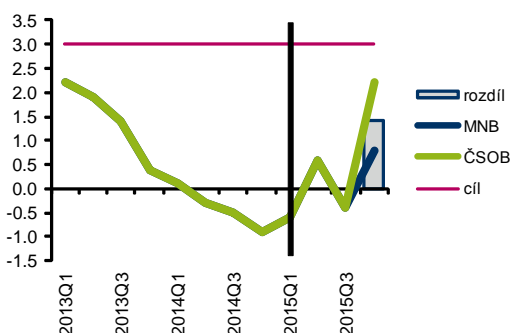
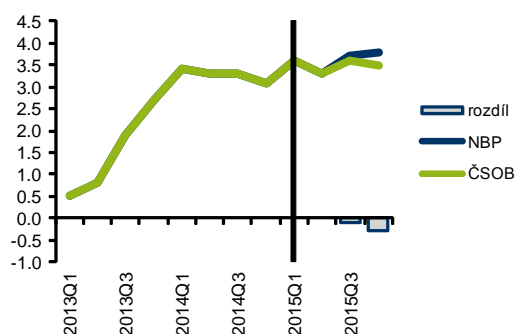
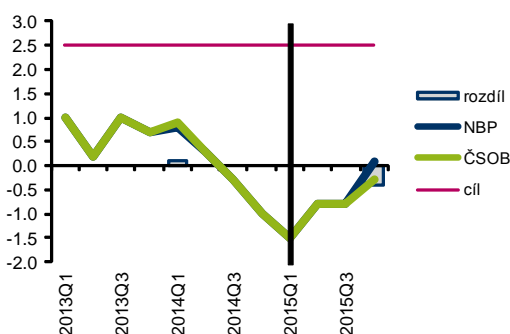
	2015	2016
Česko	1,5	1,5
Maďarsko	6,0	4,5
Polsko	-1,2	-2,0

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.