



● Česká republika

- V ČR je zase po inflaci... 2
- Český trh práce ve výborné kondici 3

● Výhled na týden

- Dovolí Fed a slabší forint MNB něco udělat a prodlouží ČNB kurzový režim? 6

Zasedání MNB a ČNB ve stínu Fedu

	Dnes
EUR/CZK	27,04
EUR/HUF	316,9
EUR/PLN	4,35
3M PRIBOR	0,29
3M BUBOR	1,35
3M WIBOR	1,72
10Y CZK	0,57
10Y PLN	3,17
10Y HUF	3,73
3M EURIBOR	-0,13
10Y EMU	0,55

Odpočítávání do historického zasedání Fedu je v plném proudu, což logicky vrhá stín na řadu důležitých regionální událostí, které se ještě před Vánoci mají odehrát. Mezi ně například patří i nadcházející zasedání MNB a ČNB.

Ačkoliv je zvýšení úrokových sazeb ze strany amerického Fedu sice dlouho dopředu avizované a očekávané, jde o restriktivní událost, která se odehraje po dlouhých devíti letech a tak ani není divu, že globální trhy jsou z ní nervózní. To samozřejmě dvojnásobně platí o tzv. emerging markets, kde zejména devizové trhy zůstávají pod tlakem a přinášejí i mírnou finanční náказu do střední Evropy. Výprodej ruského rublu, turecké liry či rumunského leie nedokáže zlotý s forintem ignorovat a tak i tyto měny oslabují. Slabší měnové kurzy přitom mohou mít vliv na rozhodování tvůrců měnových politik, neboť zde opět zapůsobí fenomén "strachu z plovoucího kurzu" (fear of floating), který dotyčným centrálním bankám nedovolí uvolnit politiku tak, jak by si zcela přáli. Takový osud přitom již toto úterý může potkat bankovní radu MNB, která by možná ráda měnovou politiku uvolnila, ale strach jí to nedovolí.

Naopak ničeho bát se nemusí ČNB, kterou trápí přesně opačný problém: koruna se stále tlačí na intervenční hranici EUR/CZK 27,0, přičemž inflace vinou potravin a v blízké budoucnosti zřejmě i benzínu setrvává v blízkosti nuly (tedy hluboko pod inflačním cílem). Jakékoliv oslabení koruny by tak bylo jistě vítané, ale to Fed stejně nevyčaruje. Snad jen v případě, že by ve středu komunikace FOMC byla nečekaně jestřábí a negativní náказu z emerging markets byla daleko silnější. Ale s takovým scénářem nepočítáme.

V ČR je zase po inflaci...

Petr Dufek

Oproti očekávání trhu inflace zamířila opět dolů.

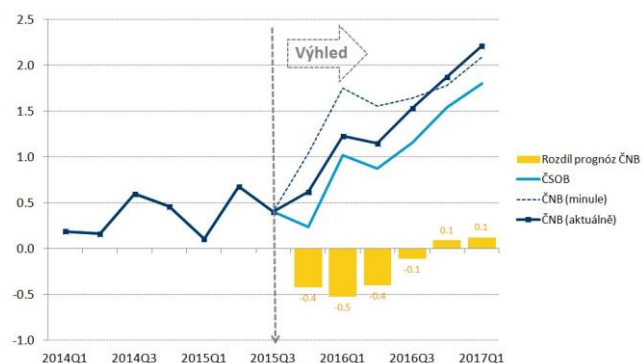
Ačkoliv trh očekával, že se inflace začíná po letech konečně vzpamatovávat, listopadová čísla rozhodně o ničem takovém nenapovídají. Spotřebitelské ceny oproti říjnu poklesly o čtyři desetiny procenta a meziroční inflace se snížila z předchozích 0,2 % na 0,1 %. V posledním měsíci přitom zlevnily nejen potraviny a pohonné hmoty, ale i další významné položky, za které lidé utrácejí. Výjimkou jsou jen sezónní oblečení, boty a nájemné.

Meziroční inflace zůstává nadále velmi nízká a to dokonce navzdory slabé koruně a silné spotřebitelské poptávce. Stále se tak potvrzuje, že konkurence v maloobchodě a nakonec i u výrobců spotřebního zboží je natolik silná, že ani vyšší nákupy ze strany domácností s cenami nahoru hned tak nepohnou. Zvláště to platí v případě spotřebního zboží, kde v evropském i světovém měřítku existují nadbytečné produkční kapacity. Navíc výrobci v současné době těží z nízkých cen energií a levnějších materiálových vstupů. To vše spolu s tlakem prodejců ve výrobě vytváří dobře ukotvenou deflační linii. Vedle toho i samotní prodejci čelí rostoucí konkurenci v podobě dramatického vzestupu e-shopů, jejichž politika je založena právě na atraktivitě cen.

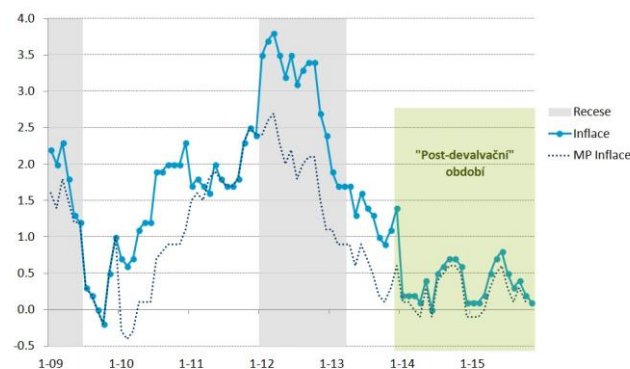
Levná ropa sráží inflační očekávání.

Inflaci nepřinese nejspíše ani prosinec, kdy se navíc začne v pohonných hmotách zrcadlit aktuální propad cen ropy a benzínů na světových trzích. Inflace tak vyskočí vzhůru nejspíše až v úvodu příštího roku, kdy konečně zafunguje nízký srovnávací základ z roku letošního a meziroční inflace cílovaná centrální bankou se dostane k jednomu procentu. Pro centrální banku je aktuální nízká inflace nepřijemná ze dvou důvodů. Nejenom, že jsme stále daleko od cíle, ale nakonec inflace výrazně zaostává i za nejnovější prognózou ČNB. Vzhledem k tomu, že příští rok s největší pravděpodobností už inflaci posune nahoru (nepředpokládáme-li propad cen ropy na 20 USD nebo další recesi v Evropě), tak by ČNB nemusela aktuální vývoj příliš přeceňovat. Zvláště když korigovaná inflace – tzn. inflace bez potravin a pohonných hmot – se už od konce loňského roku nachází nad úrovní 1 % (aktuálně dosahuje 1,3 %) a je tedy de facto v tolerančním pásmu ČNB.

Výhled inflace
(meziročně, %)



CZ: Vývoj meziroční inflace



Český trh práce ve výborné kondici

Petr Dufek

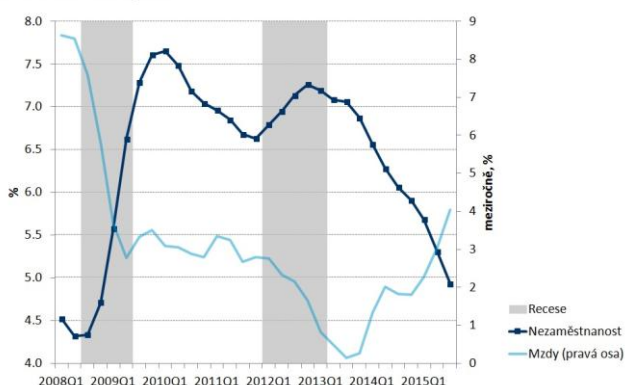
Nezaměstnanost i před koncem roku zůstává pod šesti procenty.

Nezaměstnaných v říjnu sice mírně přibýlo, avšak míra nezaměstnanosti setrvala na úrovni 5,9 %. Nejde o žádné překvapení ani o změnu dosavadního příznivého trendu. Blíží se konec roku, kdy postupně začínají končit sezónní práce ve stavebnictví a v zemědělství, na druhou stranu zase například obchody najímají ve větší míře brigádníky. Ekonomika je v dobré kondici, respektive optimistické investující firmy vytvářející nová pracovní místa stojí za prudkým zlepšením situace na českém trhu práce. Nabídka volných pracovních míst díky rostoucím zakázkám firem i pozitivním výhledům už čtyři měsíce za sebou přesahuje hranici 100 tisíc. Dostáváme se postupně do situace nedostatku kvalifikovaných i méně kvalifikovaných zaměstnanců, který vyústí do rychlejšího růstu mezd. První známky tohoto vývoje jsou vidět už v letošním roce a tento trend zesílí nejspíše už v roce následujícím. Na přelomu roku sice počty nezaměstnaných zase skokově narostou, což bude v souladu s každoročním vývojem, avšak půjde jen o dočasný jev. Na jaře – s rozběhem sezónních prací – se restartuje nabídka pracovních míst a vývoj na trhu práce by nakonec mohl být ještě příznivější, než byl v roce letošním.

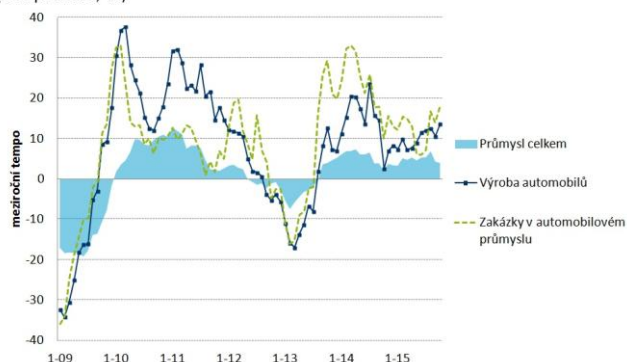
Průmysl žádné známky zpomalení nevykazuje.

Růst průmyslu, který s sebou přináší nejen výborné finanční výsledky firem, ale i větší zájem o investice a nabírání nových zaměstnanců, nepolevil ani v říjnu (meziročně +6,4 %). I když se dalo čekat, že se tempo tohoto největšího odvětví začne postupně zpomalovat, říjnová čísla dopadla nad-očekávání dobře. A to nejen z pohledu samotného výkonu, ale především nových zakázek (+22,7 %), které táhne nahoru především poptávka po nových automobilech (+22,7 %). Průmysl tak jako jedno z hlavních odvětví, které mají zásluhu na rychlém snižování nezaměstnanosti a současně i rychlejšímu růstu mezd, čekají další pozitivní výsledky v řadě. V příštím roce však nejspíše i toto odvětví narazí na hranici možností daných poptávkou i kapacitami a jeho reálné tempo by se mohlo stabilizovat pod třemi procenty.

Situace na trhu práce

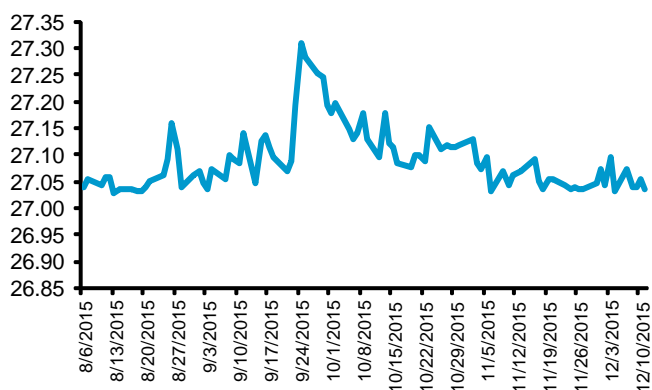


Průmyslová výroba (3m průměr, %)

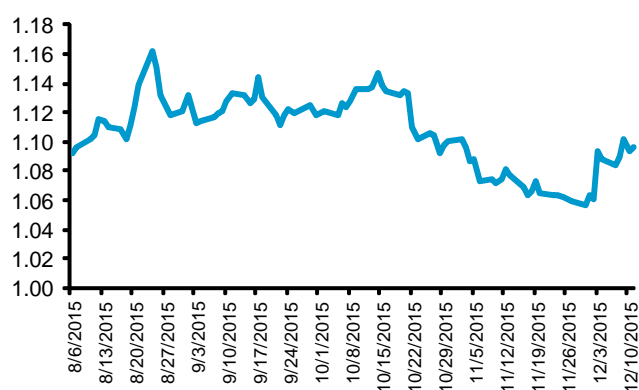


Přehled trhů

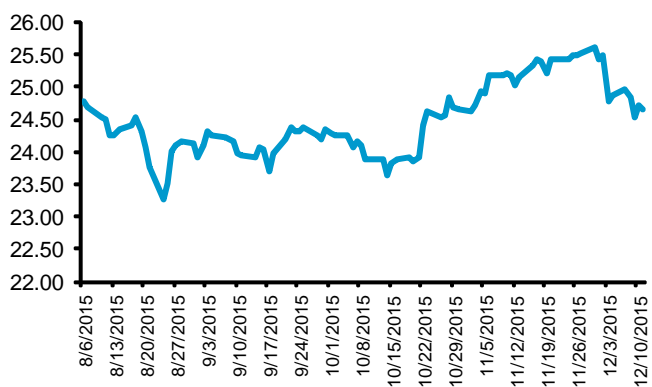
EURCZK



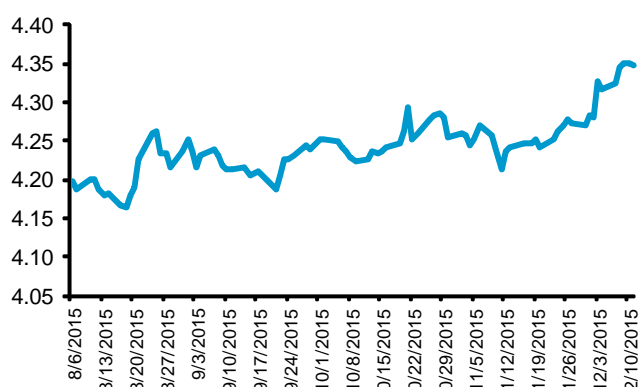
EURUSD



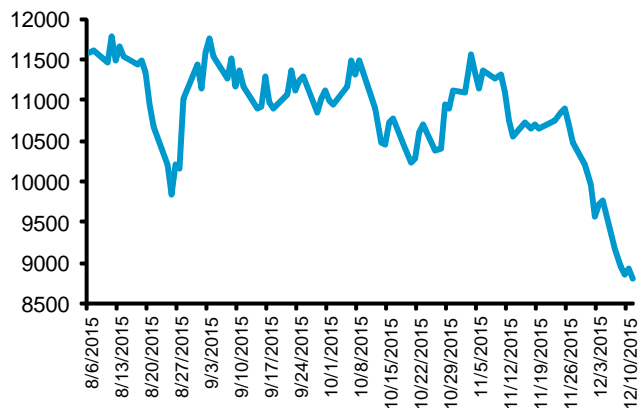
USDCZK



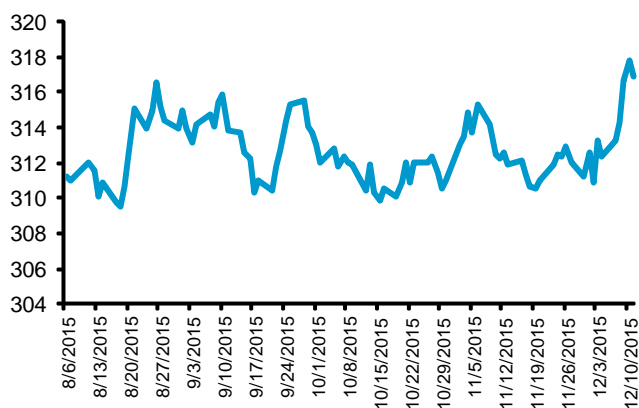
EURPLN



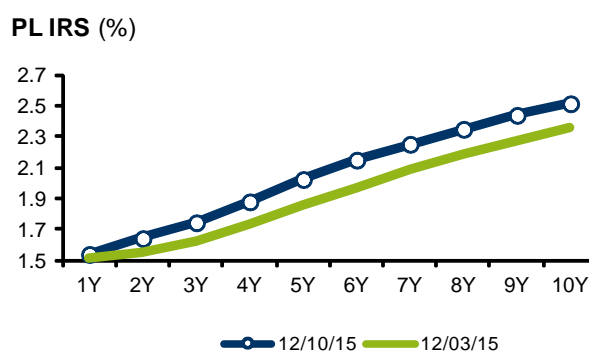
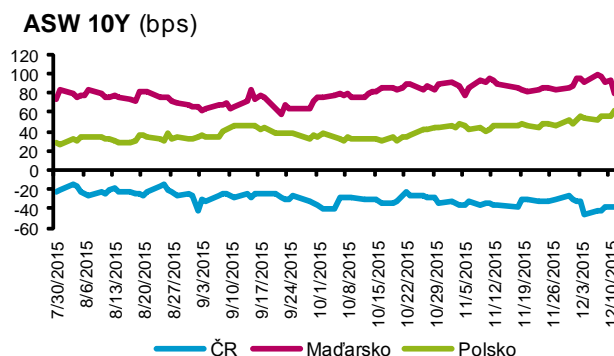
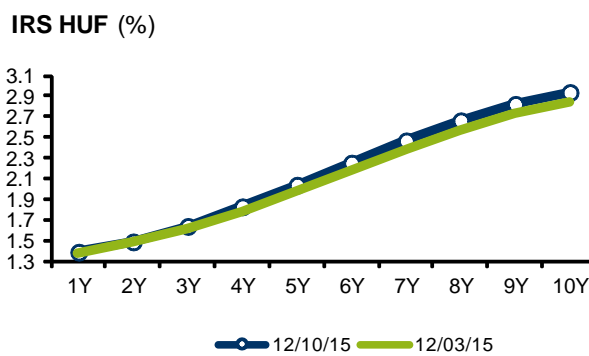
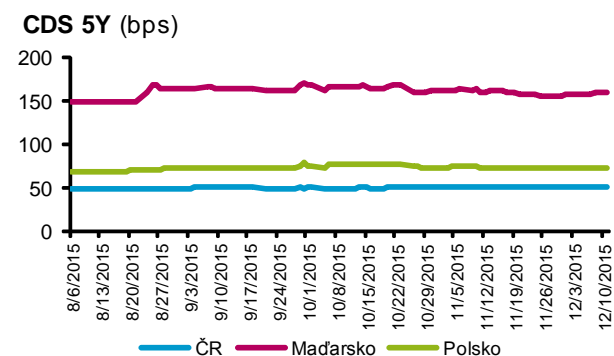
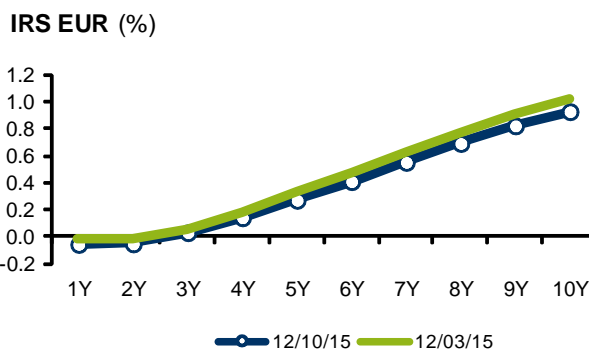
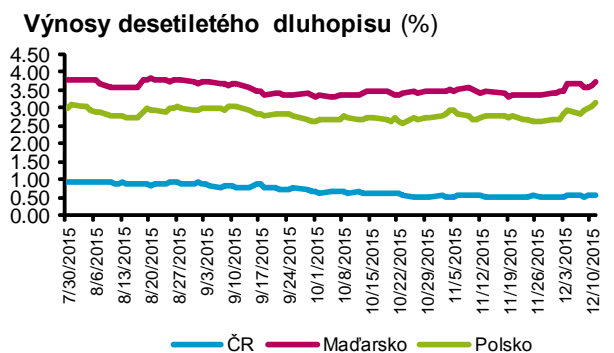
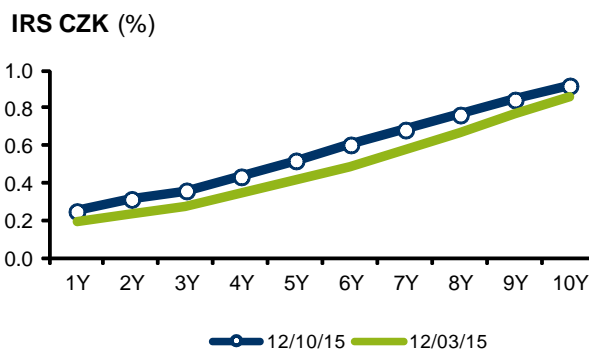
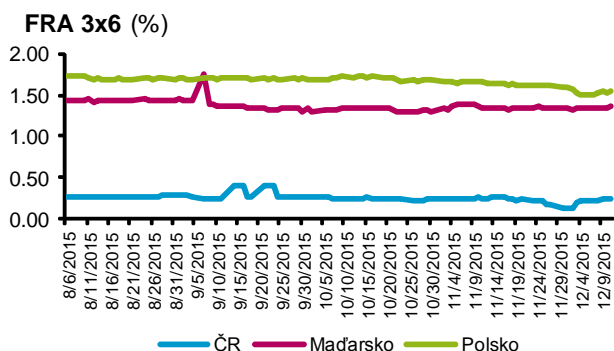
DIESEL (CZK/t)



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: Dovolí Fed a slabší forint MNB něco udělat?

Forint, který možná částečně oslabil v důsledku očekávání, že MNB přikročí k dalšímu uvolnění měnové politiky, paradoxně může zabránit tomu, aby centrální banka takový krok provedla. Přesto, i kdyby se MNB na cestu dalšího uvolňování měnové politiky vydala, tak to zřejmě nebude přes hlavní úrokovou sazbu, ale skrze změny tříměsíční deponitní sazby anebo by šlo o nějakou mírnější formu kvantitativního uvolňování.

ST 13:00, CZ Zasedání ČNB

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

CZ: Prodlouží ČNB kurzový režim?

Od posledního zasedání bankovní rady ČNB neočekáváme žádný zásadní posun měnové politiky. Už na svém minulém jednání, kdy měla bankovní rada k dispozici novou prognózu, ČNB lehce naznačila možnost prodloužení stávajícího kurzového režimu, avšak přímo se k němu nechtěla zavazovat. A podobného výsledku bychom se mohli dočkat i tentokrát. Vzhledem k pozitivnímu výhledu inflace a zejména s ohledem na politiku ECB, tuzemská centrální banka nemá opravdu kam spěchat. Inflační výhledy znovu klesají a ECB hodlá tisknout peníze delší dobu, takže vlastně nezbyvá nic jiného, než posunout exit ať už explicitně nebo implicitně do roku 2017. Současně nepředpokládáme, že by se ČNB rozhodla snížit svoji hlavní úrokovou sazbu do záporu.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	14.12.2015	10:00	Běžný účet	mln. CZK	10/2015			5,5		6,63	
EMU	14.12.2015	11:00	Průmyslová výroba	%	10/2015			0,2	1,2	-0,3	1,7
Polsko	14.12.2015	14:00	Peněžní zásoba M3	%	11/2015			0,6	9,3	1,4	9,2
Polsko	14.12.2015	14:00	Běžný účet	mil. EUR	10/2015			-605		-959	
Polsko	14.12.2015	14:00	Obchodní bilance	mil. EUR	10/2015			-178		87	
Německo	15.12.2015	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)		12/2015			54,1		54,4	
Německo	15.12.2015	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)		12/2015			15		10,4	
Polsko	15.12.2015	14:00	Inflace	%	11/2015 *F					0	-0,5
Maďarsko	15.12.2015	14:00	Zasedání MNB	%	12/2015	1,35		1,35		1,35	
USA	15.12.2015	14:30	Podnikatelská nálada v e státě N.Y.		12/2015			-5,75		-10,74	
USA	15.12.2015	14:30	Inflace	%	11/2015			0	0,5	0,2	0,2
USA	15.12.2015	14:30	Jádrová inflace	%	11/2015			0,2	2	0,2	1,9
USA	15.12.2015	14:30	Mzdy	%	11/2015						2,1
Polsko	15.12.2015	15:00	Rozpočtové saldo	mil. PLN	11/2015					-34488	
USA	15.12.2015	16:00	Index stavitelů rodinných domů		12/2015			63		62	
ČR	16.12.2015	9:00	Výrobní ceny	%	11/2015			-0,1	-3,5	-0,2	-3,9
Francie	16.12.2015	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		12/2015 *P					50,6	
Německo	16.12.2015	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		12/2015 *P			52,5		52,9	
EMU	16.12.2015	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		12/2015 *P			52,5		52,8	
EMU	16.12.2015	10:00	Index nákupních manažerů v e službách		12/2015 *P			54		54,2	
EMU	16.12.2015	11:00	Obchodní bilance	mil. EUR	10/2015					20,5	
EMU	16.12.2015	11:00	Inflace	%	11/2015 *F			-0,2	0,1	0,1	
ČR	16.12.2015	13:00	Zasedání ČNB	%	12/2015	0,05		0,05		0,05	
Polsko	16.12.2015	14:00	Jádrová inflace	%	11/2015			0	0,3	0,2	0,3
Polsko	16.12.2015	14:00	Mzdy	%	11/2015			1,1	3,9	1,3	3,3
USA	16.12.2015	14:30	Zahájení staveb nových domů		11/2015			1140		1060	
USA	16.12.2015	14:30	Udělená stavební povolení		11/2015			1153		1150	
USA	16.12.2015	15:15	Průmyslová výroba	%	11/2015			-0,1		-0,2	
USA	16.12.2015	15:15	Využití kapacit	%	11/2015			77,4		77,5	
USA	16.12.2015	20:00	Zasedání FOMC	%	12/2015	0,5		0,5		0,25	
Německo	17.12.2015	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo		12/2015			108,9		109	
Německo	17.12.2015	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)		12/2015			113,4		113,4	
Německo	17.12.2015	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)		12/2015			104,8		104,7	
EMU	17.12.2015	10:00	Měsíční zpráva ECB	ECB	12/2015						
Polsko	17.12.2015	14:00	Průmyslová výroba	%	11/2015			-4,3	5,7	2	2,4
Polsko	17.12.2015	14:00	Výrobní ceny	%	11/2015			-0,1	-2	0,1	-2,3
Polsko	17.12.2015	14:00	Maloobchodní tržby	%	11/2015			-6,8	2,2	5	0,8
USA	17.12.2015	14:30	Běžný účet	mln. USD	3Q/2015			-123		-109,7	
USA	17.12.2015	14:30	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu		12/2015			1,5		1,9	
USA	17.12.2015	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	12/2015					282	
USA	17.12.2015	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	12/2015					2243	
USA	17.12.2015	16:00	Předstihové ukazatele		11/2015			0,1		0,6	
Francie	18.12.2015	8:45	Index podnik. nálady INSEE		12/2015					102	
Francie	18.12.2015	8:45	Výrobní ceny	%	11/2015					0,2	-2,5
EMU	18.12.2015	10:00	Běžný účet	mln. EUR	10/2015					33,1	

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	1,72	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	0,92	0,64	1,30	0,98	1,00	1,13
Maďarsko	HU10Y	3,07	2,71	3,45	2,93	3,60	3,80
Polsko	PL10Y	2,60	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	317	300	315	314	315	310
Polsko	EUR/PLN	4,35	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	4,5	4,1	2,3
Maďarsko	3,2	3,4	3,5	2,7	2,4	2,8	2,2
Polsko	3,3	3,1	3,6	3,3	3,5	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	0,8	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 (%)

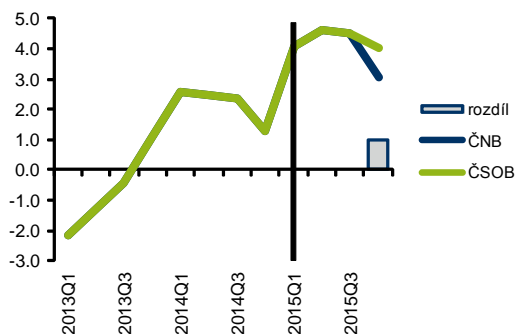
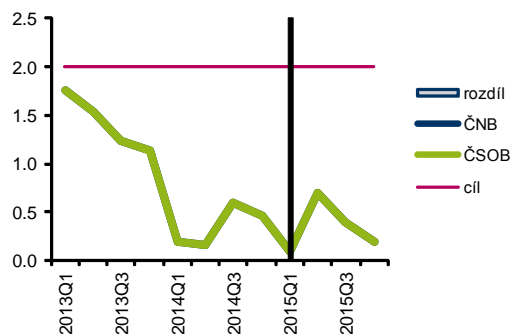
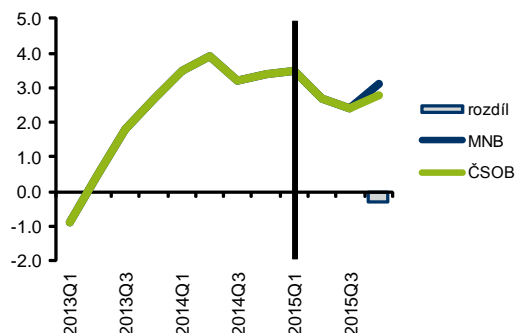
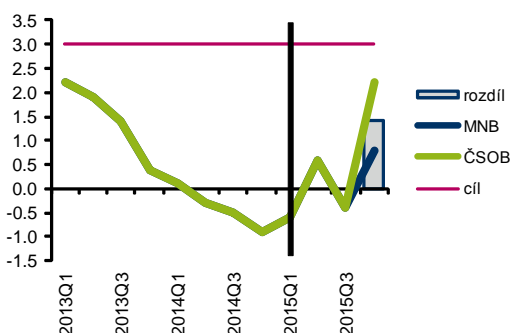
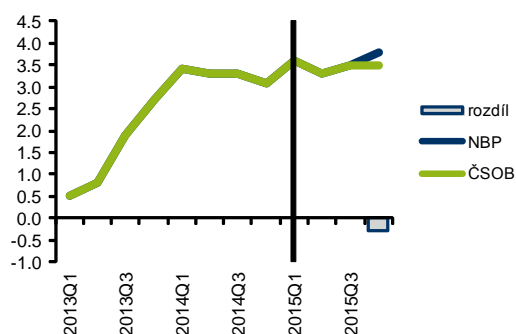
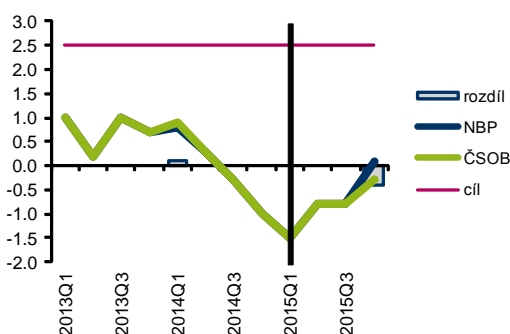
	2015	2016
Česko	1,5	1,5
Maďarsko	6,0	4,5
Polsko	-1,2	-2,0

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.