Analytický týdeník

- **Česká republika**
  - Česká inflace opět na ústupu 2
  - Český trh práce se dostává do stále lepší kondice 3
- **Výhled na týden**
  - Automobilky vládnou českému průmyslu 6

Co znamená březnový verdikt ECB pro ČNB

	Dnes
EUR/CZK	27,07
EUR/HUF	310,6
EUR/PLN	4,31
3M PRIBOR	0,29
3M BUBOR	1,34
3M WIBOR	1,67
10Y CZK	0,40
10Y PLN	2,88
10Y HUF	3,28
3M EURIBOR	-0,23
10Y EMU	0,27

Co přináší březnové zasedání ECB pro ČNB? Za prvé, rozhodnutí neprodloužit politiku QE za horizont března 2017 znamená, že ČNB může, jak předpokládáme v základním scénáři, opustit intervence na začátku roku 2017 (únor/květen). Pokud by ECB prodloužila přímý tisk peněz ekonomiky do konce roku 2017, ČNB by si netroufla ukončit intervence tak brzy a pravděpodobně by plánovaný exit dříve nebo později posunula do druhé poloviny roku 2017.

Za druhé, Mario Draghi včera představil o něco ambicióznější uvolnění měnových kohoutů, než se očekávalo. Sazby šly dolů plus mínus podle očekávání (depo -10 bps), ale překvapilo výraznější navýšení QE o 20 mld. eur měsíčně. To může teoreticky zvýšit příliv "horkých peněz" do korun. A právě rychlejší příliv spekulativních peněz, který dotlačil ČNB v lednu i v únoru k aktivnější obraně slabé koruny, byl zásadním důvodem, proč ČNB začala uvažovat o záporných sazbách. V březnu zatím příliv peněz zeslábl a soudě podle nižších přírůstků likvidity v českém bankovním systému se ČNB nemusela příliš otáčet. Do dalšího zasedání ČNB na konci března se to ale s vidinou výraznějšího QE v eurozóně může změnit a pak by zavedení záporných sazeb v Česku bylo vážně ve hře.

Mario Draghi dal včera ale argumenty do rukou také odpůrcům záporných sazeb v bankovní radě ČNB. Na tiskové konferenci řekl, že další pokles sazeb je málo pravděpodobný a v případě potřeby raději uvolní měnové kohouty jinak. ČNB si tak může být relativně jistá, že se jí úrokový diferenciál stimulující příliv spekulativních peněz nebude dál rozšiřovat. Lehkým problémem může být, že Mario Draghi už jednou trhům dosažení dna na úrocích sliboval. A jak víme, později si to rozmyslel…

Česká inflace opět na ústupu

Petr Dufek

Inflace podle očekávání klesá na 0,5 %, a to především díky levnějším pohonným hmotám.

Po lednových 0,6 % přichází únorové číslo, které rozhodně nepřekvapilo a to ani svojí hodnotou, ani faktory, které za ním stojí. Spotřebitelské ceny se v únoru zvýšily meziročně o 0,5 % a meziměsíčně jen o 0,1 %. Co stojí za těmito čísly? Ve srovnání s lednem se lehce zvýšily ceny některých potravin, alkoholu a tabáku, bytového vybavení a především sezónně narostly ceny dovolených. Naproti tomu inflaci brzdily zlevňující pohonné hmoty a sezónní výprodeje oblečení a obuvi. V meziročním srovnání se ceny zvýšily jen o půl procenta. Oproti loňskému únoru jsou výrazně levnější pohonné hmoty a nižší jsou i ceny potravin. Inflaci tak vlastně vytvářejí především spotřební daně, následované zdražujícím oblečením a botami, dovolené a náklady na bydlení.

Inflaci zatím není ani odkud dovézt. Nezbývá, než spoléhat na mzdy.

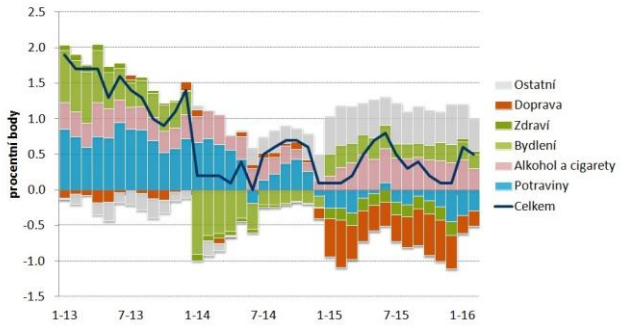
Inflace v ČR zůstává nadále velmi nízká a to navzdory silnému ekonomickému růstu doprovázenému zvyšováním zaměstnanosti i zlepšováním reálné finanční situace domácností. Důvodem je, že nízkou inflaci, respektive dokonce deflaci prožívá eurozóna. Dovézt si inflaci skrze slabou korunu tak v tuto chvíli v podstatě stále není možné. Stále existuje nadbytečná produkce spotřebního zboží, konkurence maloobchodu díky internetu sílí a hranice pro obchod se stírají. Spoléhat proto lze snad jen na ještě rychlejší růst mezd a s ním spojené zvyšování cen služeb. Co můžeme od inflace čekat v dalších měsících? Inflace nejspíše spadne dokonce pod půl procenta a teprve v závěru roku se odváží podívat se po skoro třech letech nad jedničku. K inflačnímu cíli ČNB jí tak bude zbývat ještě hodně dlouhá cesta.

Alternativní míry inflace vyznívají podstatě lépe než celková míra inflace.

Inflace nadále zaostává za nejnovější prognózou ČNB, která předpokládala její akceleraci na 0,8 %. Tři deseti procentního bodu navíc jde zřejmě na vrub levnějším PHM, a proto se nemusí jednat až tak o zásadní problém. Když naproti celkové inflaci postavíme tzv. jádrovou inflaci (CPI bez pohonných hmot, potravin, daní), která se zvýšila na 1,3 %, tak rozhodně ČNB nemusí být z aktuálního vývoje vůbec zklamaná. To ovšem neznamená, že březnové jednání bankovní rady musí být nudné. Vzhledem k tomu, jak tento týden rozšířila svoji měnovou expanzi ECB, může se ještě více rozvířit debata o zavedení záporných úrokových sazeb, kterými by ČNB mohla eliminovat úrokový diferenciál a zmírnit tak tlak na intervence na devizovém trhu. I když pravděpodobnost negativních sazeb v ČR narůstá, stále nepředpokládáme, že je ČNB v březnu zavede.

Inflace vs. hlavní sazba ČNB

Struktura meziroční inflace v ČR (vliv jednotlivých složek koše)



Český trh práce se dostává do stále lepší kondice

Petr Dufek

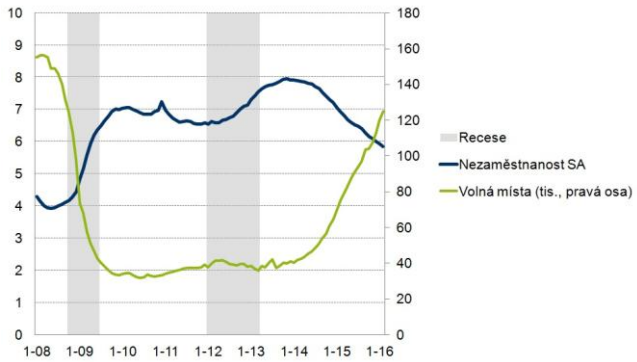
Nezaměstnanost na ústupu.

Po krátkodobém sezónním vzestupu nezaměstnanosti na přelomu roku způsobeném koncem pracovních úvazků na dobu určitou, začíná nezaměstnanost opět klesat. V únoru nezaměstnanost poklesla na 6,3 %, což znamená meziročně zlepšení o více než jeden procentní bod. Řady uchazečů tak prořídly ve srovnání s loňským únorem o 87 tisíc, kdy nezaměstnanost dosáhla 8,4 %, dokonce o 150 tisíc. Za příznivý vývoj na trhu práce vděčíme především silnému ekonomickému růstu, který je rozložen napříč celou ekonomikou. Nicméně hlavní zásluhu na snižování nezaměstnanosti má především průmysl a služby, které v době konjunktury nabírají nové zaměstnance.
K poklesu nezaměstnanosti přitom dochází téměř v celé ČR. Pouze ve třech okresech je nezaměstnanost vyšší, než byla loni v únoru. Současně klesá i počet uchazečů na jedno volné místo na aktuální průměr 4 lidi bez práce na jedno nabízené místo. Celkově se však situace poslední tři roky soustavně zlepšuje. S pokračujícím ekonomickým růstem totiž dále roste nabídka volných pracovních míst. Volných míst je aktuálně dokonce necelých 115 tisíc a více jich bylo naposledy v roce 2007.

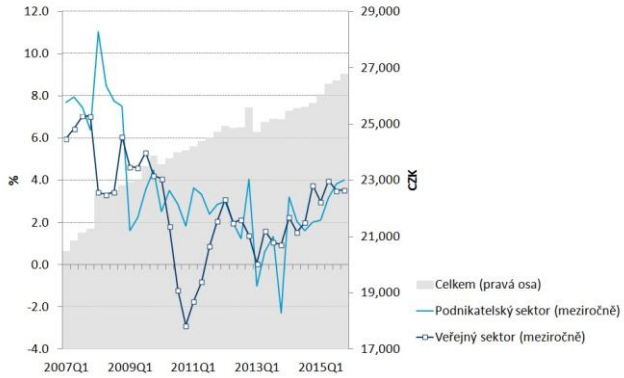
Růst mezd konečně nabírá na síle.

Nejnovější údaje o mzdách potvrzují, že se růst mezd v ČR zrychluje. V posledním čtvrtletí loňského roku se průměrná mzda v ekonomice zvýšila o 3,9 %, což vzhledem k zanedbatelné inflaci znamenalo reálný nárůst o 3,8 %. Tak rychle rostly mzdy v reálném vyjádření naposledy v roce 2009. Příznivou zprávou je, že nejenom průměr, ale i medián mezd zrychlil. A to dokonce o 5,4 %. Růst mezd se přitom odehrává jak v soukromém, tak ve veřejném sektoru. Prakticky ve všech odvětvích s výjimkou zemědělství. Největší procentní nárůst přitom zažívalo pohostinství a ubytování, které podle oficiálních čísel vždy patřilo mezi ty nejslabší. V tuzemském největším a v loňském roce super úspěšném odvětví (v průmyslu) naproti tomu mzdy vzrostly podprůměrně – „jen“ o 3,7 %.
Za celý rok 2015 se mzdy v ČR zvýšily o 3,4 %, což znamenalo o 860 korun hrubého měsíčně. V absolutním vyjádření si nejvíce polepšila veřejná správa, zdravotnictví a stavebnictví, které téměř nestíhalo plnit zakázky narychlo financované z fondů EU. V letošním roce by se růst mezd v ČR mohl dále zrychlit a to dokonce i v průmyslu, který je dlouhodobým motorem ekonomického růstu země. Firmy budou vzhledem k situaci na trhu práce narážet na nedostatek kvalifikovaných zaměstnanců a to se dříve nebo později projeví i ve větší ochotě přidávat. Růst mezd pro letošní rok odhadujeme na 3,8 %.

Míra nezaměstnanosti
(metodika MPSV)

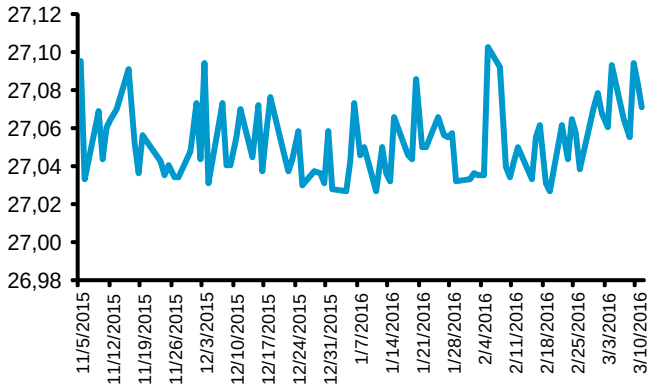


Vývoj průměrné mzdy

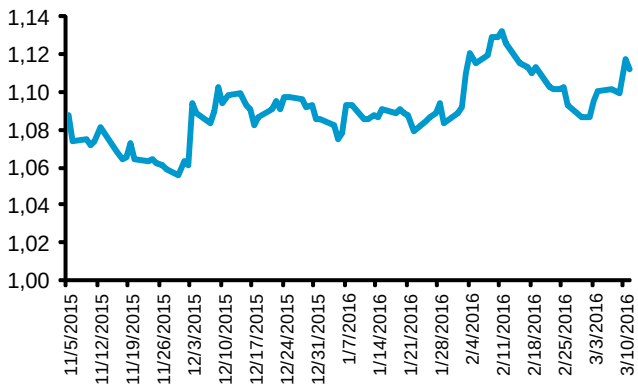


Přehled trhů

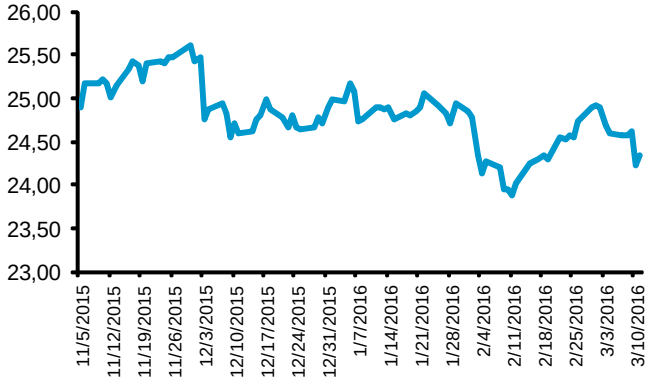
EURCZK



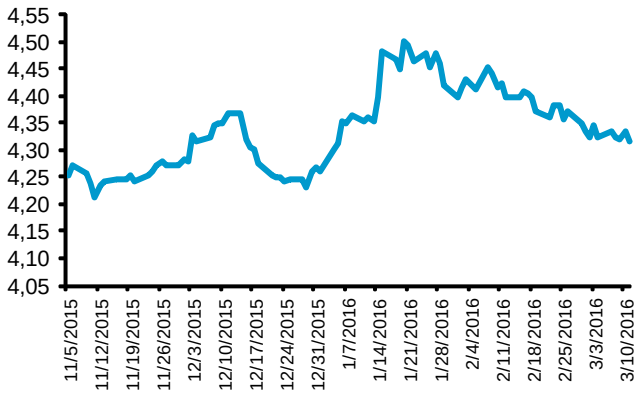
EURUSD



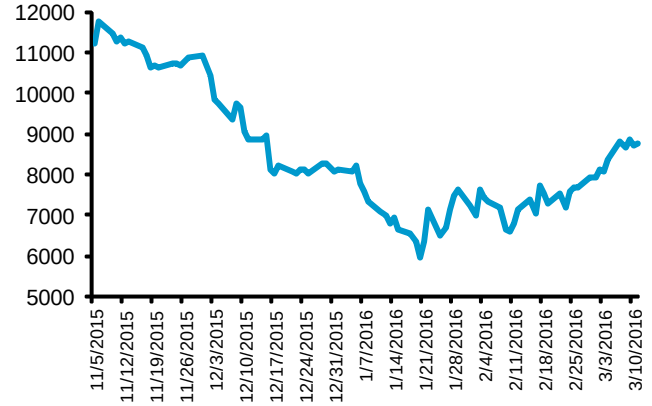
USDCZK



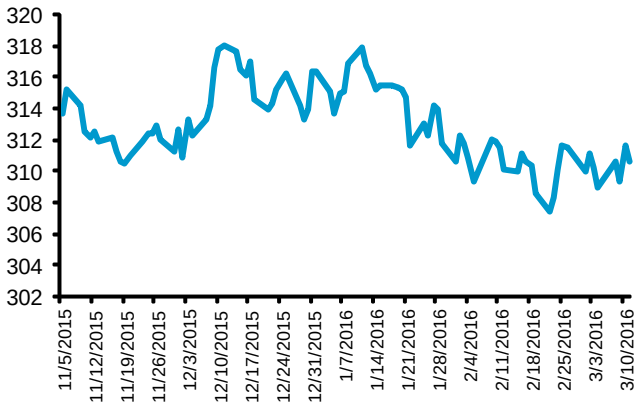
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

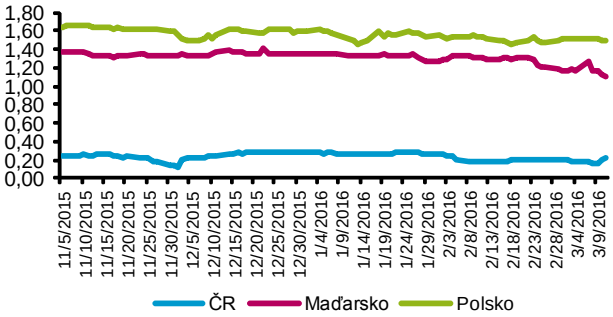


EURHUF

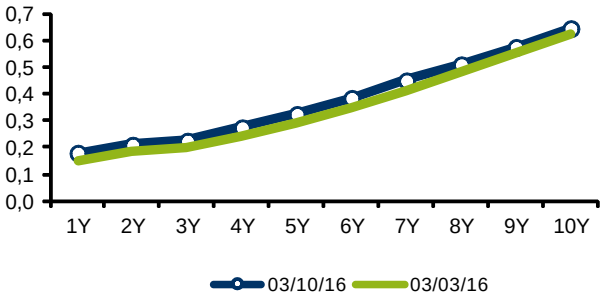


Zdroj: Thomson Reuters

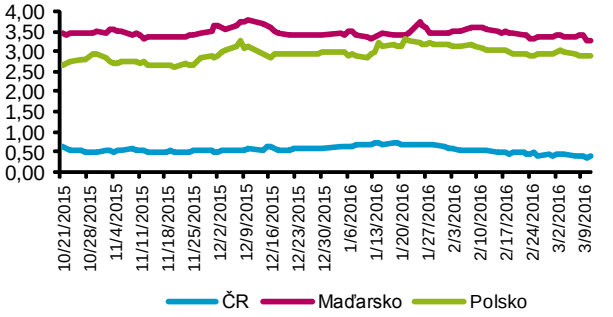
FRA 3x6 (%)



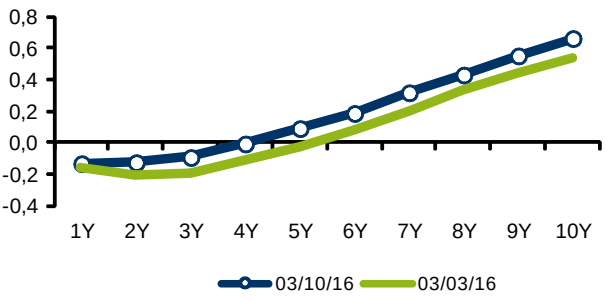
IRS CZK (%)



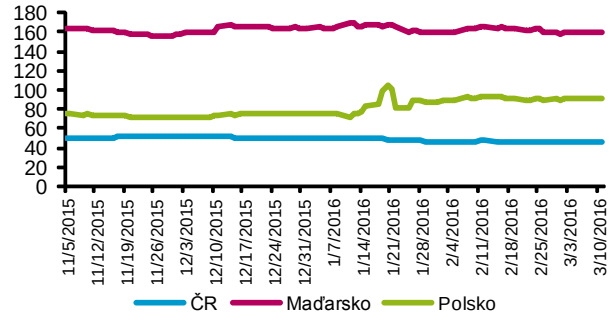
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



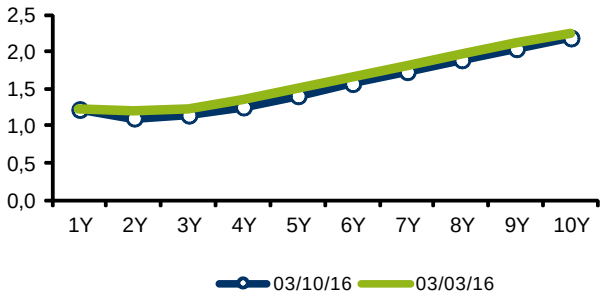
IRS EUR (%)



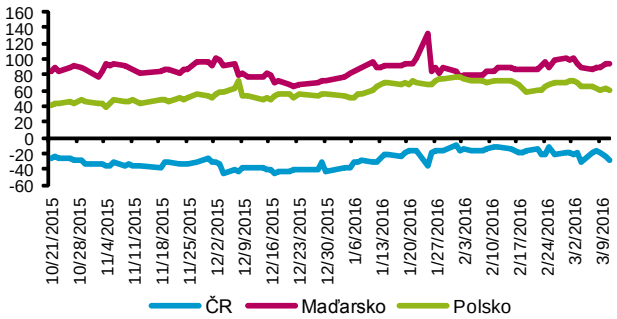
CDS 5Y (bps)



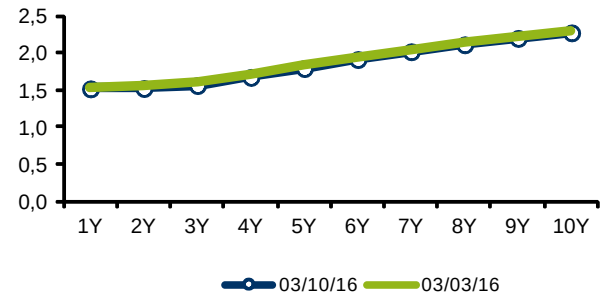
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

PO 9:00, CZ Maloobchodní tržby (%, y/y)

	I.16	XII.15	I.15
Tržby celkem	**6,0**	**8,7**	**6,9**
kumul. od ledna	**6,0**	**7,6**	**6,9**
Tržby bez aut	**4,8**	**6,1**	**5,8**
kumul. od ledna	**4,8**	**5,6**	**5,8**

ÚT 9:00, CZ Průmyslová výroba (%, y/y)

	I.16	XII.15	I.15
Měsíčně	**-1,0**	**0,7**	**2,7**
kumul. od ledna	**-1,0**	**4,4**	**2,7**

ÚT 14:00, PL Inflace (%, y/y)

	II.16	I.16	II.15
Inflace	**-0,8**	-0,7	-1,6
Potraviny (bez alk.)	**0,4**	0,1	-3,7
Doprava (vč. pohonných hmot)	**-6,7**	-6,1	-11,6

CZ: Nákupy v obchodech lámou rekordy

Reálné maloobchodní tržby v ČR rostou soustavně už od roku 2013 a aktuálně dosahují historických rekordů, ať se již díváme na data se započtením motoristického segmentu nebo bez něj. Předpokládáme, že chuť a ochota nakupovat spotřebitelům nepolevila ani v úvodu letošního roku. Jejich zájem se kromě automobilů a PHM bude i nadále soustředit na téměř všechny produktové skupiny a z pohledu samotných obchodníků, tak především na e-shopy. Celkově by však růst maloobchodu mohl v letošním roce z loňských necelých šesti procent (bez aut) mírně zmírnit na necelých pět procent.

CZ: Automobilky vládnou průmyslu

Průmysl nejspíše vstoupil do letošního roku s lehce slabším výsledkem. Na vině byl především o jeden den nižší počet pracovních dnů a nejspíše i nižší výroba kovů a nižší výkon energetiky. Nemělo by se tedy jednat o nijak zásadní změnu dosavadních trendů. Stejně tak lídrem průmyslu zůstane i nadále výroba automobilů těšící se silné poptávce na domácím i zahraničním trhu. Ostatně zakázky stále napovídají, že zájem o tuzemskou produkci rozhodně neklesá. Průmysl si i v letošním roce udrží pozici motoru celé ekonomiky a rovněž nadále se bude výraznou měrou podílet na zlepšování situace na trhu práce. Předpokládáme, že růst výroby v průmyslu se bude v letošním roce pohybovat těstě pod třemi procenty.

PL: Ekonomika zůstává v deflačních vodách

Polská deflace se podle našich odhadů v únoru nezmírnila. Právě naopak, meziroční pokles cen zrychlil o desetinu na -0,8 %. Meziměsíčně ceny klesaly o 0,2 %, na čemž měly podíl opět zejména zlevňující pohonné hmoty. Dodejme, že statistický úřad zveřejní s únorovým číslem i revidovaný údaj za leden, takže nejistota spojená s odhadem je vyšší než obvykle.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	14.03.2016	0:00	Kvartální zisk Kofola	CZK	4Q/2015						
ČR	14.03.2016	9:00	Maloobchodní tržby	%	01/2016		6		6		8,7
EMU	14.03.2016	11:00	Průmyslová výroba	%	01/2016			1,4	1,2	-1	-1,3
Polsko	14.03.2016	14:00	Peněžní zásoba M3	%	02/2016			0,6	10	-0,4	10,2
ČR	15.03.2016	0:00	Kvartální zisk ČEZ	CZK	4Q/2015						
Polsko	15.03.2016	0:00	Kvartální zisk Energa	PLN	4Q/2015						
Francie	15.03.2016	8:45	Harmonizovaná inflace	%	02/2016 *F			0,3	-0,1	0,3	-0,1
Francie	15.03.2016	8:45	Inflace	%	02/2016 *F			0,2	-0,2	0,2	-0,2
ČR	15.03.2016	9:00	Stavební výroba	%	01/2016						3,4
ČR	15.03.2016	9:00	Průmyslová výroba	%	01/2016		-1		1,0		0,7
ČR	15.03.2016	10:00	Běžný účet	mld. CZK	01/2016	23		28,4		10,51	
USA	15.03.2016	13:30	Maloobchodní tržby	%	02/2016			-0,1		0,2	
USA	15.03.2016	13:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	02/2016			-0,2		0,1	
USA	15.03.2016	13:30	Výrobní ceny	%	02/2016			-0,1	0,1	0,1	-0,2
USA	15.03.2016	13:30	Jádrový index cen v průmyslu	%	02/2016			0,1	1,2	0,4	0,6
USA	15.03.2016	13:30	Podnikatelská nálada ve státě N.Y.		03/2016			-10		-16,64	
Polsko	15.03.2016	14:00	Běžný účet	mil. EUR	01/2016			389		-410	
Polsko	15.03.2016	14:00	Obchodní bilance	mil. EUR	01/2016			900		373	
Polsko	15.03.2016	14:00	Inflace	%	02/2016 *F	-0,2	-0,8	-0,1	-0,7	-0,4	-0,7
Polsko	15.03.2016	15:00	Rozpočtové saldo	mil. PLN	01/2016					1760	
USA	15.03.2016	15:00	Index stavitelů rodinných domů		03/2016			59		58	
USA	15.03.2016	15:00	Podnikatelské zásoby	%	01/2016			0		0,1	
ČR	16.03.2016	9:00	Výrobní ceny	%	02/2016			-0,2	-3,5	-1,6	-3,4
USA	16.03.2016	13:30	Zahájení staveb nových domů		02/2016			1150		1099	
USA	16.03.2016	13:30	Udělená stavební povolení		02/2016			1201		1202	
USA	16.03.2016	13:30	Inflace	%	02/2016			-0,2	0,9	0	1,4
USA	16.03.2016	13:30	Jádrová inflace	%	02/2016			0,1	2,2	0,3	2,2
Polsko	16.03.2016	14:00	Mzdy	%	02/2016			0,9	3,9	-9,2	4
Polsko	16.03.2016	14:00	Jádrová inflace	%	02/2016			0	0,1		
USA	16.03.2016	14:15	Průmyslová výroba	%	02/2016			-0,2		0,9	
USA	16.03.2016	14:15	Využití kapacit	%	02/2016			76,9		77,1	
USA	16.03.2016	19:00	Zasedání FOMC	%	03/2016			0,25		0,25	
EMU	17.03.2016	11:00	Obchodní bilance	mil. EUR	01/2016					24,3	
EMU	17.03.2016	11:00	Inflace	%	02/2016 *F			0,1	-0,2	-1,4	-0,2
EMU	17.03.2016	11:00	Jádrová inflace	%	02/2016 *F				0,7		0,7
USA	17.03.2016	13:30	Běžný účet	mld. USD	4Q/2015			-114,5		-124,1	
USA	17.03.2016	13:30	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu		03/2016			-1,2		-2,8	
USA	17.03.2016	13:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	03/2016					259	
USA	17.03.2016	13:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	03/2016					2225	
Polsko	17.03.2016	14:00	Průmyslová výroba	%	02/2016			5,4	5,5	-8	1,4
Polsko	17.03.2016	14:00	Výrobní ceny	%	02/2016			-0,2	-1,3	-0,5	-1,2
Polsko	17.03.2016	14:00	Maloobchodní tržby	%	02/2016			0,9	3,3	-25,6	0,9
USA	17.03.2016	16:00	Předstihové ukazatele		02/2016			0,2		-0,2	
Německo	18.03.2016	8:00	Výrobní ceny	%	02/2016			-0,1	-2,6	-0,7	-2,4
USA	18.03.2016	15:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		03/2016 *P			92,2		91,7	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	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	*1,35*	1,35	2,25	2,50	2,75	3,00	-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	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
Česko	PRIBOR 3M	*0,29*	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Maďarsko	BUBOR 3M	*1,34*	1,35	2,40	2,60	2,90	3,10
Polsko	WIBOR 3M	*1,67*	1,72	1,65	1,65	1,65	1,65

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
Česko	CZ10Y	*0,67*	1,01	0,60	0,73	0,87	1,00
Maďarsko	HU10Y	*2,19*	2,91	3,80	4,00	4,20	4,40
Polsko	PL10Y	*2,26*	2,47	2,50	2,50	2,60	2,75

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
Česko	EUR/CZK	*27,06*	27,03	27,02	27,02	27,02	27,02
Maďarsko	EUR/HUF	*311*	316	310	308	305	300
Polsko	EUR/PLN	*4,32*	4,27	4,40	4,30	4,26	4,25

HDP (meziročně, %)

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

Inflace (meziročně, %, konec období)

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

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

	2015	2016
Česko	1,7	1,6
Maďarsko	6,0	5,1
Polsko	-1,2	-1,5

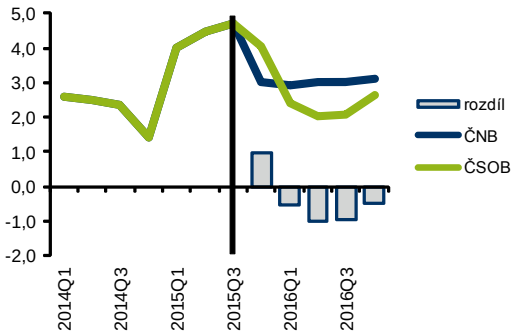
Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	2015	2016
Česko	-1,4	-1,3
Maďarsko	-2,3	-2,0
Polsko	-3,0	-2,9

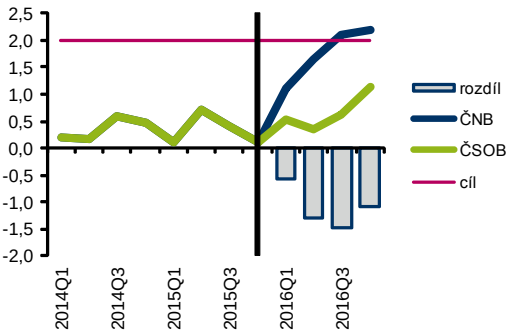
Zdroj dat: ČSOB, Bloomberg

Výhledy centrálních bank

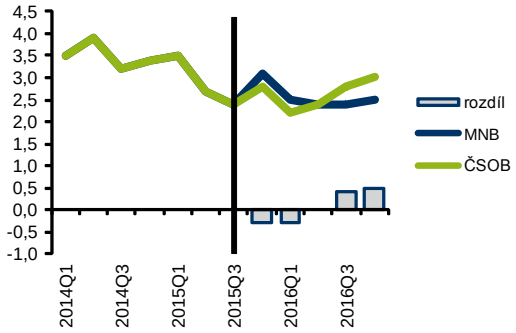
CZ: Výhled na růst HDP (y/y, %)



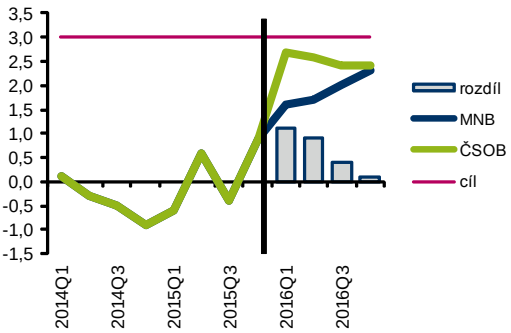
CZ: Výhled na inflaci (y/y, %)



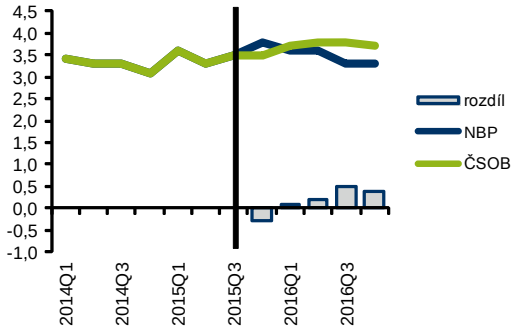
HU: Výhled na růst HDP (y/y, %)



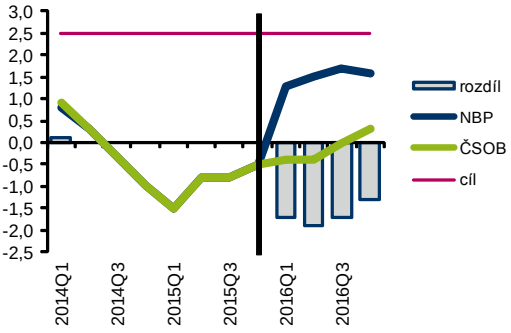
HU: Výhled na inflaci (y/y, %)



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.